

美联储年内不大可能宣布 taper

2021 年 05 月 23 日

观点

- 近期市场和美联储在削减宽松 (taper) 上的博弈日趋激烈。目前市场预期是美联储将在 9-12 月某次议息会议上宣布 taper，但美联储对此一直没有明确表态。尽管 4 月议息会议纪要显示“一些 (a number of) 与会者认为在接下来的会议中讨论 taper 是合适的”。但这之后公布的令人失望的 4 月非农数据则降低了这一讨论的迫切性，比如 5 月以来美联储拥有投票权委员的讲话均认为时机尚未成熟 (表 1)。
- 未来美联储会在何时宣布 taper？我们认为 2013 年的经验对当前颇具参考价值。如表 2 所示，在 2013 年 1 月的议息会议上，就首次出现了一些委员关于 taper 的讨论，但美联储真正宣布 taper 是在 12 月的议息会议上，前后相隔了近一年。那么在这期间，美联储 taper 的出台究竟经历了怎样的决策过程？
- 首先，从开始讨论 taper 到确定 taper 的条件，美联储用了一个多季度的时间来形成共识。比如在 2013 年 3 月和 5 月的议息会议上，美联储对于 taper 需要什么样的证据一直存在分歧，直到 6 月议息会议才将劳动力市场前景的进一步改善作为必要条件。
- 其次，金融状况的收紧迫使美联储重新评估 taper。2013 年 5 月美联储主席伯南克在国会作证时引发“削减恐慌 (taper tantrum)”，随后 3 个月内美债利率大幅上行且股市波动加剧。美联储担心金融状况的收紧对经济产生的负面影响，因此在 9 月议息会议上推迟了 taper。我们注意到在这次会议上，美联储所关注的就业指标的改善均出现了停滞 (图 1)。
- 最后，美联储在 12 月议息会议上最终做出了 taper 决策。其决策背后的依据，是 9 月议息会议后美国失业率超预期回落，以及新增非农就业的持续改善；而根据美联储所述的“在过去 15 个月每月平均的新增非农就业达到了 19 万人”，我们发现当时的非农就业已经接近 2008 年金融危机前的水平 (图 2)。
- 以史为鉴，我们认为这一次美联储在今年年内宣布 taper 的可能性并不大，理由如下：
- 一是与 2013 年 1 月类似，美联储 4 月议息会议只有少数委员 (不超过 5 个) 提及了 taper。但未讨论 taper 需要什么样的证据，我们预计至少要到 6 月议息会议，美联储才有可能就 taper 的条件展开讨论；至于确定收到的证据是否符合条件，则至少要留到 9 月议息会议。
- 二是真实失业率的下降依然是影响美联储 taper 决策的关键变量。虽然 2021 年 4 月的官方失业率 6.1% 低于 2013 年宣布 taper 时的 6.9%，但这一指标由于受到疫情冲击的扭曲是失真的，从鲍威尔和耶伦所青睐的替代指标来看，4 月的真实失业率仍然高达 8.9%，并且近三个月下降的速度在放缓 (图 3)。
- 三也是最重要的，美联储在今年年底前宣布 taper 所需的月均新增非农就业要超过 60 万人。只有达到这个数，今年年底劳动力市场的复苏才与 2013 年 taper 前的情形相一致，当时的非农就业修复了金融危机造成损失的 80%。从当前来看，由于劳动力供给的短缺很难在 9 月的失业救济金到期日前解决，月均 60 万人的新增就业在年内是一个很高的门槛。
- 因此接下来，5 月的非农就业数据尤为关键，如果其继续低于 60 万人，我们预计美联储至少要到 9 月议息会议才会逐渐引导市场对于 taper 的预期，而正式宣布 taper 则要留到 2022 年一季度。
- 风险提示：美联储过快收紧货币政策，地缘政治风险加剧

证券分析师 陶川

执业证号：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

研究助理 赵艺原

zhaoyy@dwzq.com.cn

研究助理 段萌

duanm@dwzq.com.cn

相关研究

- 1、《宏观点评 20210520：房地产投资为何一直保持韧性？》2021-05-20
- 2、《宏观点评 20210517：结构的分化：上游涨价对中下游的影响正在显现》2021-05-17
- 3、《宏观点评 20210514：今年二季度基建投资反弹力度有多大？》2021-05-15
- 4、《宏观点评 20210513：美国通胀飙升，20 世纪 60 年代末大通胀重现的可能性有多大？》2021-05-13
- 5、《宏观点评 20210512：总量的“降温”难掩结构的“火热”》2021-05-12

表 1: 2021 年 5 月以来美联储投票委员对货币政策及经济预期的相关表述

姓名	职位	联储政策相关表述	经济展望相关表述
Bostic	亚特兰大联储行长	如果看到实质性进展, 我将提议调整政策方向。 <u>但目前我们尚未看到。我们仍然有 800 万工作岗位的短缺, 通胀水平也尚未持续位于我们预期的目标水平以上。(5 月 19 日)</u>	过去几个月, 经济数据不及预期, 希望未来几个月可以看到数据的变化。(5 月 19 日)
Barkin	里士满联储行长	我主要观察就业人数占总人口比重, <u>2020 年 2 月这一指标为 61.1%, 因此需要看到这一指标取得实质性进展接近 61%。(5 月 3 日)</u>	/
Quarles	美联储理事	如果通胀担忧被证明比我们目前分析的更持久、更高, 美联储就有解决通胀的工具 (5 月 19 日)	任何自然灾害或对经济活动施加限制的突然出现, 通常都伴随着价格的暂时性上涨——有时在这种现象是十分明显的。(5 月 19 日)
Clarida	美联储副主席	<u>4 月份的就业报告显示我们没有取得实质性的进展。</u> 如果我们计划缩减采购的步伐, 我们肯定会提前发出警告 (5 月 17 日)	我们需要一段时间在劳动力市场, 特别是服务业实现供需平衡。随着工人重新就业, 可能会对价格产生一定的上涨压力。(5 月 17 日)
Williams	纽约联储主席	<u>我们现在看到的数据还不足以让联邦公开市场委员会改变其货币政策立场。(5 月 3 日)</u>	我们预期一旦价格逆转和经济重新开放带来的短期失衡结束, 明年通胀率将回落至 2% 左右。(5 月 3 日)

数据来源: 美联储, 东吴证券研究所

表 2: 2013 年历次议息会议中关于 Taper 的表述及同时期的失业率、非农就业、通胀数据

时间	taper 的相关表述	失业率 (%)	变化	新增非农就业 (万人)	变化	核心 PCE(同比 %)	变化
2013 年 1 月	一些与会者认为, 对资产购买的有效性、成本和风险进行持续评估, <u>很可能会导致委员会在判断劳动力市场前景已出现实质性改善之前 taper。</u>	7.9	↑	18.5	↑	1.7	↓
2013 年 3 月	一些与会者预期将在年中开始 taper, 另一些认为 taper 要到三季度末, 还有一些认为直到年底都不应 taper。	7.7	↓	23.6	↑	1.6	↓
2013 年 5 月	一些与会者认为如果接下来有证据表明经济增长持续强劲, 那么最早在 6 月就可以 taper, <u>但对于什么样的证据是必要的存在分歧。</u>	7.6	↑	20.3	→	1.4	↓

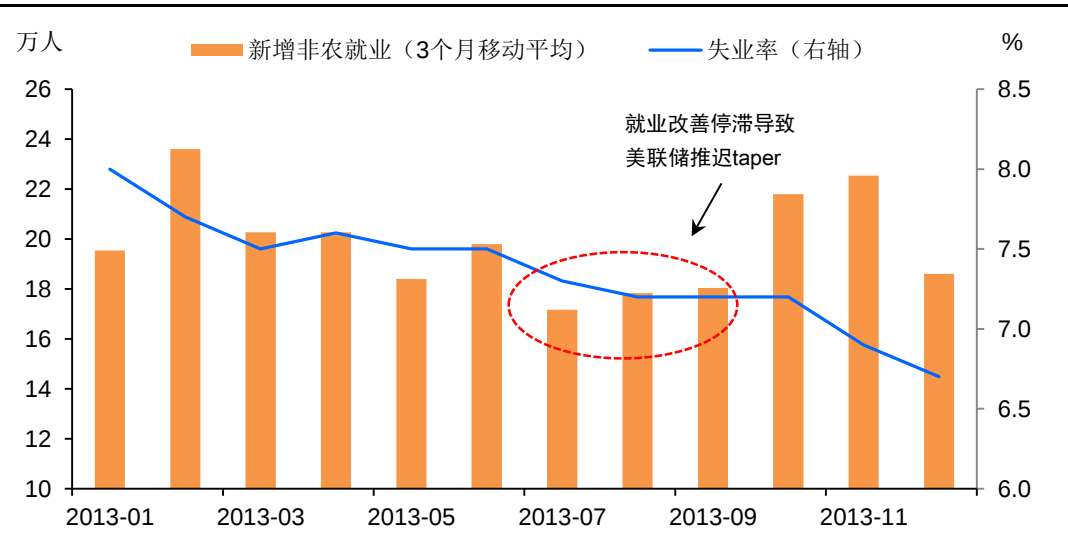
2013 年 5 月	伯南克“如果我们看到经济数持续改进，并且有信息这种改进可以持续下去，那么我们可以在接下来的几次会议上采取行动（taper）”。	7.6	↑	20.3	→	1.4	↓
2013 年 6 月	许多与会者表示，劳动力市场前景的进一步改善是 taper 的必要条件。	7.5	↓	18.4	↓	1.4	→
2013 年 7 月	然而，其他衡量劳动力利用率的指标——包括劳动参与率、放弃寻找工作的工人数量仅是温和的改善，而其他劳动力需求指标，如雇佣率和离职率仍然很低。委员会几乎所有成员都认为，当前 taper 还不合适。	7.5	→	19.8	↑	1.5	↑
2013 年 9 月	<u>委员会担心最近几个月金融状况的迅速收紧可能会导致经济增长放缓；即将到来的财政辩论可能会给金融市场和更广泛的经济带来额外风险。鉴于这些不确定性，委员会决定在 taper 之前等待更多证据表明复苏进程将持续。</u>	7.2	→	17.8	↓	1.6	↑
2013 年 10 月	尽管劳动力市场状况的指标显示出一些进一步改善，但失业率仍居高不下。委员会认为，在 taper 之前，应等待更多证据表明经济复苏向目标进展是可持续的。	7.2	→	18.3	↑	1.5	↓
2013 年 12 月	<u>在过去 15 个月月均新增非农就业达到了 19 万人，失业率的下降速度超过了大多数参与者的预期。此外，与会者普遍预期就业市场状况将继续改善，而且大多数人对这一前景更加有信心。在这种背景下，大多数与会者认为这次会议上 taper 是合适的。</u>	6.9	↓	22.5	↑	1.6	↑

备注：1. 所有指标均显示为当月美联储可以观察到的最新数据，新增非农就业为 3 个月移动平均；

2. ↑表示指标数值较上月增加，↓表示指标数值较上月降低，→表示较上月不变。

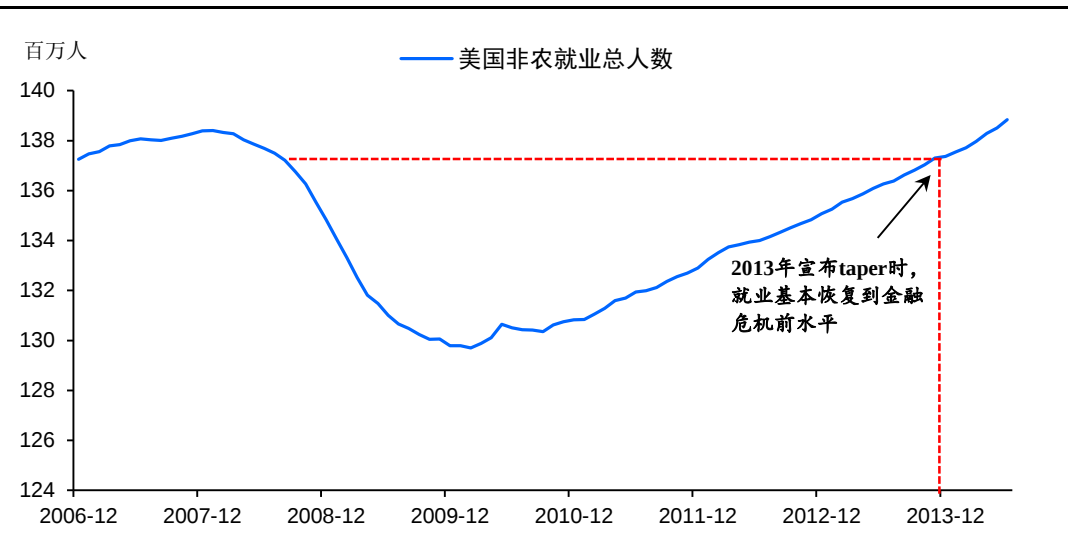
数据来源：美联储，东吴证券研究所

图 1: 2013 年 9 月美联储因为就业改善的停滞不前而推迟 taper



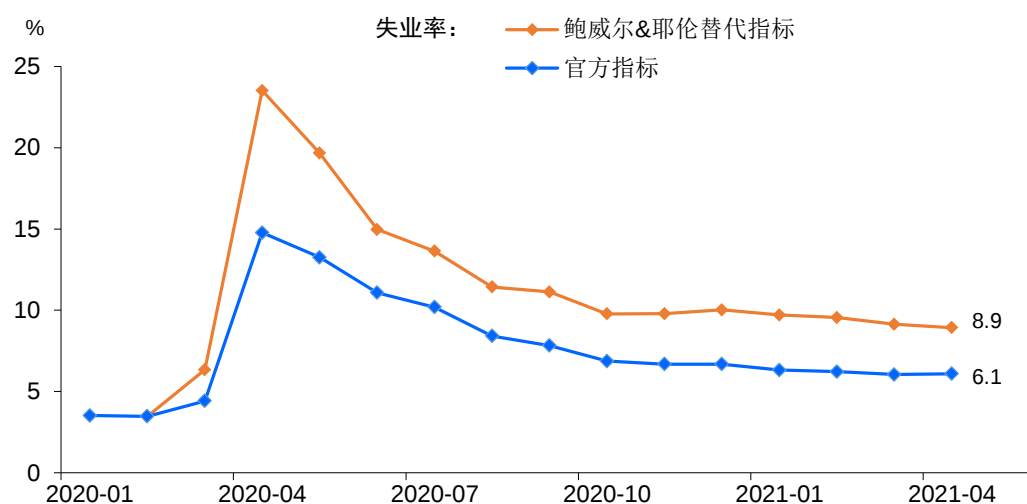
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图 2: 2013 年美联储 taper 时, 非农就业已基本回到金融危机前的水平



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图 3：当前美联储和耶伦所关注的失业率远高于官方失业率



数据来源：Bloomberg、美联储，东吴证券研究所

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_19751

