

首席宏评报告

美联储货币政策面临“三重挑战”

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

研究助理

张璐 一般证券从业资格编号
S1060120100009
ZHANGLU150@pingan.com.cn
范城恺 一般证券从业资格编号
S1060120120052
FANCHENGKAI146@pingan.com.cn



平安观点：

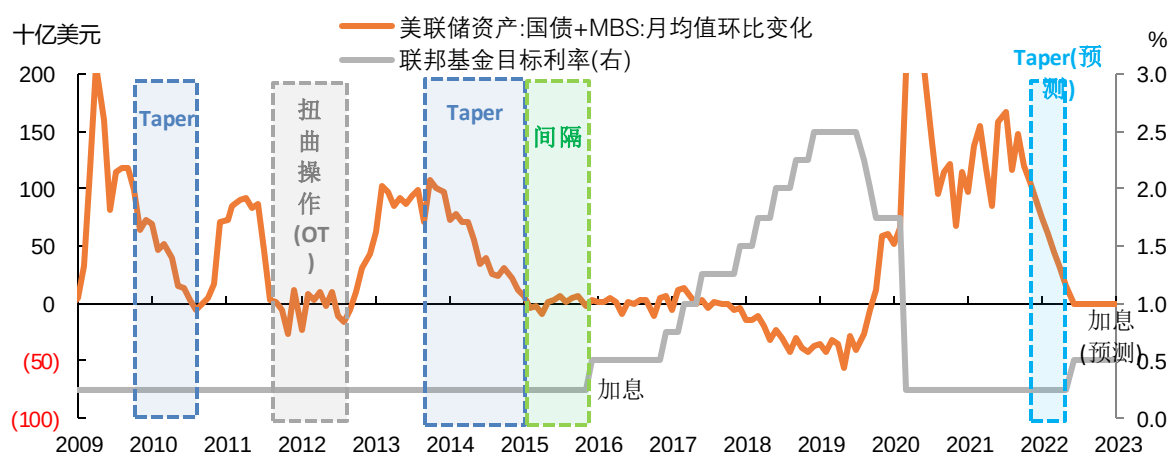
- 美联储于 2021 年 11 月正式宣布削减资产购买（Taper）。与历史相比，本轮美联储削减资产购买的节奏将更快。目前来看，美联储“转弯”的后半程将面临新的挑战。由于美国经济类滞胀形势仍未明显缓解，而美联储对于加息预期的引导明显不足，市场负面情绪正在上升。具体来看，近期市场或存三大“恐慌”，且这些情绪可能会持续数月。
- 一恐：误判通胀。今年上半年，美联储显著低估了今美国的通胀压力。美联储的“通胀暂时论”或许可以发挥引导市场预期作用，但现阶段的市场不一定“买账”。首先，市场担心美联储仍在低估通胀压力。其次，市场认识到，美联储在“类滞胀”经济形势下，对通胀的调控能力更受约束。如果未来通胀和就业形势发展继续偏离，市场尚不清楚美联储政策究竟会偏向“滞”还是“胀”。最后，一旦通胀暂时论被实际数据所证伪，或官方态度发生变化，市场情绪容易发生剧烈波动，正如近期市场通胀预期上升、加息预期提前所反应的那样。
- 二恐：提早加息。2021 年 10 月以来，市场对于美联储加息的预期大幅提前。随着 Taper 的临近和启动，近期市场自然将瞄准“加息”。Taper 和加息的关系是微妙的。目前，美联储判断就业市场已经取得了“进一步实质性进展”，那也意味着它进一步靠近了加息所需的“最大就业”。同时，Taper 的节奏以及何时结束，将关系到美联储是否具备更早加息的灵活性。然而，目前美联储对于加息的引导非常有限。而一旦美联储选择加快 Taper，这一举动可能释放美联储对通胀走势缺乏信心、希望提早加息的政策信号，届时市场波动风险将上升。
- 三恐：资产泡沫。在美联储“转弯”之际，市场很难不去审视资产价格高企的合理性。今年以来，美国标普 500 指数已经创下超 60 次收盘记录高位，累计涨幅达到 25%。美国高收益企业债价格处于历史高位，折射出市场的风险偏好依然居高不下。随着价格上涨，“畏高”情绪可能加剧市场波动。资产价格与美国经济基本面的短期背离，是风险的另一来源。2021 年第三季度美国金融资产总额与 GDP 的比值跃升至 5.6 倍。美股市场对于经济前景仍有信心，而美债市场却在交易“滞胀”，二者对于美国经济的看法似乎出现矛盾。再者，美联储“加息”落地还将改变市场交易逻辑。美股方面，加息不仅涉及盈利重估，也将加剧回购成本，后者对美股价格构成更大威胁。美债方面，加息后的美债价格调整几成必然。地产方面，加息后美国贷款利率的上行也将抑制购房需求，为美国地产周期降温。

美联储于 2021 年 11 月会议上正式宣布了削减资产购买 (Taper) 计划, 这一时点与削减力度基本符合市场预期。会议声明称, 美国经济已经取得了“进一步实质性进展”, 11 月晚些时候就会开始实施 Taper, 力度是逐月减少 100 亿美元国债和 50 亿美元机构 MBS (抵押贷款支持证券) 的购买。其他货币政策基本不变, 包括维持联邦基金利率 (0~0.25%) 不变, 维持准备金利率 (0.15%) 和隔夜逆回购利率 (0.05%) 不变等。

至此, 美联储“有惊无险”地走完了货币政策正常化之路的前半程。历史上, 美联储政策正常化之路并没有那么顺利。2013 年的“紧缩恐慌”(Taper Tantrum) 可谓殷鉴不远。时任美联储主席伯南克于 2013 年 5 月 22 日国会听证会上首提“Taper”, 导致美债利率快速上行、美股受挫、美国金融环境骤然收紧, 最终美联储在当年 12 月才正式宣布于 2014 年 1 月正式实施 Taper。然而, 本次美联储“吃一堑长一智”, 进行了非常充分的预期引导。具体可将迈向 Taper 的过程分为几个阶段: 不提 Taper (2021 年 4 月及以前)、商议何时开始讨论 Taper (6 月)、开始讨论 Taper (7 月)、预告 Taper (9 月) 以及正式宣布 Taper (11 月)。从提到 Taper 到正式实施, 也历经了近半年的时间, 美国金融市场在此过程中整体表现平稳。

往后看, 本轮美联储政策正常化路线图逐渐清晰, 与历史相比, 本轮美联储削减资产购买的节奏将更快。假设美联储未来削减资产购买的节奏基本不变, 美联储将于 2022 年 5 月执行最后一次资产购买, 正式结束本轮量化宽松 (QE)。美 2019~2020 年和 2014 年美联储削减资产购买分别花费约 10 个月和 12 个月, 而本次削减资产购买预计在 7 个月之内完成。2011 年虽然购债计划很快暂停, 但美联储配合实施了近一年的扭曲操作 (OT), 以压低长端国债利率。本轮削减资产购买结束后, 若美联储于 2022 年内开始加息, 则本次加息步调也快于历史 (2014 年底美联储结束资产购买, 时隔约 1 年, 才于 2015 年 12 月首次加息)。

图表1 本轮美联储 Taper 的斜率更陡, 且加息或来得更早



资料来源: 美联储, Wind, 平安证券研究所

目前来看, 美联储“转弯”的后半程将面临新的挑战。由于美国经济类滞胀形势仍未明显缓解, 而美联储对于加息预期的引导明显不足, 市场负面情绪正在上升。具体来看, 近期市场或存三大“恐慌”, 且这些情绪可能会持续数月: 一恐, 美联储持续误判通胀风险, 明年美国通胀继续失控; 二恐, 美联储过早加息, 超过美国经济的容忍区间; 三恐, 资产价格经不起货币政策收紧的考验, 出现大幅调整甚至“崩塌”。

一恐: 误判通胀

今年上半年, 美联储显著低估了今美国的通胀压力。今年 3 月, 美联储对 2021 年美国个人消费支出指数 (PCE) 的预测中值为 2.4%。然而, 美国 PCE 同比在 4 月和 5 月分别达到 3.6% 和 4%。6 月议息会议中, 美联储不得不上修 2021 年美国 PCE 同比至 3.4%, 但后来通胀形势仍超预期。6 月以来, 美国 PCE 同比在 4% 的基础上继续上升, 9 月的 4.4% 创 2021 年新高。10 月美国 CPI 同比达 6.2% 再破前高, 预计 PCE 同比增速也将继续攀升。数据预测偏差的背后, 是美联储对于“通

胀暂时论”的坚持。美联储在 4 月会议声明中首次写道，“通胀上升主要反映了暂时性因素”，并将此表述持续沿用至 9 月议息会议后。

美联储的“通胀暂时论”或许可以发挥引导市场预期作用，但现阶段的市场不一定“买账”。

首先，市场担心美联储仍在低估通胀压力。11 月议息会议声明中，美联储有关通胀的表述仅有微调，将引起通胀上升的因素由“暂时性的”调整为“预计是暂时性的”。美联储虽然承认未来通胀的演绎多了几分不确定性，但“通胀暂时论”的实质尚未改变。美联储在 9 月的预测虽然已将 2021 年美国 PCE 同比提高至 4.2%，但预计 2022 年 PCE 同比仍将大幅回落至 2.2%。

其次，市场认识到，美联储在“类滞胀”经济形势下，对通胀的调控能力更受约束。2021 年下半年以来，美国经济增长动能边际放缓，与通胀上升组合成类滞胀格局。美联储未来是否有工具抑制通胀或成问题，因其难以直接从供给端入手缓解通胀压力，正如鲍威尔所称，“我们不能直接减轻供应链瓶颈”。尽管美联储坚持认为，未来通胀和就业都会往好的方向发展，但若二者的发展继续偏离，市场尚不清楚美联储政策究竟会偏向“滞”还是“胀”。

最后，一旦通胀暂时论被实际数据所证伪，或官方态度发生变化，市场情绪容易发生剧烈波动。9 月下旬开始，美联储对于通胀的态度有所变化，市场通胀预期也随之上升。9 月 28 日，鲍威尔在国会听证会上承认，由于供应链瓶颈和其他与经济复苏有关的挑战而导致的通胀飙升，其程度和持续时间都超过了预期；10 月 12 日，亚特兰大联储主席博斯蒂克称，比起“暂时的”，用“阶段性的”（episodic）一词来描述通胀会更好。美国 5 年 TIPS 国债市场交易结果隐含的中期通胀预期，在 10 月中旬升破 2021 年 5 月的前期高点。与此同时，市场也在交易美联储未来“亡羊补牢”的可能性，利率市场隐含的加息预期大幅提前。

二恐：过早加息

2021 年 10 月以来，市场对于美联储加息的预期大幅提前。据 CME FedWatch 数据，自 10 月初至 11 月初，市场预计 2022 年 6 月之前美联储至少加息 1 次的概率由 20% 左右大幅跃升至 60% 左右。“紧缩恐慌 2.0”（即加息预期的波动）在债券市场上也有所反应：近一个月，2 年期美债利率在 10 月上升了 20BP，期间 10 年期和 2 年期美债利差缩窄，美债收益率曲线平坦化。而其他发达经济体债市，由于英国、加拿大以及澳大利亚等中央银行释放出更多“鹰派”信号，其短端国债利率也更快上行，澳大利亚 2 年期、加拿大 1 年期以及英国 2 年期国债利率在 10 月分别跃升 65BP、43BP 和 30BP。

随着 Taper 的临近和启动，近期市场自然将瞄准“加息”。Taper 和加息的关系是微妙的：一方面，按照美联储的说辞，加息所需要的条件与 Taper 很不同，因此市场应将二者视为独立事件；另一方面，美联储政策的“双目标”（就业与通胀）是确定的，因此加息和 Taper 的触发条件均与这两方面指标挂钩。目前，美联储判断就业市场已经取得了“进一步实质性进展”，那也意味着它进一步靠近了加息所需的“最大就业”。同时，美联储在 9 月议息会议中已经明示，加息大概率需到 Taper 结束以后。这也意味着，Taper 的节奏以及何时结束，将关系到美联储是否具备更早加息的灵活性。

然而，目前美联储对于加息的引导非常有限。进入 2022 年后，市场对于美联储加息的讨论和担忧仍会延续。在 11 月议息会议后，美联储只宣布了未来 2 个月的具体计划。对于更远的未来，声明仅提到，美联储会以“类似的”节奏执行 Taper，但补充道，若经济前景发生变化，美联储对于调整购买速度也是有准备的。这意味着，不能排除 2022 年 1 月以后美联储改变 Taper 节奏的可能性。而一旦美联储选择加快 Taper，这一举动可能释放美联储对通胀走势缺乏信心、希望提早加息的政策信号，届时市场波动风险将上升。

三恐：资产泡沫

在美联储“转弯”之际，市场很难不去审视资产价格高企的合理性。截至 2021 年 11 月 5 日，美国标普 500 指数已经创下 60 次收盘记录高位，累计涨幅达到 25%，2020 年以来累计涨幅则达到 45%。美债价格也仍处于相对高位，在美联储 11

月议息会议举行的当周，10年期美债收益率由1.55%下降至1.45%；美国高收益企业债价格处于历史高位，2021年以来美国高收益CCC级及以下企业债有效收益率下降超过70BP，与AAA级企业债的利差是自2007年次贷危机以来的最低水平，充分折射出市场的风险偏好依然居高不下。不过，随着价格上涨，“畏高”情绪可能加剧市场波动。2021年以来，美股波动率指数（VIX）平均值约20，虽然已经由2020年的高位回落，但仍明显高于2012-2019年的平均水平。

资产价格与美国经济基本面的短期背离，是风险的另一来源。2021年第三季度，美国实际GDP环比折年率仅2%，而美国金融资产总额与GDP的比值跃升至5.6倍，高于第二季度水平，也是除第一季度以来的历史最高值。整体而言，美股第三季度财报表现尚显韧性，并进一步拉动股价上涨，这也体现出市场对于经济前景仍有信心。然而，美债市场却在交易“滞胀”：2021年10月，10年期通胀保值国债（TIPS）利率和隐含通胀预期分别下降11BP和上升14BP。如此看来，美股和美债市场对于美国经济的看法似乎出现矛盾，二者共同走牛的情形或难持续。

再者，美联储“加息”落地还将改变市场交易逻辑。美股方面，美国股票市场定价不仅包括了传统的基本面因素与流动性因素，还有“回购”这一特殊的市场行为。截至2021年，标普500指数总回报来源中，回购占比高达40%，比重高于盈利增长和市盈率扩张。美联储加息“靴子”一旦落地，不仅涉及盈利重估，也将加剧回购成本，对美股价格构成更大威胁。美债方面，美联储加息涉及美国金融市场整体利率水平的变化，美债价格调整几成必然。地产方面，虽然美国房地产补库周期刚刚启动，需求强于供给的格局有望维持较长时间，但加息后美国贷款利率的上行也将抑制购房需求，为美国地产周期降温。

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_29460

