

六问六答：联储放弃“暂时通胀”并加速 taper 的深意

证券研究报告

2021 年 12 月 2 日

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

向静姝 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520070002
xiangjingshu@tfzq.com

相关报告

- 1 《Omicron，市场无需太恐慌》
2021-11-29
- 2 《房地产何时见底？——政策评估和数据测算》 2021-11-23
- 3 《六问六答：年内新高后，美元指数怎么走？》 2021-11-22

鲍威尔的鹰派表态可能意味着美联储将加速完成 taper，但加速 Taper 对流动性和资产价格影响不大。鲍威尔的表态和加速 Taper 并不意味着加息会更早到来。相反，鲍威尔的表态是为了降低“被迫”加息的概率，拖延“被迫”加息的时间。

风险提示：美国货币政策收紧超预期，美国通胀超预期，美国财政刺激超预期

11月30日鲍威尔出席美国国会参议院银行委员会的季度听证会时表示：货币政策无力应对供给问题，是时候放弃通胀“暂时”这个词了，同时考虑加快 taper 速度。

问：鲍威尔表态的目的是什么？

答：首先，鲍威尔这段话有两个前提：第一，通胀主要是供给不足；第二，货币政策无力应对供给问题。

所以，虽然鲍威尔讲美联储放弃“暂时性通胀”的措辞，并考虑加快 taper 速度，但对解决供给不足和通胀问题并没有什么实际作用。

那鲍威尔为什么还要放弃“通胀暂时论”并加快 taper？

这段话背后有两个背景：第一，由于拜登对当前供应链紊乱和能源价格上涨的控制无力，他的支持率和明年民主党中期选举的前景正在变得黯淡；第二，尽管鲍威尔卷入内幕交易的负面新闻，但拜登依然提名他连任了美联储主席。

拜登为了赢得中期选举需要支持率，提高支持率需要通胀回落，通胀需要解决供应链紊乱的问题，供应链需要防疫策略、恢复就业和国际协调，这些都需要时间，而时间的敌人是可能自我强化的通胀预期。

所以美联储主席能做的确实不多，放弃“暂时性通胀”并加快 taper，目的就是为了抑制通胀预期的上升，为拜登解决供给问题换来时间窗口。

通过表达对通胀的重视，平抑通胀预期的上行，尽可能避免预期的“通胀螺旋”。

问：加速 taper 是否意味提前加息？

鲍威尔的表态和加速 Taper 并不意味着加息会更早到来。相反，鲍威尔的表态是为了降低“被迫”加息的概率，拖延“被迫”加息的时间。

因为鲍威尔表态的目的是为了抑制通胀预期，尽可能避免通胀预期自我强化为“通胀螺旋”。一旦“通胀螺旋”出现，无论经济和就业的修复情况如何，央行都将“被迫”加息。

所以，如果鲍威尔的表态对抑制通胀预期有用，那么明年联储加息的概率是下降的。即使鲍威尔的表态没用，加息的概率也没有发生变化，依然取决于“通胀螺旋”出现的概率。

问：加息的必要条件是什么？

对比各国央行疫后货币收紧程度和经济指标，加息的必要条件是持续高通胀。我们选取了16个除中国外的主要经济体，对其通胀、GDP 修复水平、PMI、失业率进行排序。并以经济指标排序为自变量、各国央行收紧程度排序为应变量，使用 ordered logit 模型进行了多因子回归。结果显示，目前仅有通胀指标对货币政策的影响是显著的，说明当前各国央行在决定货币政策是否收紧时，主要顾虑的是通胀过高，是否充分就业和经济高于潜在增速等只是辅助参考。

表 1: ordered ogistic 回归结果

Ordered logistic regression	Number of obs	=	16		
	LR chi2(4)	=	13.74		
	Prob > chi2	=	0.0082		
Log likelihood = -37.4891	Pseudo R2	=	0.1549		
monetarypolicy	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
gdp	.1519253	.1225333	1.24	0.215	-.0882356 .3920861
pmi	-.1971243	.1137478	-1.73	0.083	-.4200659 .0258173
unemployment	.0067803	.1143248	0.06	0.953	-.2172922 .2308528
inflation	.4642075	.1633619	2.84	0.004	.144024 .784391

资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

问：放弃“暂时性”是否意味着通胀“持续性”？

答：放弃“暂时性”并不代表联储认为通胀“持续性”，而是由于难以预测推动通胀上升的因素还将持续多久，联储纠正了“暂时性”这一措辞。

今年以来，鲍威尔多次使用“暂时性通胀”的说法来描述高通胀，因为联储认为造成通胀的商品和劳动力供应不足的情况短期能够解决。但是 9 月后的非农数据并未验证联储关于“随着延长失业救济计划结束、疫苗接种率上升、学校重新开放，更多人将重新就业或重新找工作”这一猜想。

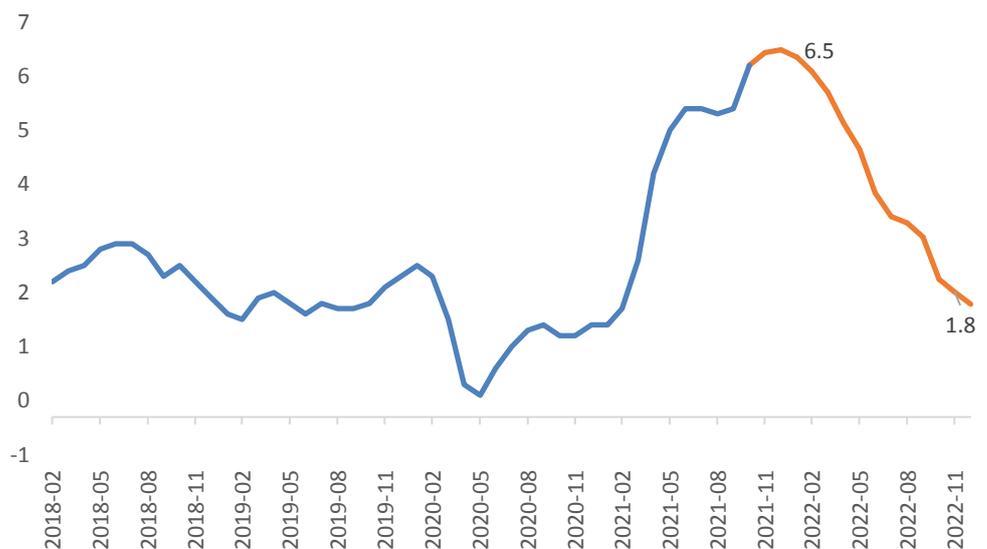
我们认为对于通胀，更准确的描述是——“暂时性，但非短期性”。

我们在《各行业供应瓶颈梳理和紊乱度排序》中分析了美国各类商品供应不足的原因后，得出结论：

大多数商品涨价的原因是运输效率紊乱，少部分商品涨价的原因是生产效率紊乱，产能受原料或就业的约束无法完全释放。这些商品的供应瓶颈并不会长期存在，但扫除障碍需要时间，拐点可能出现在运费下降和就业回归后，预计明年二季度基本回归正常。但少部分商品的供需格局发生了趋势性变化，价格体系正在重塑，涨价可能持续较长时间。

我们预计明年 2 季度美国 CPI 将快速回落，届时加息的必要性将大大下降，联储的注意力也将重归政策目标里的就业和经济。

图 1：明年 CPI 预计 2 季度快速下行



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

问：taper 如何加速？

答：美联储目前的 taper 计划是从 11 月开始每月减少 150 亿美元资产购买，在 2022 年中完成退出 QE。但在 12 月 14 至 15 日的 FOMC 会议上，联储可能宣布 taper 从当前每月减少 150 亿美元提速至明年 1 月开始每月减少 300 亿美元。那么 taper 可能提前到明年 3 月结束。

问：taper 加速对流动性有什么影响？

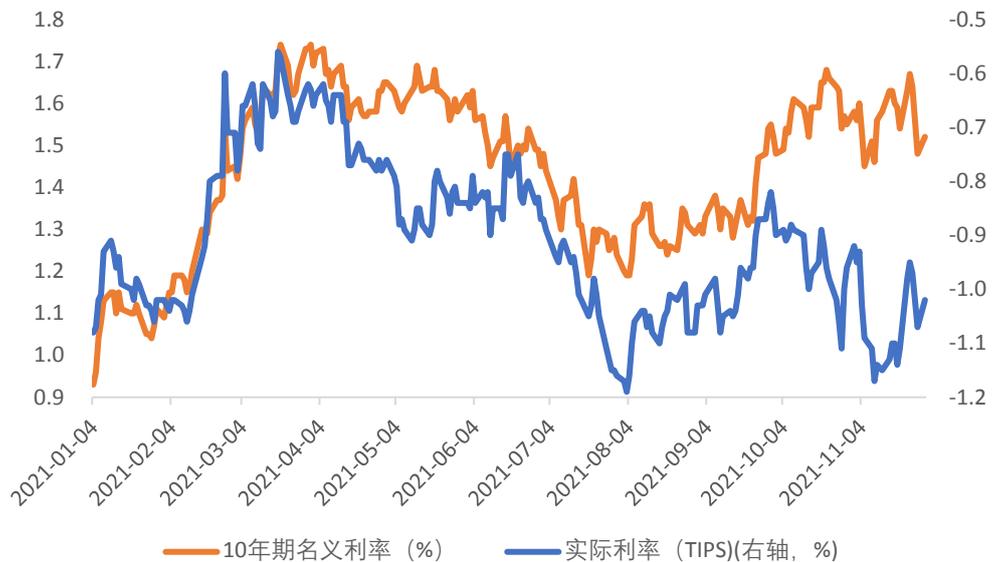
答：影响不大。

今年下半年美国财政扩张放缓，美联储投放的货币没有在实体中形成有效的信用扩张，结果成为了实体经济以外空转的剩余流动性，Taper 也是联储回笼剩余流动性的一种方式。

这些剩余流动性的价格几乎趴在零利率的地板上，此前纽约联储逆隔夜回购窗口的日交易量（几乎零利率）已经超过了 1 万亿美元，表明货币市场流动性充裕。所以 taper 对流动性和资产价格的影响不大。

美联储开启 taper 以来，美债 10Y 实际利率先上后下维持低位，美债 10Y 名义利率也没有突破今年 3 月的高点，证明了 taper 对流动性和资产价格影响不大的观点。也因此，加速 taper 并不会对流动性带来新的负面影响。

图 2：10 年期美债名义利率和实际利率



资料来源：Fred，天风证券研究所

同时，根据 CBO 规划，新财年的财政支出（计划发债）也在减量，因此即使加速 taper，美债的供需也不会显著恶化。

图 3：CBO 预计明年发债显著下降



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_30400

