

## 政策考量重心重新转向疫情 美联储 Taper 节奏可能缓于预期

### ——美联储主席鲍威尔全球央行年会讲话解读

分析师 白雪

**事件：**北京时间 8 月 27 日晚间，美联储主席鲍威尔在杰克逊·霍尔全球央行年会上发表了主题为“美国经济前景”的演讲。鲍威尔表示，通胀已满足美联储“重大进展”条件，就业虽已有进展但还未满足。他指出，若经济符合预期，那么今年开始缩减购债是合适的，但 Delta 病毒仍对短期经济构成风险，将会继续评估数据。同时，鲍威尔强调，不应将缩减购债的时点和未来加息时点做出太大关联。在实现最大就业以及可持续的 2% 的通胀目标之前，都会维持当前的利率水平。鲍威尔讲话后，市场理解整体偏鸽，美股与黄金涨幅扩大，美元指数快速跳水，10 年期美债收益率有所下行。**对此，东方金诚解读如下：**

**1. 鲍威尔会议讲话总体基调较市场预期偏鸽，未给出 Taper 指引主要在于考虑疫情扰动带来的高度不确定性。**

本次会议之前，受近期多位联储官员发表鹰派表态、强调应早日开启紧缩的观点影响，市场偏向预期鲍威尔可能会在会议上释放更加清晰的 Taper 信号。然而，鲍威尔讲话仍基本延续了 7 月 FOMC 会议纪要的内容基调，虽首次表态年内有可能开启 Taper，但未提及任何缩减购债相关细节的信息，包括缩债的时点及节奏。这意味着美联储大概率不会在 9 月宣布 Taper，基本上打消了市场对于提前缩债的担忧。

在本次讲话中，鲍威尔虽然花费大量篇幅、通过多个角度论证通胀是“暂时性”的观点，并对就业数据及其前景展开分析，但我们认为，**其核心内容并非通过对通胀和就业等指标的分析，指向未来缩减 QE 这一政策导向，而在于强调新冠疫情的巨大影响以及近期 Delta 变异病毒给经济带来的高度不确定性**——我们注意到，这与 7 月 FOMC 会议的偏鹰基调形成鲜明对比：7 月会议甚至已删除了疫情对经济巨大影响的措辞，而在本次讲话中，鲍威尔又将其再次加回。整体上看，鲍威尔本次讲话基调偏鸽，体现在其对经济和就业均未表现出明显信心，而是强调不确定性以及未来数据的重要性，这也意味着，**疫情带来的巨大扰动是鲍威尔在本次会议上未给出 Taper 指引的主要考虑因素：**

从近期全球以及美国的疫情数据来看，Delta 变异病毒引发的疫情反弹，显示已研发疫苗的有效

性大打折扣，因而短期内实现群体免疫几近无望，这导致美国经济及就业复苏前景的不确定性再度走高，并从根本上改变了美联储政策决策的前提和逻辑。7月中旬以来，美国疫情在 Delta 变异毒株的快速蔓延下呈现重新爆发趋势，日均新增感染病例从此前稳定在 2 万人左右迅速突破至 10 万人以上，疫情形势快速恶化令部分州重启社交限制措施，并严重干扰了经济复苏步伐——7 月美国消费者信心指数急剧下滑、零售销售超预期降低，显示作为美国经济增长的主要动力的私人消费，正在受到疫情带来的持续扰动。从全球范围来看，作为“全球疫苗接种先锋”的以色列，近期也因 Delta 变异毒株爆发了新一轮疫情风暴。以色列是全球疫苗接种率最高的国家，截至今年 8 月 28 日，完全接种人口比例高达 62.2%，至少接种一剂次的人口比例为 67.7%。在高接种率的以色列爆发突破性感染，表明短期内依靠疫苗接种达到群体免疫的希望已基本破灭。因此，在未来研发出对变异毒株更有保护效力的疫苗并建立起有效屏障之前，疫情形势仍存在高度不确定性，这将对美国以及全球的经济及就业复苏造成反复扰动，进而导致美联储政策决策的根本前提发生改变——尽管通胀与就业仍是一般情形下的传统关键指标，但从近期的变化趋势来看，货币政策的决策重点将重新转向对疫情的考量。

**2. 短期内疫情形势或将主导美联储货币政策节奏，Taper 指引时间大概率后移至四季度，Taper 节奏可能缓于市场预期，结束时间可能偏晚。**

鲍威尔在讲话中表示，年内缩减购债可能是合适的，但前提是“经济继续增长，符合预期”，并需依据未来数据评估 Delta 变异病毒的风险。对此，我们认为，年内美联储货币政策边际收紧的大方向未变，但给出 Taper 指引的时间将可能后移至四季度的 11 月或 12 月，主要原因是美联储将开启一段时间的观察窗口期，以评估疫情形势及其对经济与就业的影响。从鲍威尔本次会议的讲话基调可以判断，Taper 不会超预期提前，9 月宣布 Taper 指引的概率大幅降低，后续美国疫情表现或将主导美联储“收水”节奏。基准情形下，若本轮疫情在 9 月触顶回落（每日新增确诊病例数降至 2 万人以下），对经济和就业复苏的冲击有限（8 月、9 月非农数据稳定增长），美联储可能在 11 月宣布、12 月开始实施 Taper，或 12 月宣布、明年初开始实施，具体时点仍将取决于未来 2-3 个月美国疫情及就业数据表现。此外，鉴于未来疫情发展的高度不确定性，即使美联储开启缩减购债，出于呵护流动性、稳定经济增长的需要，缩减的幅度及速度也可能较为温和，Taper 结束的时间可能偏晚，因此整体流动性环境仍将在较长时间内保持宽松。