

# 联储态度逐渐转鹰，关注 Q3 流动性拐点

## ——美联储 6 月议息会议传递的信息

### 报告导读/核心观点

6 月议息会议将利率走廊上调 5BP 维稳逆回购市场运行，主要是技术型调整与加息不同；每月购债速度维持不变但可能很快开始 Taper 讨论；点阵图加息预期明显前移。我们认为鲍威尔 8 月可能进行 Taper 指引；财政存款对流动性的作用可能在 7 月末后由放转收，Q3 将是美国的广义流动性拐点，Q2 驱动资产价格的核心逻辑将出现变化。站在当前节点，非农修复提速、美国银行流动性容纳度不足、银行信贷意愿、利率体系稳定性四大因素将驱动美联储于 Q4 践行 Taper。

#### □ 利率走廊上调 5BP 维稳逆回购市场运行，主要是技术型调整与加息不同

利率区间方面，美联储维持基准利率为 0%-0.25% 区间。同时，将逆回购利率与超额准备金利率（IOER）分别由此前的 0% 与 0.1% 上调 5BP 至 0.05% 与 0.15%，符合我们此前预期。我们曾于前期报告《美国逆回购抽水，Taper 渐行渐近》中指出，在当前流动性泛滥且逆回购规模居高不下的情况下，联储可能对利率走廊进行小幅的技术型上调（逆回购利率对应下限，IOER 对应上限）。一是为了将市场回购利率水平小幅上抬远离联储拒不接受的“负利率”区域；二是增强逆回购交易的吸引力并将更多资金导向这一市场，并为回购参与者提供利率补偿。该操作主要是当前流动性泛滥背景下为了维护逆回购市场运行机制稳定而进行的技术型调整，与加息不同。鲍威尔会后记者会也提出这一调整无关货币政策立场，加息仍然较为遥远。

□ 购债规模维持不变，但会后态度明显转鹰声称如果复苏继续会考虑 Taper 计划  
 购债规模方面，美联储将以当前每月 1200 亿美元的速度继续增持美国国债及 MBS，与近期纽约联储公布的操作计划一致，符合预期。同时，明确在“失业和通胀”出现显著好转前将继续维持当前购债规模，符合预期。但记者会中鲍威尔态度明显转鹰，声称委员会正在对“经济的实质性复苏”进行评估；如果经济复苏持续，将会在未来的会议上考虑 Taper，但在执行 Taper 前一定会提前通知。本次会议鲍威尔已经明显开始给 Taper 的指引打预防针，并声称可以将本次会议看做一次讨论“量化宽松讨论”的会议。我们继续认为 8 月是 Taper 明确指引的窗口期（详见下文分析），Q4 可能落地执行。此外，鲍威尔会后还指出近期可能开始讨论资产购买的路径变化，这一表述可能指向潜在“扭曲操作”的可能性。

#### □ 进一步上调短期通胀预期但仍然认为是临时性压力，加息预期明显前移

本季度的经济预测数据进一步上调经济复苏预期，将 2021 年的 GDP 实际增长预期由 6.5% 上调至 7%。通胀预期进一步上调，2021 年 PCE 预期由 2.4% 上调至 3.4%，2022、2023 年通胀预期各自小幅上调 0.1% 至 2.1% 和 2.2%。这一调整一方面承认短期通胀确实存在较大压力；但仍然坚持认为通胀是临时性压力，年内美国高通胀压力会开始减弱并伴随供需缺口缓解而下行。与我们此前预期一致，我们认为美国当前通胀环比高点已过但同比增速的中枢可能在下半年维持在 2.5% 以上，未来全球疫苗大规模应用后将缓解供需压力并带动通胀下行。但鲍威尔同时也指出不排除通胀比联储预期的更高更持久的可能性，如果预期持续上升则美联储可能有所行动。

加息预期进一步前移。从点阵图来看，支持 2022 和 2023 年加息的票委数量分别增加了 4 位和 6 位。从点阵图及市场预期变化趋势看，2022 年加息概率明显提升。但鲍威尔出于维稳角度考虑仍提示市场加息为时尚早，不要关注太遥远的加息问题。

整体来看，本次会议鹰派程度超出市场主流预期，但与我们前期预测基本一致。股债中债券价格受冲击较为明显，10 年国债收益率迅速拉升至 1.57% 附近；道指、纳指在会议期间大幅下行后跌幅明显收窄，主要受到鲍威尔对加息的安抚影响；美元反弹至 91 以上；黄金价格明显下行。

#### □ 流动性主导 Q2 资产价格逻辑，银行、货基承接能力不足可能向海外市场溢出

我们曾于《美国逆回购抽水，Taper 渐行渐近》中指出美联储 3 月 31 日后对 SLR 约束的加严是银行丧失扩表意愿的重要原因，在此情况下银行可能拒绝揽存。大量流动性在银行“遭拒”后涌入货币基金市场，市场回购利率挑战利率走廊下限使得逆回购屡创天量，最新一期回购规模仍位于 5000 亿美元以上。由于银行和货币基金两大流动性接口的承接力不足，部分资金可能向海外市场产生溢出。以新兴市场为例，除印度以外，越南、巴西、中国台湾等多个新兴市场经济体在 Q2 均出现疫情复发，但同

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

联系人：林成炜

执业证书编号：S1230120080050

邮箱：linchengwei@stocke.com.cn

### 相关报告

报告撰写人：李超

期上述国家或地区货币兑美元汇率均出现上行，且上行幅度大于美元指数的下行幅度。如巴西雷亚尔、印度卢比兑美元汇率分别上行 5.8% 和 1.7%，同期美元指数下行幅度约 0.6%。流动性过于泛滥导致 Q2 各种大类资产价格走势与基本面脱敏，流动性成为全面主导逻辑。美元、美债收益率双双下行；美股上行，标普创出历史新高。

**□ 四大原因重申美联储或在 Q3 对 Taper 进行指引，Q4 可能践行 Taper**

一是非农业就业预计在 7 月起明显提速修复。我们曾于《美国逆回购抽水，Taper 渐行渐近》中指出制约美国就业修复的核心因素是疫情和失业金救济。6 月以来美国每日新增确诊已下行至 1.5 万例附近；6 月中旬起超过 20 州将逐渐叫停额外的失业金发放。考虑非农的采集时间在每月 12 日当周，6 月数据可能仍受失业救济金和疫情的局部影响；7 月起两大制约因素消除后就业修复预计将明显提速，届时美联储进行 Taper 指引的制约将明显下降。

二是美国银行流动性容纳度不足。经估算，如果以 2016-2019 年的 SLR 水平作为银行杠杆率的运营基准估算，假设一级资本维持 Q1 末水平，美国 8 大系统性重要银行尚有 7000 亿美元的扩表空间。根据财政计划，TGA 账户 7 月 31 日前仍将放水 2200 亿美元；如果联储每月以 1200 亿美元继续扩表，银行的资产表可能在 Q4 被“塞满”。

三是受 SLR 监管约束银行扩表意愿下行，持续扩表会压缩银行的信贷意愿。在 SLR 监管框架下，准备金和信贷是等权重且互相替代的资产，但后者在货币乘数作用下会放大扩表效应。在银行扩表意愿弱的情况下，银行可能更倾向于以超额准备金作为资产配置选择，持续的 QE 会进一步挤压扩表空间及信贷意愿。

四是使得利率走廊下限承压。在流动性涌入货币市场后，市场回购利率被持续压制在零利率下限，联储逆回购利率的走廊下限也在海量流动性的冲击下承受较大压力。综上，我们预计美联储将在 Q3 对 Taper 进行指引，Q4 可能践行 Taper，8 月的全球央行年会是较有可能开展指引的时间点。根据上一轮 Taper 国债与 MBS 购买规模等比例收缩的经验，本轮 Taper 速度或为每月 150 亿美元，其中国债和 MBS 分别为 100 和 50 亿美元，耗时 8 月停止扩表。

**□ Q3 美国迎广义流动性拐点，美债收益率上行；美股上行后趋于震荡；美元反弹**

我们曾于半年度策略报告中指出，财政存款余额在 7 月 31 日降至 4500 亿美元后可能由降转升，财政端大概率在 8 月出现流动性拐点；叠加联储 8 月释放 Taper 预期，因此 Q3 将是美国广义流动性的拐点，驱动资产价格的主逻辑变化后：

美股短期仍有上行动力，下半年迎来广义流动性和财政的双重拐点后走势将由上行逐渐趋于震荡但无大幅下行风险（参考前期报告《信用收缩之后股债双牛》），道琼斯、标普将继续保持相较纳斯达克的相对优势；此外，近期逐渐升温的回购预期也将是短期美股重要的支撑力量。美债收益率短期内可能继续盘整，Q3 受流动性转向预期驱动将重回上行通道。美元阶段性上行可能持续，但反弹幅度或低于 93（上半年高点），此后将重回长期下行通道，年末美元指数可能位于 87-88。黄金方面，预计下半年金价先降后升，整体呈震荡走势，主要对应联储 Q3 给出缩量信号、Q4 启动 Taper 背景下实际利率先升后降；从长期来看，利率长期下行以及美元长期趋弱的走势仍将利好金价。

**风险提示：疫苗大规模应用未有效弥合供需缺口导致通胀超预期；疫苗进度不及预期导致宽松周期延长。**

证券研究报告

## 1. 重要图表

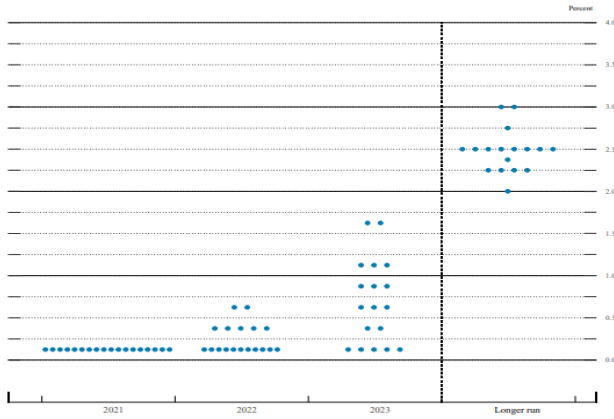
表 1：美联储 6、4 月议息会议声明对比

	6 月	4 月会议
利率区间	0-0.25%	0-0.25%
	继续以每月 800 亿美元国债和 400 亿美元继续以每月 800 亿美元国债和 400 亿美元资产购买规模 MBS 的速度扩表，直至就业目标和物价稳 MBS 的速度扩表，直至就业目标和物价稳定双重目标出现实质性改善。	定双重目标出现实质性改善。
金融环境	整体金融环境是合宜的	整体金融环境是合宜的
经济回顾	伴随疫苗的注射和强力的政策支持，经济伴随疫苗的注射和强力的政策支持，经济	

和就业指标已经抬头，部分受疫情冲击严重的部门仍然较为虚弱但已有所改善

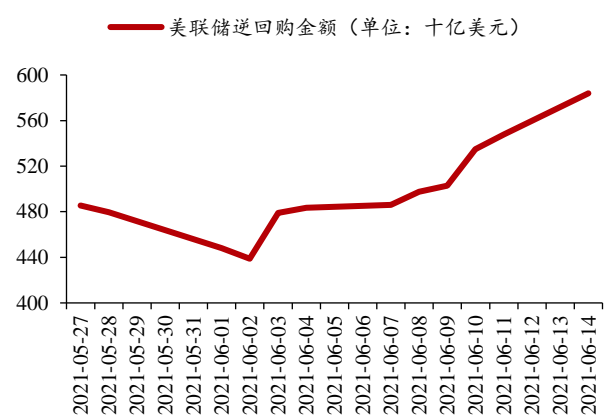
资料来源：美联储，浙商证券研究所

图 1：美联储 6 月利率点阵图



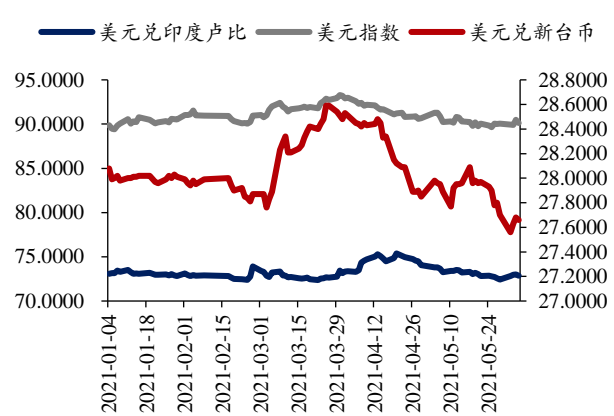
资料来源：美联储，浙商证券研究所

图 2：美联储逆回购金额（十亿美元）



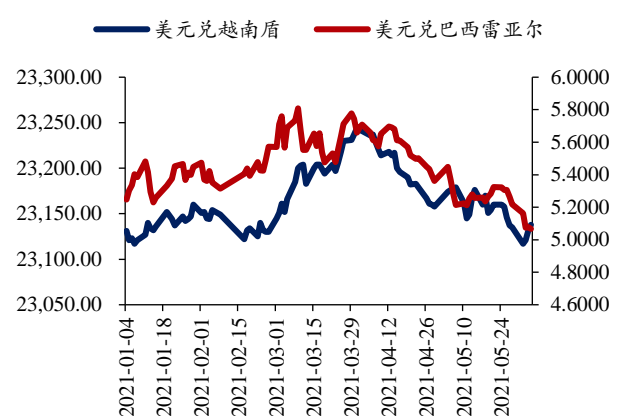
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 3：美元兑印度卢比和新台币汇率走势



资料来源：美联储，浙商证券研究所

图 4：美元兑越南盾和巴西雷亚尔汇率走势



资料来源：Wind，浙商证券研究所

表 2：美联储整体上调经济与通胀预期（%）

	批准规模	2021	2022	2023	长期
实际 GDP 增长	3 月预测	6.5	3.3	2.2	1.8
	6 月预测	7.0	3.3	2.4	1.8
失业率	3 月预测	4.5	3.9	3.5	4.0
	6 月预测	4.5	3.8	3.5	4.0
PCE	3 月预测	2.4	2.0	2.1	2.0
	6 月预测	3.4	2.1	2.2	2.0
核心 PCE	3 月预测	2.2	2.0	2.1	
	6 月预测	3.0	2.1	2.1	

资料来源：美联储，浙商证券研究所

**表 3：2016-2020 年间美国系统性重要银行的 SLR 水平**

	2016Q4	2017Q4	2018Q4	2019Q4	2020Q4
高盛	6.40%	5.80%	6.20%	6.20%	7.00%
道富银行	5.60%	6.40%	6.30%	6.10%	8.10%
摩根士丹利	6.20%	6.40%	6.50%	6.40%	7.40%
富国银行	7.50%	8.00%	7.70%	7.07%	8.05%
纽约梅隆银行	5.60%	5.90%	6.00%	6.10%	8.50%
美国银行	6.90%	6.90%	6.80%	6.40%	7.20%
花旗集团	7.22%	6.68%	6.41%	6.21%	7.00%
摩根大通	6.50%	6.50%	6.40%	6.30%	6.90%

资料来源：美联储，浙商证券研究所

**表 4：根据过去 4 年 SLR 水平测算的扩表空间（百万美元）**

	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q1 一级资本	过去 4 年平均 SLR	扩表空间
高盛	5.90%	6.60%	6.80%	7.00%	6.50%	94314	6.15%	82576.4
道富银行	6.10%	6.10%	6.60%	8.10%	5.40%	15419	6.10%	-32766.5
摩根士丹利	6.20%	7.30%	7.40%	7.40%	6.70%	84059	6.38%	63960.6
富国银行	6.84%	7.52%	7.75%	8.05%	7.91%	159675	7.57%	91362.6
纽约梅隆银行	5.60%	8.20%	8.50%	8.50%	8.20%	25534	5.90%	121389.4
美国银行	6.40%	7.10%	6.90%	7.20%	7.00%	201224	6.75%	106467.7
花旗集团	5.97%	6.66%	6.83%	7.00%	6.96%	170484	6.63%	121920.0
摩根大通	6.00%	6.80%	7.00%	6.90%	6.70%	237333	6.43%	151615.3
合并扩表空间测算								706525.4

资料来源：Bloomberg，浙商证券研究所

**表 5：美国超过 20 州已宣布将暂停失业金救济计划**

州	失效时间	州	失效时间	州	失效时间
阿拉巴马州	6 月 19 日	爱荷华州	6 月 12 日	南卡罗来纳州	6 月底
阿拉斯加	6 月 12 日	密西西比州	6 月 12 日	南达科他州	6 月 26 日
亚利桑那州	7 月 10 日	密苏里州	6 月 12 日	田纳西州	7 月 3 日
阿肯色州	6 月 26 日	蒙大拿州	6 月 27 日	得克萨斯州	6 月 26 日
佛罗里达州	6 月 26 日	新罕布什尔州	6 月 19 日	犹他州	6 月 26 日
乔治亚州	6 月 26 日	北达科他州	6 月 19 日	西维吉尼亚州	6 月 19 日
爱达荷州	6 月 19 日	俄亥俄州	6 月 26 日	怀俄明州	6 月 19 日
印第安纳州	7 月 19 日	俄克拉荷马州	6 月 26 日		

资料来源：Time，浙商证券研究所

**表 6：美国商务普查局对居民不想工作的原因调查**

不工作的原因	人数
目前不想工作	5,901,667
感染了新冠肺炎或在照顾感染了新冠肺炎的人	2,490,926
照顾不在学校或托儿所的孩子	6,752,417

照顾老人	2,063,688
担心感染或传播新冠肺炎	4,218,308
生病（与新冠肺炎无关）或身体残疾	6,833,307
已经退休	42,712,279
因为新冠疫情下岗或休假	7,915,851
工作所在公司因为新冠疫情暂时关闭	2,700,568
工作所在公司因为新冠疫情倒闭	2,108,522
上班交通不便	1,499,847
其他原因	17,128,135
没有回答	2,196,286
<b>总计</b>	<b>104,521,799</b>

资料来源：美国普查局，浙商证券研究所

**表 7：2013-2014 年美联储的 Taper 节奏**

	国债购买（亿美元）	MBS（亿美元）
2013.12	450	400
2014.1	400	350
2014.2	350	300
2014.4	300	250
2014.5	250	200
2014.7	200	150
2014.8	150	100
2014.10	100	50
2014.11	0	0

资料来源：美联储，浙商证券研究所

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\\_20166](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_20166)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn