

# Taper 进程正式开启

## 美联储6月FOMC会议点评

- 6月会议美联储鹰派态度超市场预期，加息时间表提前、taper 进程正式开启、以及联储对通胀持续性的犹豫和对未来经济前景的乐观等问题值得关注。6月SEP中美联储调高了GDP预期，上调了PCE价格预期，2021年实际GDP增速预测从6.5%提高至7.0%，PCE价格同比增速预测从2.4%提高至3.4%，核心PCE价格同比预测从2.2%提高至3.0%；新公布的利率点阵图显示委员中位数预期至2023年底将加息两次。
- 美联储将管理利率即隔夜逆回购利率与存款准备金利率分别提高5BP至0.05%和0.15%。美国金融系统正处于“流动性极度充裕且银行吸纳更多超储空间受限”的状态，美联储本次会议决定提高管理利率水平正是为了防止短端/隔夜利率持久地跌破0%，但即使联储提高了准备金利率恐怕也很难通过超储吸收流动性，因此重点在于隔夜逆回购利率作为当前利率走廊下界对SOFR等隔夜资金利率的“托底”作用。需要注意的是，近期美国中长期国债利率走软一部分原因正是过低资金利率导致的期限错配利差交易，而无论是准备金利率提高导致的银行进行有限空间的资产再平衡，还是隔夜逆回购利率提高导致的资金利率走高而引起的利差交易负债端成本增加，都会对中长期美债利率提供一定的上行动力，可以说中长期美债利率最为逆风的时候或者已经过去了。
- Taper 讨论已在联储内部发生，联储关键前瞻指引措辞有转变。在被问及taper以及如何放出taper信号的问题时，鲍威尔提到正式taper还需要更多经济数据支撑，完全取决于经济取得实质性进展的进程(process of making substantial further progress)，这个进程当前已经开始了(beginning now)，并将在接下来的几次会议重新评估该进程；在另一个类似的问题中，鲍威尔更是提到这个进程“我们正取得进展”(we are making progress)。假如说之前的会议鲍威尔都只是围绕“实质性进展”打太极，那么可以说本次会议美联储就taper开始“亮进度条”，taper进程来到了“谈论讨论缩减(talk about talking about taper)——提及taper——宣布taper时间表”三阶段的第一阶段。
- 风险提示：疫苗有效率和接种率不及预期，美国货币宽松超预期，美国经济复苏不及预期。

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略: 宏观经济

证券分析师: 朱启兵

(8610)66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300516090001

联系人: 谭浩弘

haohong.tan@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300120080062

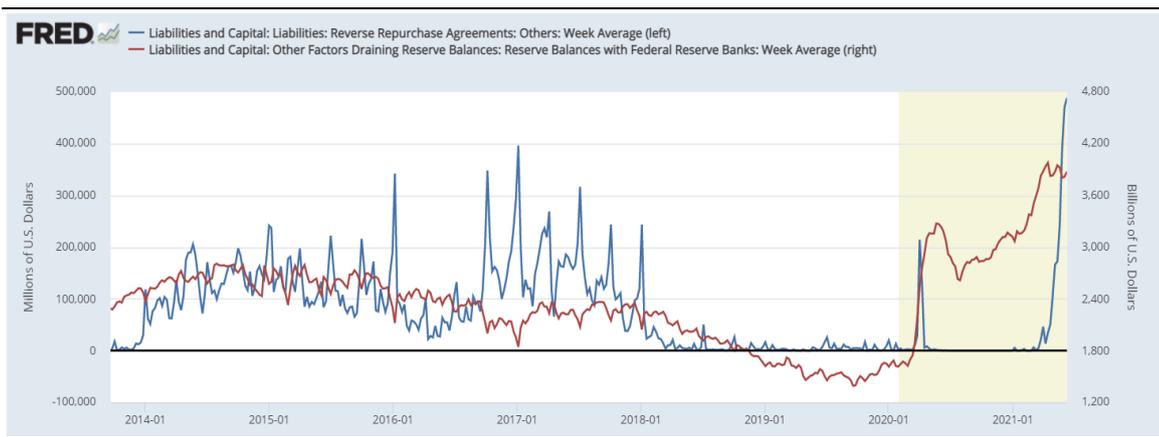
## 货币政策按兵不动，提高通胀容忍度

北京时间6月17日凌晨，美联储发布了2021年6月FOMC会议陈述。会议陈述重申了“直到经济达到委员会评估的最大就业水平且通胀达到2%并短期内收敛于稍高于2%水平之前，保持联邦基金利率0-0.25%不变”的前瞻指引并保持每月800亿美元的美国国债和400亿美元MBS购买速度不变。总的来说，本次会议美联储鹰派态度超市场预期，加息时间表提前、taper进程正式开启、以及联储对通胀持续性的犹豫和对未来经济前景的乐观都是值得关注的问题。

陈述中有一处修改，即将“新冠疫情正在全世界引起人类与经济的困境”改为“疫苗接种的推进减少了疫情在美国的传播”，这番改动肯定了近期美国疫情的控制成果，近一周美国日新增确诊数基本在2万例以下；且截至6月15日，美国每百人接种疫苗剂数达93剂。

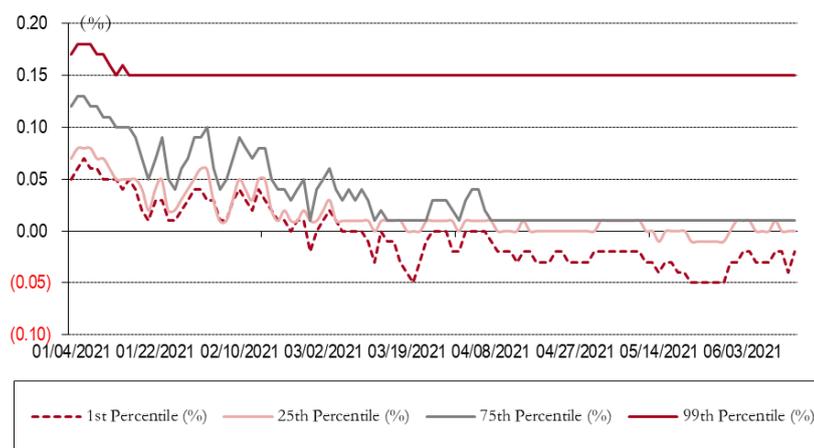
另一个值得关注的政策变动是美联储将管理利率即隔夜逆回购利率与存款准备金利率分别提高5BP至0.05%和0.15%。由于持续的资产购买+短债发行放缓+财政存款账户资金释放三大因素释放了巨额流动性，而银行面临SLR约束很难通过超储吸收更多流动性，因此大量资金涌入货币基金；同时因为美国短债发行量的减少，货币基金自身面临类似于“资产荒”的局面，因而我们可以看到近期隔夜逆回购用量（图1蓝线）达历史新高，而银行系统的准备金水平（图1红线）则呈现震荡态势；另外，作为短端类现金投资品种之一，美国隔夜回购利率在流动性海啸的冲击下已经接近0%的水平，甚至偶尔出现负值，1%分位的SOFR在今年3月份以来便进入了负值区间，75%分位的SOFR在4月份以来亦维持在0.01%水平。正如我们4月份报告《长期QE空间已然受限》所说的，美国金融系统正处于“流动性极度充裕且银行吸纳更多超储空间受限”的状态。美联储本次会议决定提高管理利率水平正是为了防止短端/隔夜利率持久地跌破0%，但就像我们提到的，美国银行系统超储空间受限，即使联储提高了准备金利率恐怕也很难通过超储吸收流动性，因此重点在于隔夜逆回购利率作为当前利率走廊下界对SOFR等隔夜资金利率的“托底”作用。需要注意的是，近期美国中长期国债利率（如十年美债利率）走软一部分原因正是过低资金利率导致的期限错配利差交易，而无论是准备金利率提高导致的银行进行有限空间的资产再平衡（提高持有的准备金比例，相应降低其他资产如国债的持有比例），还是隔夜逆回购利率提高导致的资金利率走高而引起的利差交易负债端成本增加，都会对中长期美债利率提供一定的上行动力，可以说中长期美债利率最为逆风的时候或者已经过去了。

图表1. 近期隔夜逆回购用量（蓝线）达历史新高，而准备金水平（红线）则呈现震荡态势



资料来源：美联储，中银证券

图表 2. 1%分位的 SOFR 在今年 3 月份以来便进入了负值区间



资料来源：美联储，中银证券

6月会议后美联储公布了最新的经济预测(SEP)，总的来说美联储调高了GDP预期，上调了PCE价格预期。6月美联储对2021-2023年实际GDP增速(括号为3月份预测值)预测分别是7.0%(6.5%), 3.3%(3.3%), 2.4%(2.2%), 长期预测为1.8%(1.8%); 6月美联储对2021-2023年失业率预测分别是4.5%(4.5%), 3.8%(3.9%), 3.5%(3.5%), 长期预测为4.0%(4.0%); 6月美联储对2021-2023年PCE价格同比增速预测为3.4%(2.4%), 2.1%(2.0%), 2.2%(2.1%), 长期预测为2.0%(2.0%); 6月美联储对2021-2023年核心PCE价格同比增速预测为3.0%(2.2%), 2.1%(2.0%), 2.1%(2.1%)。

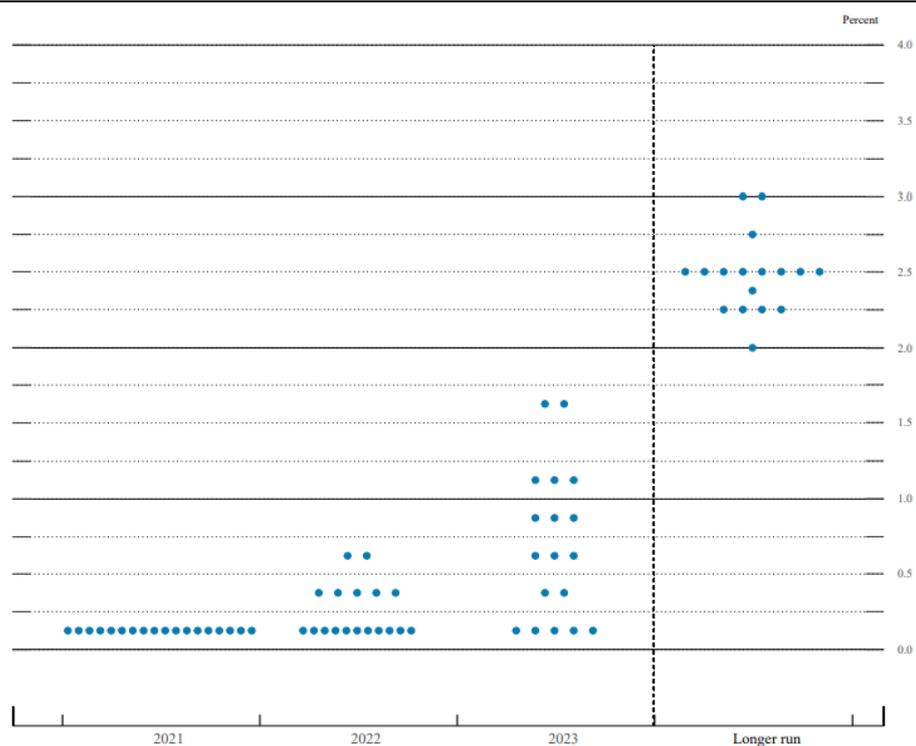
图表 3. 最新 SEP 调高了 GDP 预期，上调了 PCE 价格预期

Variable	Median <sup>1</sup>				Central Tendency <sup>2</sup>				Range <sup>3</sup>			
	2021	2022	2023	Longer run	2021	2022	2023	Longer run	2021	2022	2023	Longer run
Change in real GDP	7.0	3.3	2.4	1.8	6.8-7.3	2.8-3.8	2.0-2.5	1.8-2.0	6.3-7.8	2.6-4.2	1.7-2.7	1.6-2.2
March projection	6.5	3.3	2.2	1.8	5.8-6.6	3.0-3.8	2.0-2.5	1.8-2.0	5.0-7.3	2.5-4.4	1.7-2.6	1.6-2.2
Unemployment rate	4.5	3.8	3.5	4.0	4.4-4.8	3.5-4.0	3.2-3.8	3.8-4.3	4.2-5.0	3.2-4.2	3.0-3.9	3.5-4.5
March projection	4.5	3.9	3.5	4.0	4.2-4.7	3.6-4.0	3.2-3.8	3.8-4.3	4.0-5.5	3.2-4.2	3.0-4.0	3.5-4.5
PCE inflation	3.4	2.1	2.2	2.0	3.1-3.5	1.9-2.3	2.0-2.2	2.0	3.0-3.9	1.6-2.5	1.9-2.3	2.0
March projection	2.4	2.0	2.1	2.0	2.2-2.4	1.8-2.1	2.0-2.2	2.0	2.1-2.6	1.8-2.3	1.9-2.3	2.0
Core PCE inflation <sup>4</sup>	3.0	2.1	2.1		2.9-3.1	1.9-2.3	2.0-2.2		2.7-3.3	1.7-2.5	2.0-2.3	
March projection	2.2	2.0	2.1		2.0-2.3	1.9-2.1	2.0-2.2		1.9-2.5	1.8-2.3	1.9-2.3	
Memo: Projected appropriate policy path												
Federal funds rate	0.1	0.1	0.6	2.5	0.1	0.1-0.4	0.1-1.1	2.3-2.5	0.1	0.1-0.6	0.1-1.6	2.0-3.0
March projection	0.1	0.1	0.1	2.5	0.1	0.1-0.4	0.1-0.9	2.3-2.5	0.1	0.1-0.6	0.1-1.1	2.0-3.0

资料来源：美联储，中银证券

新公布的利率点阵图显示委员中位数预期至2023年底将加息两次。6月SEP显示2023年联邦基金利率的委员预测中位数为0.6%，即较当前加息两次；利率点阵图则显示截至2023年底13名委员表态至少加息一次，甚至有两名委员认为应加息6次；截至2022年底有7名委员表示支持至少进行一次加息，比3月增加了3位；对于长期利率的判断两次会议中委员们均没有改变，多数人认为合意利率水平为2.5%。尽管利率点阵图属于各货币委员的“个人预测”，且对中长期利率走势指示性较弱，但“加息时间表提前”仍表明联储内部对于通胀持续性和经济前景的分歧正在变大。

图表 4. 点阵图显示委员中位数预期至 2023 年底将加息两次



资料来源：美联储，中银证券

在会后的新闻发布会中，我们认为有四个问题值得注意。1. 美联储对劳动力市场状况相当乐观，在被问及就业数据的相关问题时，鲍威尔表示其观测的劳动力市场指标有且不仅限于失业率、工资增长和劳动参与率，且表示有信心在未来进入强劲的劳动力市场，劳动力市场供需不均衡的情况或许会在未来几个月出清，同时他也提到了退休人口增加对劳动参与率潜在的负面影响。2. 美联储对通胀的持续性开始变得犹豫，虽然鲍威尔坚持当前通胀数据的主要拉动项大部分是“复苏收益”分项，因此认为通胀是暂时的；但当提及二手车价格和供给瓶颈的持续性时，美联储罕见地表示不确定，通胀暂时性的表述仍“很可能”是对的；最后鲍威尔强调了假如通胀预期过高或长期达到目标，将毫不犹豫地采取行动（紧缩）。3. Taper 讨论已在联储内部发生，关键前瞻指引措辞有转变，在被问及 taper 以及如何放出 taper 信号的问题时，鲍威尔提到正式 taper 还需要更多经济数据支撑，完全取决于经济取得实质性进展的进程(process of making substantial further progress)，这个进程当前已经开始了(beginning now)，并将在接下来的几次会议重新评估该进程；在另一个类似的问题中，鲍威尔更是提到这个进程“我们正取得进展”(we are making progress)。假如说之前的会议鲍威尔都只是围绕“实质性进展”打太极，那么可以说本次会议美联储就 taper 开始“亮进度条”，taper 进程来到了“谈论讨论缩减(talk about talking about taper)——提及 taper——宣布 taper 时间表”三阶段的第一阶段。4. 美联储正讨论 SLR 相关问题。

风险提示：疫苗有效率和接种率不及预期，美国货币宽松超预期，美国经济复苏不及预期。

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

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\\_20217](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_20217)

