

Taper 的节奏比时间更重要

2021年6月FOMC会议点评

分析师：蔡梦苑

执业证书编号：S0890517120001

电话：021-20321004

邮箱：caimengyuan@cnhbstock.com

分析师：樊彬彬

执业证书编号：S0890520030001

电话：021-20321296

邮箱：fanbinbin@cnhbstock.com

销售服务电话：

021-20515355

相关研究报告

- 1 《宏观策略：政策边际放松空间逐步打开-2021年6月资产配置报告》 2021-06-03
- 2 《宏观策略：做好防御，挖掘结构性机会-宏观策略研究报告（20210519）》 2021-05-19
- 3 《宏观策略：供应链问题或成为美国就业改善的关键障碍-4月美国非农数据点评》 2021-05-14

□ 投资要点：

◆事件：21年6月美联储FOMC会议召开，发布经济预测数据报告SEP（经济预测概览），上调IOER（超额准备金利率）和ONRRP（隔夜逆回购利率）利率各5bp。

◆点评：我们认为不宜过分解读本次FOMC会议点阵图的“加息”信息，应客观理性看待当前经济恢复情况以及点阵图信息。

◆辩证来看，一方面，本次会议是重要的信号，标志着21年下半年，美联储将开始Taper，有序地缩减每月新增购买量；另一方面，目前还不是讨论疫情后首次加息确切时间点的时候，经济复苏的不确定性相比疫情前仍较大：如疫情对经济的影响，印度Delta变异毒株的不确定性仍在；拜登的“四万亿基建计划（AJP/AFP）”尚在艰难谈判中；此外，也需考虑2022年2月美联储现任主席鲍威尔任期届满时，新任主席对货币政策实施路径的态度观点如何等。正因如此，21年下半年，金融市场对美联储加息的预期可能会较为混乱，当某次数据或者事件使得金融市场对加息路径预期发生较大变化引发市场波动时，或许此时会有比较好的预期差投资机会。

◆风险提示：变异病毒全球蔓延再次严重；美国经济陷入滞涨；美联储加息预期陡升。

事件：21年6月美联储FOMC会议召开，发布经济预测数据报告SEP（经济预测概览），上调IOER（超额准备金利率）和ONRRP（隔夜逆回购利率）利率各5bp。

点评：我们认为不宜过分解读本次FOMC会议点阵图的“加息”信息，应客观理性看待当前经济恢复情况以及点阵图信息。辩证来看，一方面，本次会议是重要的信号，标志着21年下半年，美联储将开始Taper，并有序地缩减每月新增购买量；另一方面，目前还不是讨论疫情后首次加息确切时间点的时候，经济复苏的不确定性相比疫情前仍较大：如疫情对经济的影响，印度Delta变异毒株的不确定性仍在；拜登的“四万亿基建计划(AJP/AFP)”尚在艰难谈判中；此外，也需考虑2022年2月美联储现任主席鲍威尔任期届满时，新任主席对货币政策实施路径的态度观点如何等。正因如此，21年下半年，金融市场对美联储加息的预期可能会较为混乱，当某次数据或者事件使得金融市场对加息路径预期发生较大变化引发市场波动时，或许此时会有比较好的预期差投资机会。

1. 首先谈下我们认为美联储Taper和加息的标准

关于Taper，在新的AIT框架下，Taper的前提是美联储认为美国经济的恢复状态基本达到substantial further progress。这里有两点解读：

1) Taper的时间点并不一定是经济达到充分就业状态后；

2) 如何判断美国经济是否基本实现“substantial further progress”？实际上美联储对此有自由裁量权，即FOMC基于对经济恢复的认知然后自由决策。

我们认为“substantial further progress”的关键点在于就业的恢复是否具备良好基础（向低失业率、高就业参与率的方向）。本次发布会，FOMC并没有开始谈论经济恢复情况是否满足“substantial further progress”，根据发布会内容，鲍威尔表示：下一次FOMC会议，委员们将会评价经济的恢复情况是否达到“substantial further progress”。

关于加息，美联储一般会在经济过热的情况下采取加息措施，即加息的标准一般是在美国经济达到充分就业状态之后，且长期通胀趋势超过平均2%的目标。第二种加息时间点是美国经济陷入滞涨状态时，目前该种情景出现概率较小。

2. 我们对Taper和加息的看法

Taper的关键在于就业的恢复情况及恢复趋势。从非农数据来看，就业恢复仍存在结构性问题，即相对低端的服务业（受疫情影响严重）就业恢复势头较好，但距离疫情前就业水平仍有不小的差距。而部分制造业开始出现就业放缓迹象，我们认为这与供应链瓶颈有关。具体内容可详见报告《供应链问题或成为美国就业改善的关键障碍》。关于供应链瓶颈问题，目前美联储认为供应链瓶颈的影响比之前预期的严重，而且拜登政府已经意识到且开始着手处理。因此，关于Taper时间点，如若相关供应问题能够较快解决，后续就业数据恢复较好的情况下，Q3是Taper比较好的时间点。此外，如果通胀继续超预期上升，形成较强的即期通胀预期，并影响到长期通胀预期的话，美联储基于捍卫新货币政策框架目标的诉求，有可能会选择更早地进行Taper。

Taper的节奏相对Taper的时间点更重要。这是因为市场已经就Taper计入了较多的预期，而且美联储也在半遮半掩的就Taper时间点进行前瞻指引。后续Taper的节奏则对市场的影响更重要。回顾2013年Taper历史：2013年5月，伯南克在听证会上首次提及可能在未来缩减QE3购买；2013年12月FOMC会议，美联储宣布开始缩减QE，从2014年1月开始，每个月缩减50亿美元的国债购买量，缩减50亿MBS的购买量；2014年10月29日，FOMC会议宣布QE3正式结束。如果按照13年的缩减速度来看，目前美联储每月购买800亿国债和400亿MBS，预计在2022年Q4左右结束QE购买。但是，一旦美联储Taper节奏较快，则

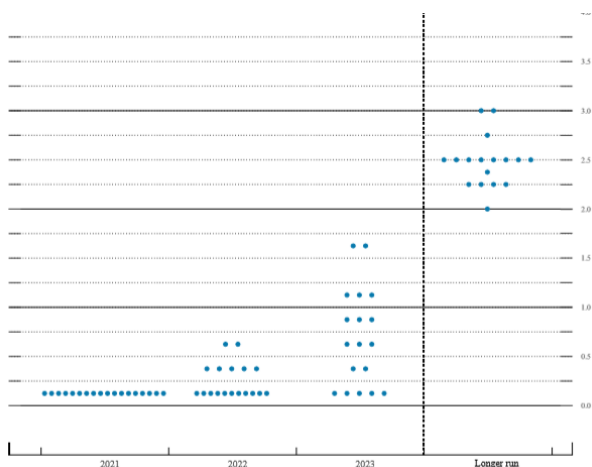
会构成显著的市场预期差。

关于加息，一方面美联储上调 IOER 和 ONRRP 各 5bp，另一方面 SEP 点阵图显示联储官员对 2023 年加息态度偏鹰（有 7 位委员认为 2022 年加息，有 13 位认为 2023 年加息，其中部分联储官员认为 2023 年联邦基金利率应提高到 1.5%-2% 区间）。

上调 IOER 和 ONRRP 属于技术性调整，并非加息，这是在近期 ONRRP 用量较多情况下，联储为防止 EFFR(有效联邦基金利率)运行到下沿甚至跌破形成负利率所采取的技术性手段。

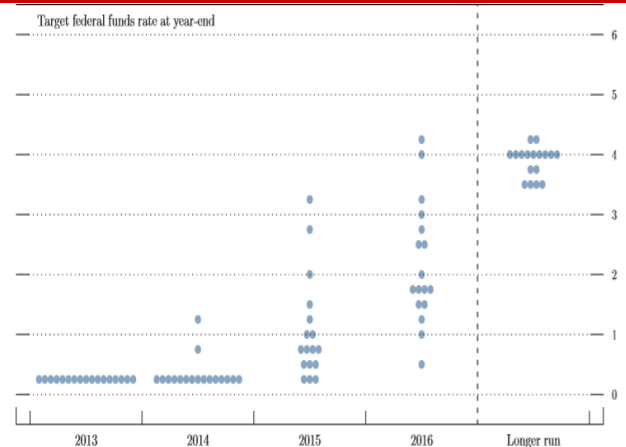
点阵图显示：联储官员对 2023 年基准利率合适水平的评估观点较为分散。这与本次 SEP 里大幅提高 2021 年通胀预测以及提高经济增长有关。我们认为不应过分解读 FOMC 成员的点阵图预测结果，应客观理性看待当前经济恢复情况以及点阵图信息。原因一是鲍威尔在发布会上表示“现在不是谈论加息的时候，希望将更多目光关注在经济增长方面，而经济增长仍有较多的不确定性”；原因二是根据之前点阵图跟踪情况来看，FOMC 成员的点阵图一致性较差。如下图 2013 年 12 月的点阵图，联储官员对 2015 和 2016 年加息预计相当乐观，部分官员预计 2016 年加息至 4%-4.25% 左右。实际上，美联储在 2014 年 10 月宣布 QE3 结束后，第一次加息是在 2015 年 12 月，第二次加息是在 2016 年 12 月，直至 2017 年加息节奏才开始提速。

图 1：2021 年 6 月 FOMC 成员对未来基准利率合适水平的评估



资料来源：美联储，华宝证券研究创新部

图 2：2013 年 12 月 FOMC 成员对未来基准利率合适水平的评估



资料来源：美联储，华宝证券研究创新部

目前美联储认为近期高企的通胀属于暂时性现象。虽然通胀高企时间可能会至今年年底(耶伦也曾在公开场合表示：3%左右的通胀率或持续到年底)，但美联储依然将其定义为暂时性通胀，原因有三：

- 1) 2020 年疫情下造成的低基数扰动。
- 2) 特殊时期（疫情影响、贸易争端、原材料涨价等）下，供应链瓶颈对供给端扰动大于美联储之前的预期。
- 3) 目前尚未看到由总需求过热引发的可持续性的通胀压力问题。

所以，我们认为不宜过分解读本次 FOMC 会议点阵图的“加息”信息，应客观理性看待当前经济恢复情况以及点阵图信息。辩证来看，一方面，本次会议是重要的信号，21 年下半年，美联储将开始 Taper，并有序地缩减每月新增购买量；另一方面，目前还不是讨论疫情后首次加息确切时间点的时候，经济复苏的不确定性相比疫情前仍较大。如疫情对经济的影响，印度 Delta 变异毒株的不确定性仍在；拜登的“四万亿基建计划 (AJP/AFP)”尚在艰难谈判中；此外，也需考虑美联储现任主席鲍威尔任期将于 2022 年 2 月届满，新任美联储主席对货币政策

实施路径的态度观点如何等。正因为此，21年下半年，金融市场对美联储加息的预期可能会较为混乱，当某次数据或者事件使得金融市场对加息路径预期发生较大变化引发市场波动时，或许此时会有比较好的预期差投资机会。

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_20259

