

就业修复仍是触发 taper 核心条件

6 月美联储利率会议点评

研究结论

事件：北京时间 6 月 17 日凌晨，美联储发布 6 月利率会议决议和最新的季度经济展望。在通胀高企，而利率却在近期调整回落的环境下，此次会议被市场视作塑造下半年政策转向时点、节奏预期的关键。

- **通胀压力面前，美联储对经济复苏和通胀的预期进一步抬升。**在最新的季度经济预测当中，联储调高了增长、通胀数据年内和未来几年的预期。6 月份公布的经济预测与 3 月份相比，对 2021 年实际 GDP 增速预期由 6.5% 提升至 7.0%；2021 年 PCE 通胀预期由 2.4% 大幅上调至 3.4%，核心 PCE 通胀预期由 2.2% 大幅升至 3.0%。美联储本次会议息会议删除疫情对经济负面影响的表述，新增“疫苗接种方面的进展减少了 COVID-19 在美国的传播”，“疫苗接种推进可能继续减少公共卫生危机对经济的影响”，强调疫苗推进对于疫情防控和复苏的正面作用，认为就业市场在夏、秋将会迎来更加快速修复。
- **短期利率技术性上调并不等同于“加息”。**此次会议上，美联储决定将超额准备金利率（IOER）由 0.1% 上调至 0.15%，隔夜逆回购利率（ONRRP）由 0% 上调至 0.05%，两者上调 5bps。此举主要是为了应对近期 TGA 资金释放导致的短端流动性过剩，缓解短期利率承受下降至为负的压力，因此进行技术性调节，不等同于市场所担忧的“加息”，即政策基准利率的调整。今年 2 月份，财政部宣布削减其在美联储一般账户余额（TGA），大量短期流动性被释放，金融体系流动性过剩，短端利率承压，面临跌破政策目标区间下限的压力。在此背景下，美国隔夜逆回购用量屡创新高，作为货币市场基金回笼流动性的工具。此次对短端利率的技术性调整可以回笼过多的剩余流动性，应对货币市场利率向下突破 0 的问题。
- **偏鹰政策预期，主要来自于利率点阵图变化。**利率点阵图的显著变化，是此次利率会议释放的最为显著的“偏鹰”信号，也可能是联储在近期超预期通胀和更乐观经济预期面前做出的唯一“实质性”反应。从 6 月份公布的点阵图来看，预计 2023 年加息至少一次的委员人数增加至 13 人（共 18 人），其中 11 人预计加息一次以上。较上一次的利率点阵图，委员们对加息节奏的预期进一步提速。
- **会议决议整体符合预期，市场经过调整后反应较为平淡。**会议结果没有给出明确的 taper 预期指引，同时对通胀和经济修复也出现更加严肃地审视，这在整体上比较符合市场先前预期。从标普 500 盘中走势看，决议公布后股指瞬时跳水后反弹，黄金在美联储决议公布后跳水，债券受加息和 Taper 信号渐明影响，美债收益率走高。
- **触发 taper 的关键条件仍未实现，预计时点仍在年底。**根据 2013 和此前历次经济复苏初期经验，就业市场的危机冲击缺口修复，或对应着美联储表述经济“实质性修复”在总量上的标准。Q3 确立预期，Q4 操刀 taper，仍是当前美国就业市场修复路径下可能性较大的一种时点演绎。

风险提示

- 新型变异病毒的传播使得疫情变动超预期，影响经济复苏和货币政策制定；
- 通胀水平超预期。



东方证券
ORIENT SECURITIES

报告发布日期

2021 年 06 月 22 日

证券分析师

王仲尧

021-63325888*3267

wangzhongyao1@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860518050001

香港证监会牌照：BQJ932

证券分析师

孙金霞

021-63325888*7590

sunjinxia@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860515070001

证券分析师

陈至奕

021-63325888*6044

chenzhiyi@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860519090001

联系人

陈玮

chenwei3@orientsec.com.cn

相关报告

拜登执政团队关键人物研究（一）：——谁	2021-01-03
是布林肯？	
美国内政推进复盘（二）：——克林顿时代的内政政策	2021-01-03
美国内政推进复盘（一）：——奥巴马时代的内政政策	2021-01-03

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

北京时间 6 月 17 日凌晨，美联储发布 6 月利率会议决议和最新的季度经济展望。在通胀高企，而利率却在近期调整回落的环境下，此次会议被市场视作塑造下半年政策转向时点、节奏预期的关键。

通胀压力面前，美联储对经济复苏和通胀的预期进一步抬升

在最新的季度经济预测当中，联储调高了增长、通胀数据年内和未来几年的预期。

6 月份公布的经济预测与 3 月份相比，对 2021 年实际 GDP 增速预期由 6.5% 提升至 7.0%，2022 年预测维持不变，2023 年预期由 2.2% 提升至 2.4%。2021 年 PCE 通胀预期由 2.4% 大幅上调至 3.4%，核心 PCE 通胀预期由 2.2% 大幅升至 3.0%，未来两年通胀预期小幅上调 0.1%。2022 年失业率预期由 3.9% 小幅下调至 3.8%，2021 和 2023 年预期不变。

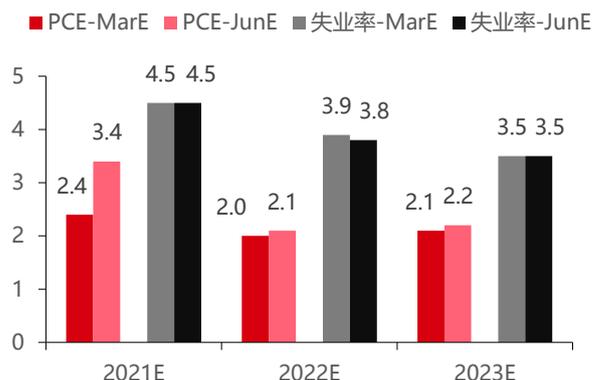
美联储本次议息会议删除疫情对经济负面影响的表述，新增“疫苗接种方面的进展减少了 COVID-19 在美国的传播”，“疫苗接种推进可能继续减少公共卫生危机对经济的影响”，强调疫苗接种铺开遏制疫情扩散。强调疫苗推进对于疫情防控和经济复苏的正面作用，认为就业市场在夏、秋将会迎来更加快速修复。

图 1：6 月会议上调经济复苏预期



数据来源：Wind，美联储，东方证券研究所

图 2：6 月份与 3 月份经济预期变化



数据来源：美联储，东方证券研究所

短期利率技术性上调并不等同于“加息”

此次会议上，美联储决定将超额存款准备金利率（IOER）由 0.1% 上调至 0.15%，隔夜逆回购利率（ONRRP）由 0% 上调至 0.05%，两者上调 5bps。此举主要是为了应对近期 TGA 资金释放导致的短端流动性过剩，缓解短期利率承受下降至为负的压力，因此进行技术性调节，不等同于市场所担忧的“加息”，即政策基准利率的调整。

今年 2 月份，财政部宣布削减其在美联储一般账户余额（TGA），计划 3 月底削减至 8000 亿美元，6 月底削减至 5000 亿美元。根据 6 月底的目标，目前 TGA 账户仍有 1700 亿美元的削减空间。大量短期流动性被释放，金融体系流动性过剩，短端利率承压，面临跌破政策目标区间下限的压力。

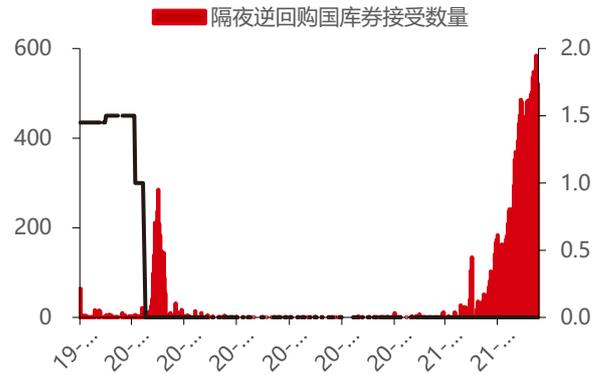
在此背景下，美国隔夜逆回购用量屡创新高，作为货币市场基金回笼流动性的工具。此次对短端利率的技术性调整可以回笼过多的剩余流动性，应对货币市场利率向下突破 0 的问题。

图 3: TGA 余额不断下降 (万亿美元)



数据来源: Wind, 东方证券研究所

图 4: 隔夜逆回购创新高, 利率向负



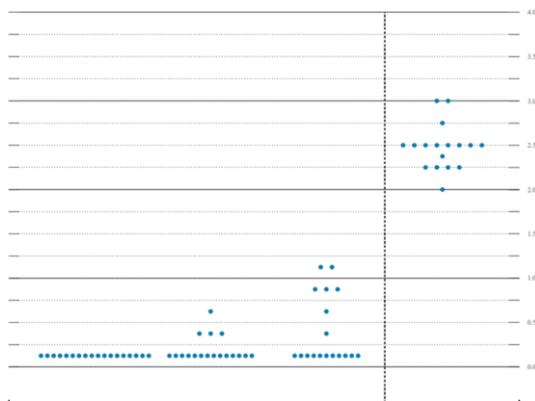
数据来源: Wind, 东方证券研究所

偏鹰政策预期，主要来自于利率点阵图变化

利率点阵图的显著变化，是此次利率会议释放的最为显著的“偏鹰”信号，也可能是联储在近期超预期通胀和更乐观经济预期面前做出的唯一“实质性”反应。

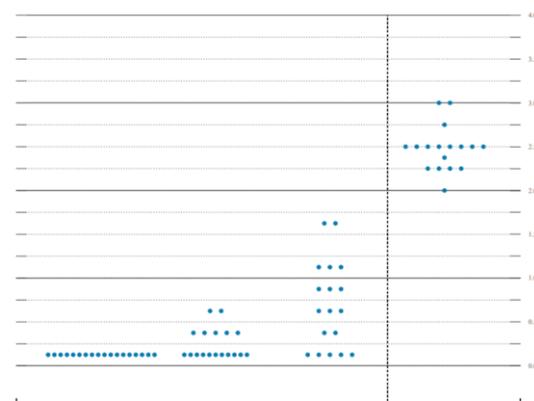
从 6 月份公布的点阵图来看，预计 2023 年加息至少一次的委员人数增加至 13 人（共 18 人），其中 11 人预计加息一次以上。较上一次的利率点阵图，委员们对加息节奏的预期进一步提速。

图 5: 美联储 2021 年 3 月份议息会议点阵图



数据来源: 美联储, 东方证券研究所

图 6: 美联储 2021 年 6 月份议息会议点阵图



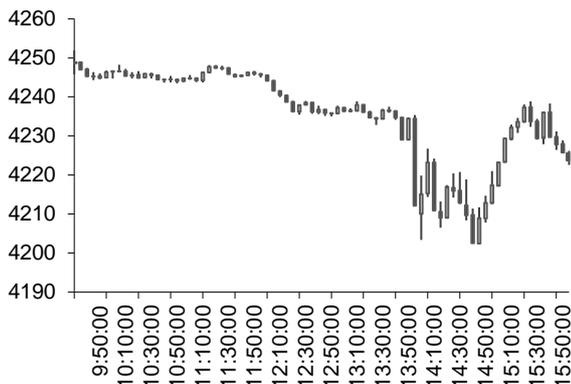
数据来源: 美联储, 东方证券研究所

会议决议整体符合预期，市场经过调整后反应较为平淡

会议结果没有给出明确的 taper 预期指引，同时对通胀和经济修复也出现更加严肃地审视，这在整体上比较符合市场先前预期。从标普 500 盘中走势看，决议公布后股指瞬时跳水后反弹，市场经过调整后较为平静地接受了 6 月会议提供的信息和指引。

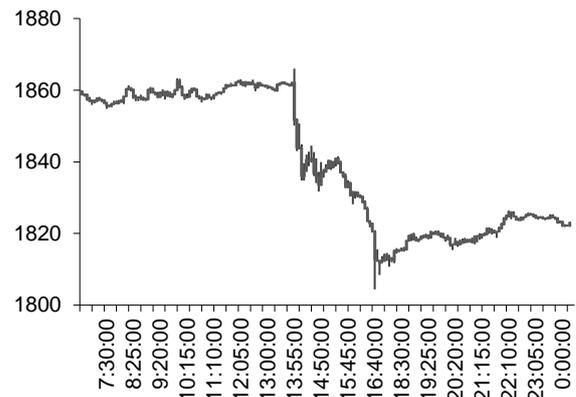
同时，黄金在美联储决议公布后跳水，自 1860 美元关口附近跌至 1803 美元，较日高回落近 60 美元，盘中跳水近 3%。截至收盘，黄金收跌 2.58%。债券受加息和 Taper 信号渐明影响，美债收益率走高。美国 10Y 国债收益率在决议公布后飙升 10bps，盘后略有收窄。

图 7：标普 500 在跳水后反弹



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 8：COMEX 黄金在决议公布后跳水，盘后跌幅近 2%



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 9：美国 10Y 期国债收益率盘中走势



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

触发 taper 的关键条件仍未实现，预计时点仍在年底

根据 2013 和此前历次经济复苏初期经验，就业市场的危机冲击缺口修复，或对应着美联储表述经济“实质性修复”在总量上的标准。

2013 年美联储操刀 taper 时，非农就业规模修复到了金融危机前 60% 以上的水平。截至当前，与疫情前的 2020 年 2 月相比，美国非农就业尚未回补的缺口约在 450 万左右，我们认为，6-7 月份伴随失业补贴退坡，美国就业市场修复速度将会加快，回补这一缺口可能需要 6-7 个月左右时间，对应时点为 2021 年底。

Q3 确立预期，Q4 操刀 taper，仍是当前美国就业市场修复路径下可能性较大的一种时点演绎。

风险提示

- 1) 新型变异病毒的传播使得疫情变动超预期，影响经济复苏和货币政策制定；
- 2) 通胀水平超预期。

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_20275

