

## Taper 恐慌是否会重现？

分析师：陈兴

执业证书编号：S0740521020001

邮箱：chenxing@r.qizq.com.cn

### 相关报告

1 宏观专题 20210322: 政府杠杆率  
从何处降？

2 宏观专题 20210329: 补库存要靠  
哪些行业？

3 宏观专题 20210405: 修路能否致  
富？——拜登计划的现实与影响

4 宏观专题 20210419: 比特币带来  
“安全感”？——比特币资产系列  
研究之一

5 宏观专题 20210426: 全球疫情反  
弹，经济迎来拐点？

6 宏观专题 20210509: 假期服务恢  
复，因何被低估？

7 宏观专题 20210524: “未富先老”  
还是“未富先降”？——从经济发  
展视角看我国人口变化

8 宏观专题 20210531: 成本压力来  
袭，哪些行业堪忧？

9 宏观专题 20210620: 消费下半场，  
中国将接棒？

### 投资要点

- **专题：Taper 恐慌是否会重现？**
- **上一轮美联储 Taper 大体可以划分为讨论评估、释放信号和宣布并正式实施三个阶段。**讨论评估时期美国经济逐渐回暖，但释放信号时市场普遍对缩债未有预期，于是市场风险偏好迅速回落，引起剧烈动荡。宣布并正式实施后美国经济逐渐走强。
- **缩减恐慌主要发生在美联储发出缩减信号的近 1 个月内，债市、股市、汇市和商品市场均有波及。**在缩减信号发出后的一个月左右，美国长期国债收益率就上升了 50 多个 bp，并在随后继续攀升，美元指数也在缩减购债信号释放后短期明显反弹。发达经济体股市先跌后涨，而新兴市场在释放缩减购债信号后遭遇股汇双杀。贵金属也有明显走弱。
- **本轮与上轮 Taper 在经济环境、流动性情况和市场预期等方面存在较大区别。**目前美国经济对比上一轮 QE 缩减时增长率较低，通胀水平较高，失业率虽稍好，但劳动参与率偏低。本次美联储扩表速度和货币供应增速远高于上次，近期美联储隔夜逆回购规模连破纪录，表明市场流动性已经非常充裕。由于 Taper 在历史上已经有过先例，市场对于政策转向也具备一定的预期，加之美联储对待缩减购债的态度较为谨慎，不断发声和市场沟通以引导预期，因而，本轮 Taper 对于市场的冲击很可能将小于上一轮。但疫情后的放水刺激大幅推升了部分资产价格，一旦美联储货币政策发生转向，由此带来的调整风险仍需警惕。
- **一周扫描：**
- **疫情：Delta 病毒威胁来袭，欧美疫苗接种放缓。**受 Delta 变种病毒影响，上周全球新增确诊病例一改下降态势，与前一周基本持平，但新增死亡病例有明显下降。全球每日新增病例数最多的三个国家分别为巴西（11.5 万）、印度（5.16 万）、哥伦比亚（2.99 万），除印度外，巴西、哥伦比亚新冠疫情均出现增长迹象。
- **海外：美联储关注通胀上行，英央行按兵不动。**美联储经济预期仍较乐观，但通胀上行风险已引起部分成员关注，同时以卡普兰为代表的鹰派则主张收紧货币政策。对于经济恢复预期，欧日央行也均较乐观，但预计通胀上行压力偏弱，上周英国央行会议表示货币政策将按兵不动。
- **物价：食品价格下跌，国际油价回升。**本周商务部食用农产品价格、农业部农产品批发价格均值环比分别下跌 1.8%、0.7%。国际油价、煤价继续走高，而钢价自高位回落。
- **流动性：资金利率上行，美元指数走高。**本周 DR001 周度均值环比上行 1.9bp，DR007 周度均值环比上行 7.5bp。R001 周度均值环比上行 4.5bp，R007 周度均值上行 29.3bp。本周央行公开市场净投放 450 亿元。本周美元指数有所上行，均值回升至 91.8。
- **大类资产表现：国内权益市场反弹，债市收益率下行。**本周全球权益市场表现较好，而国内权益市场也有所反弹，中小板指、创业板指分别上涨 4.3%和 3.4%。本周债券收益率及 10Y-1Y 期限利差均有下行，其中 10 年期国债收益率下行 4.0bp，10 年期国开债收益率下行 2.3bp。
- **风险提示：政策变动，经济恢复不及预期。**

## 内容目录

1. 专题思考：Taper 恐慌是否会重现？ .....	- 4 -
2. 疫情：Delta 病毒威胁来袭，欧美疫苗接种放缓 .....	- 7 -
3. 海外：美联储关注通胀上行，英央行按兵不动 .....	- 8 -
4. 物价：食品价格下跌，国际油价回升 .....	- 9 -
5. 流动性：资金利率上行，美元指数走高 .....	- 11 -
6. 大类资产表现：国内权益市场反弹，债市收益率下行 .....	- 12 -

## 图表目录

图表 1: 美国失业率与核心 CPI (%)	- 4 -
图表 2: 美国 GDP 同比增速 (%)	- 5 -
图表 3: 美元指数与美国十年期国债收益率 (%)	- 5 -
图表 4: 新兴市场货币指数与股市指数	- 6 -
图表 5: 全球每日新增病例数量 (七日移动平均, 万例)	- 7 -
图表 6: 各国每日疫苗接种量 (七日移动平均, 万剂)	- 7 -
图表 7: 各经济体疫苗覆盖率 (%)	- 8 -
图表 8: 当周初次申领救济金及持续申领救济金人数 (万人)	- 9 -
图表 9: 农产品批发价格 200 指数	- 9 -
图表 10: 食用农产品价格指数	- 9 -
图表 11: 牛羊肉、蔬菜、水果和鸡蛋价格 (元/公斤)	- 10 -
图表 12: 布伦特和 WTI 原油价格 (美元/桶)	- 10 -
图表 13: 螺纹钢价格 (元/吨)	- 11 -
图表 14: 动力煤及焦煤价格 (元/吨)	- 11 -
图表 15: R001 和 DR001 利率 (%)	- 11 -
图表 16: R007 和 DR007 利率 (%)	- 11 -
图表 17: 央行公开市场操作 (亿元)	- 12 -
图表 18: CNH、CNY 即期和 NDF 远期汇率	- 12 -
图表 19: 美元指数	- 12 -
图表 20: 大类资产表现 (%)	- 13 -
图表 21: 申万行业表现 (%)	- 13 -
图表 22: 10Y 国债和国开债收益率 (%)	- 14 -
图表 23: 10Y-1Y 国债和国开债期限利差 (%)	- 14 -

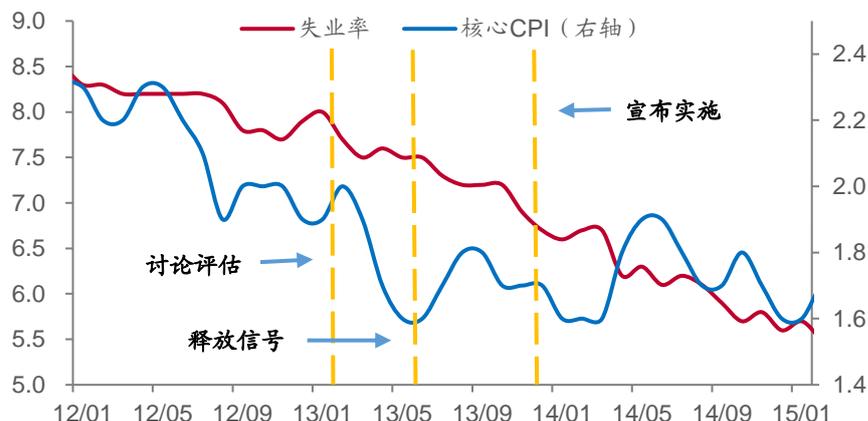
## 1. 专题思考：Taper 恐慌是否会重现？

近期美联储议息会议显示加息预期有所提前，这意味着缩减购债的步伐很可能同步加快。那么，缩减购债对于各类资产表现的影响如何？“缩减恐慌”是否会再次重演？以上一轮 Taper 时期为鉴，本报告对此进行展开分析。

上一轮美联储 Taper 大体可以划分为讨论评估、释放信号和宣布并正式实施三个阶段。

美国经济逐渐回暖。讨论评估时期大体从 2013 年 2 月 15 日美联储议息会议首次提及 QE 缩量到 2013 年 5 月伯南克发言结束。由于 QE2 结束后，美国经济增长乏力，GDP 增速低于 2%，失业率长期高于 8%，美联储为刺激经济于 2012 年 9 月启动 QE3。到 2013 年 2 月，失业率降至 8% 以下，核心 CPI 录得 1.9%。至伯南克发言前夕，失业率基本稳定。

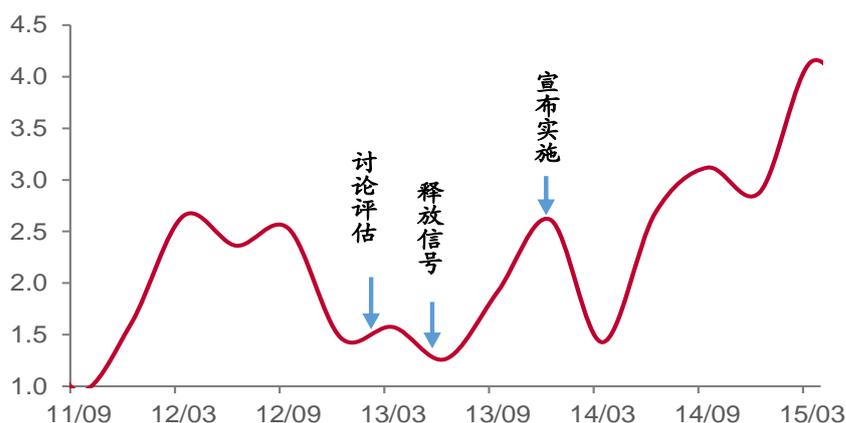
图表 1：美国失业率与核心 CPI (%)



来源：Wind，中泰证券研究所

市场预期不足，恐慌情绪爆发。释放信号时期大体从 2013 年 5 月伯南克发言开始至 2013 年 12 月美联储正式宣布实施为止。2013 年 5 月下旬伯南克在国会发言提出考虑缩减购债规模，6 月联储议息会议伯南克再次提及并暗示将在晚些时候可能削减购债规模。由于伯南克发出 Taper 信号时，市场普遍对缩债未有预期，于是市场风险偏好迅速回落，引起剧烈动荡。缩减恐慌持续了大约近一个月时间，随后市场逐渐平稳，但发达国家与新兴市场分化严重。

**图表 2: 美国 GDP 同比增速 (%)**



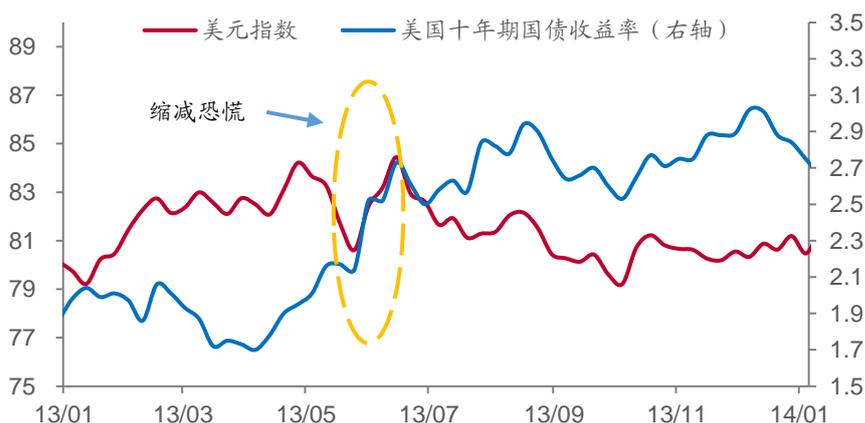
来源: Wind, 中泰证券研究所,

**宣布并正式实施后, 美国经济增长逐渐走强。**美联储在 2013 年 12 月正式宣布逐步减少购买资产的规模, 并于 2014 年 10 月底正式宣布结束资产购买计划。至购债结束时, 美国 GDP 增速超过 3%, 失业率降至 5.7%, 通胀指标均稳定在 2% 目标以下, 经济表现较为亮眼。

上一轮“缩减恐慌”主要发生在美联储发出缩减信号的近 1 个月内, 债市、股市、汇市和商品市场均有波及。

**美债收益率和美元指数快速回升。**在缩减信号发出后的一个月左右, 美国长期国债收益率就上升了 50 多个 bp, 并在随后继续攀升, 于年底升至 3% 附近。而等真正的缩减政策开始执行时, 美债收益率已经见顶。美元指数也在缩减购债信号释放后短期明显反弹, 而后震荡下行。

**图表 3: 美元指数与美国十年期国债收益率 (%)**



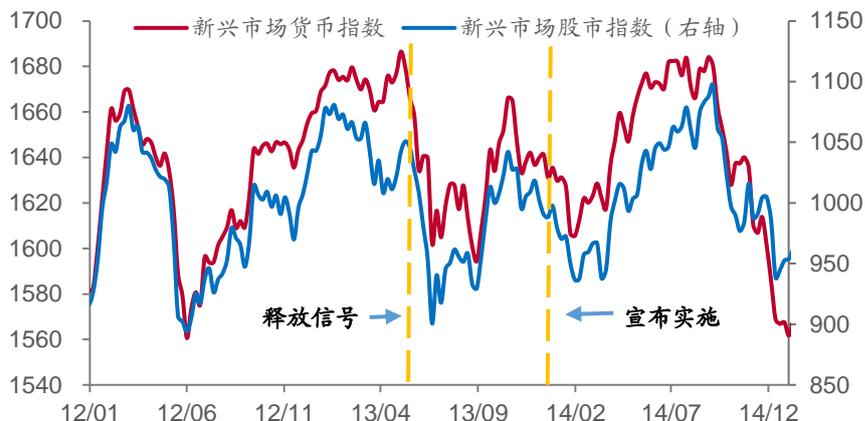
来源: Wind, 中泰证券研究所

**发达国家股市先跌后涨, 新兴市场遭遇股汇双杀。**释放 Taper 信号后一个月内美国三大股指累计下挫 3%-4%, 英德法日等主要发达国家股市降幅也在 8% 以上, 但在随后半年内快速恢复至前期水平。而新兴市场经济体股市与汇率跌幅较深, 至 2013 年底, 多数新兴市场国家股市仍未恢复。

**贵金属明显走弱。**黄金、白银等贵金属价格在释放缩减购债信号后明显走弱, 跌幅持续加深, 铁矿石和铜价在释放缩窄信号初期也随之震荡下行,

然而原油价格有所回升。

**图表 4: 新兴市场货币指数与股市指数**



来源: Bloomberg, 中泰证券研究所

6月议息会议后的新闻发布会上, 美联储主席鲍威尔表示, 随着经济从新冠肺炎疫情的影响中逐渐复苏且通胀升温, 美联储官员讨论了最终缩减购债计划的问题, 但条件还并不成熟。近期美联储官员密集发声, 我们预计, 下半年大概率会释放缩减购债的信号。

但本轮与上轮 Taper 在经济环境、流动性情况和市场预期等方面存在较大区别。

**增长仍低, 通胀高企, 就业意愿有待提升。**2013年5月“缩减信号”前, 美国失业率为7.6%, 劳动参与率为63.4%, 核心PCE为1.4%, GDP一季度同比增长率为1.57%; 2013年12月美联储官宣 taper 前, 失业率为6.9%, 劳动参与率为63%, 核心PCE为1.6%, GDP三季度同比增长率为1.9%。对比今年, 5月份的失业率为5.8%, 好于缩减信号前, 而劳动参与率5月份为61.6%, 尚未恢复到疫情前水平, 也不及上一轮 Taper 信号发出时, 核心PCE约为3%, GDP一季度同比增长率仅为0.4%, 表现也均不佳。

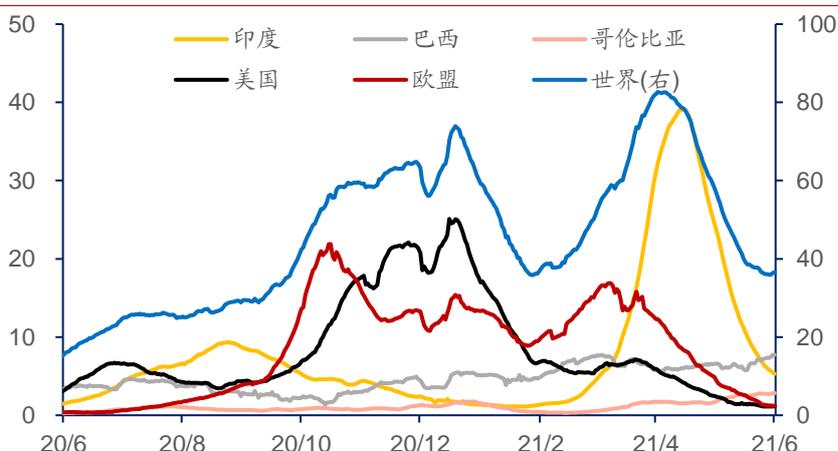
**货币加速扩张, 收缩势在必行。**从两次量化宽松时期美联储扩表速度与M2增速进行比较, 可以发现本轮美联储扩表速度和货币供应增速远高于上次, 部分解释了本次 Taper 前经济会出现显著通胀压力的情况。而本次 Taper 市场流动性与上次同样存在显著不同, 近期美联储隔夜逆回购规模连破纪录, 表明市场流动性已经极为充裕。

**转向具备预期, 冲击仍需关注。**由于 Taper 在历史上已经有过先例, 市场对于政策转向也具备一定的预期, 加之美联储对待缩减购债的态度较为谨慎, 不断发声和市场沟通以引导预期, 因而, 本轮 Taper 对于市场的冲击很可能将小于上一轮。但疫情后的放水刺激大幅推升了部分资产价格, 一旦美联储货币政策发生转向, 由此带来的调整风险仍需警惕。

## 2. 疫情: Delta 病毒威胁来袭, 欧美疫苗接种放缓

受 Delta 变种病毒影响, 上周全球新增确诊病例一改下降态势, 与前一周基本持平, 但新增死亡病例有明显下降。上周全球新增确诊与死亡病例数录得 256.5 万与 5.79 万, 较前一周分别下降 0.08%、16.1%; 全球每日新增病例数最多的三个国家分别为巴西 (11.5 万)、印度 (5.16 万) 和哥伦比亚 (2.99 万), 除印度外, 巴西、哥伦比亚新冠疫情均出现增长迹象。最早发现于印度的 Delta 新冠变异病毒正在全球蔓延, 或危及全球抗疫成果, 目前该病毒已迫使英国延长封锁期, 过去一个月英国的 COVID-19 病例增加了两倍, 而 Delta 变种现在占有所有新增感染病例的大约 98%。

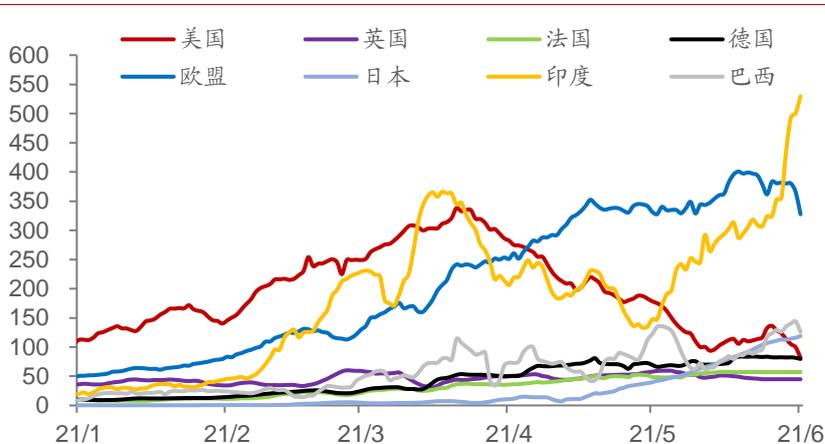
图表 5: 全球每日新增病例数量 (七日移动平均, 万例)



来源: Our World in Data, 中泰证券研究所

从日均疫苗接种绝对量看, 印度疫苗接种量仍在迅速攀升, 但美欧接种步伐放缓。上周印度、日本疫苗接种步伐继续加快, 美国疫苗注射进度短暂摆脱低迷状态后又迅速放缓, 日前, 拜登宣布恐无法在独立日前达成 70% 覆盖率的接种目标。与美国不同, 英国在越过 60% 疫苗覆盖率大关后接种节奏基本保持稳定。

图表 6: 各国每日疫苗接种量 (七日移动平均, 万剂)

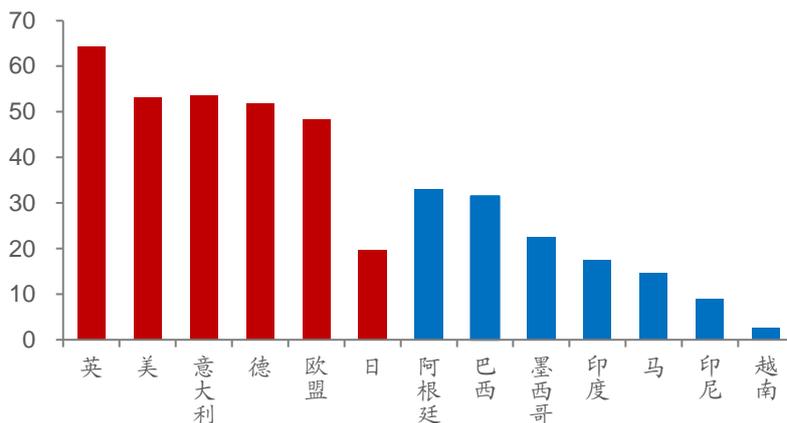


来源: Our World in Data, 中泰证券研究所

从疫苗覆盖率角度看, 除日本外, 上周发达经济体疫苗覆盖率仍普遍高于新兴经济体。英国疫苗覆盖率已近 65%, 美国、意大利、德国也均超 50%,

而发展中经济体内疫苗接种进程相对较快的阿根廷（33.5%）、巴西（32.1%）尚未达到 40%，印度（17.9%）更是未突破 20%。发达经济体与发展中经济体疫苗进程的差距在短时间内难以出现实质性收缩，目前众多发展中国家只能依靠中国为其提供安全可靠的新冠疫苗，而各发达经济体在完成其国内疫苗全覆盖之前恐难大量出口疫苗，而且各国完成疫苗全民覆盖尚需时日。以美国为例，鉴于 70% 疫苗覆盖率目前难以在 7 月 4 日前完成，拜登政府 8000 万剂疫苗对外援助承诺恐成泡影。

图表 7: 各经济体疫苗覆盖率 (%)



来源: Our World in Data, 中泰证券研究所, 红色为发达国家或地区, 蓝色为发展中国家

### 3. 海外: 美联储关注通胀上行, 英央行按兵不动

美联储经济预期仍较乐观, 但通胀上行风险已引起部分成员关注, 同时以卡普兰为代表的鹰派则主张收紧货币政策。美联储内部“鸽派”认为美国经济仍需恢复, 收窄刺激政策为时尚早, 不过目前通胀上行风险较大, 可能超出预期; 而“鹰派”则认为目前已进入“高通胀”时代, 宜尽早为刺激政策踩下“刹车”, 预计 2022 年将迎来第一次加息, 而 2023 年或出现两次加息操作。经济预测上调, 加息预期提前。

欧日央行经济恢复预期较乐观, 预计通胀上行压力偏弱, 英国央行则按兵不动。欧洲央行行长拉加德预计欧元区经济将在 2022 年一季度恢复到疫

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\\_20378](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_20378)

