

7月议息会联储表面鹰实际鸽

——美联储7月议息会议传递的信息

报告导读/核心观点

本次议息会议关于QE的表述做出重大调整，认为“双重目标已经取得进展，未来将持续评估进展情况”，这一变化意味着美联储已经在政策评估上向退出QE迈出一大步，Taper指引近在眼前。美联储同时增设面向国内和海外市场的正回购工具（正回购是放水）作为呵护美国短端流动性的储备手段，可用于防止政策转向后流动性收紧导致短端利率超调的潜在情况，金融稳定尤其是金融市场波动性仍是美联储决策的重要考虑。考虑到Taper市场已有充分预期，正回购工具的超预期推出实际代表联储的鸽派态度。我们强调8月全球央行年会美联储可能就Taper进行正式指引。鲍威尔连任诉求下，美联储Taper超预期可能性低，未来美联储政策变化对市场的冲击以及外溢效应有限，整体对国内货币政策制约较小，我们认为，2021年中国下半年信用收缩之后经济下行压力逐渐增大，货币政策逐渐走向放松，无风险收益率继续下行并带动科技成长股发力，形成股债双牛。

□ **利率与QE规模不变符合市场预期，QE表述朝着TAPER方向做出重大调整**
利率区间方面，美联储维持基准利率为0%-0.25%区间。逆回购利率与超额准备金利率（IOER）维持不变，符合预期。近期市场对加息时间点预期基本保持稳定，根据CME，市场对首次加息预期的时间点仍在2022年12月，加息25BP的概率为56.9%。购债规模方面，美联储以当前每月1200亿美元的速度继续增持美国国债及MBS，与7月15日纽约联储公布的操作计划一致，符合预期。在QE条件的描述上出现重大变化。此前数月描述均为“持续购买直至就业和通胀目标取得实质性好转”，本月描述变为“两大目标已经取得进展，未来委员会将持续评估进展情况”，这一重大表述变化意味着美联储已经在政策评估上向退出QE迈出一大步，Taper指引近在眼前。

□ **常设正回购是呵护短端流动性的储备手段，可防止政策转向后短端利率异动**
本次美联储还宣布设立针对国内和海外市场的常设正回购工具（国内是SRF、海外是FIMARF），该项工具可以按0.25%的利率向国内一级交易商和海外央行投放隔夜资金，SRF整体额度上限为5000亿美元、FIMARF单个对手额度上限为600亿美元，投放利率高于当前隔夜利率水平。我们认为这一工具是当前美联储利率走廊体系的补充，可以作为呵护美国市场短端流动性的储备手段，可用于防止政策转向后流动性收紧导致短端利率超调的情况，该项工具的推出节奏超出此前市场预期。

□ **常设回购工具推出节奏超预期联储态度实际鸽派，依然认为通胀是临时性压力**
鉴于市场对Taper已有充分预期，正回购工具的超预期推出实际代表美联储的鸽派态度，金融稳定尤其是金融市场波动性仍是美联储决策的重要参考因素。在非正规政策即将退出之际仍然极力呵护市场情绪和流动性。美债收益率和美元在会议过程中小幅下挫，美股、黄金短线拉升。此外，鲍威尔记者问答中还传递以下重要信息：一是提出通胀可能比预期更高更持久，但仍然认为是短期供应压力所致，如果看到迹象表明通胀路径持续超出预期将随时调整政策立场。二是认为照顾儿童老人、对病毒的担忧以及失业救济金影响就业修复，预计未来就业会修复强劲。三是强调正在评估经济的“实质性进展”，会根据经济数据决定Taper的时间，任何变动都会进行提前通知。四是关于市场关切的退出方式，鲍威尔认为会同时缩减MBS和国债的购买规模，与我们判断一致，此前部分市场观点认为联储可能选择优先退出MBS购买。五是提及正在监控DELTA病毒，但并未谈及过多增量信息。

□ **8月全球央行年会可能开展Taper指引，鲍威尔连任诉求下政策超预期概率小**
美联储本次会议表态认为疫情、失业救济金、学校未开学等是影响美国就业修复速率的核心因素，7月和9月将成为以上观点验证的重要窗口期。7月对应6月下旬起失业救济金刺激局部叫停对就业的影响、9月对应学校开学后对家长就业的影响，如果非农就业尤其是私营部门数据自7月起明显好转，我们仍然认为8月全球央行年会美联储可能就Taper进行正式指引，本月美联储对于QE表述的重大变化将助推我们这一判断。就业市场好转、SLR导致的银行蓄水压力以及金融稳定诉求都是驱动Taper落地的潜在因素（详细请参考我们前期报告《联储态度逐渐转鹰，关注Q3流动性拐点》）。当前市场已对Taper形成较为一致的预期，根据纽约联储的市场参与者

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

和交易商调查，目前主流预期认为 Taper 将在明年 Q1 落地，少量预期今年 Q4 落地。我们认为未来美联储政策超预期的概率较低。

鲍威尔明年 2 月任期即将结束，下半年面临连任提名压力，当前白宫高级顾问对重新提名鲍威尔具有较高支持度；耶伦作为对联储主席提名具有较大影响力的内阁核心成员同样对鲍威尔在疫情期间的表现表示认可。鲍威尔当前具有较高可能性连任，充分引导预期降低 Taper 对市场的冲击将是其卸任前的关键挑战，在此背景下，政策明显超预期的可能性较小。

□ 持续关注债务上限进展，美债收益率上行拐点 Q3 出现但反弹难及年内前高
2019 年 7 月暂停至今的美国债务上限即将于今年 7 月 31 日后重启，当前两党态度仍然较为强硬，7 月 31 日前就债务上限达成一致的希望较为渺茫。从当前情况来看，将债务上限与拜登一揽子财政方案打包通过预算调解的方式并于 9 月落地可能性最大。根据 CBO 估算，财政存款余额叠加非常规手段（减少政府投资基金 GFUND 的支出等）可以维系财政运作支出直至 10 月或 11 月，此后可能触发 X 日期导致债务违约。根据当前日程安排，国会将于 8 月 7 日起进入休会时间直至 9 月 20 日两党共同返工。一方面美国过去存在休会期间返回投票的先例；另一方面，9 月 20 日已临近 2022 财年，鉴于有财政调解这一兜底选项的存在，债务上限拖入 10 月即下一财年解决的概率较小。我们曾于前期报告《预计美债收益率 Q3 反弹但难破年内高点》指出，债务上限达成协议的时间点直接决定美债的供需面并影响收益率拐点，如果两党未达成协议触及债务上限，则财政存款流动性将继续释放、国债供给持续暂停，一方面会导致美债收益率继续面临下行压力，另一方面可能使得 ONRRP 用量进一步提升。结合债务上限及就业复苏预期看，10 年美债收益率上行拐点大概率在 Q3 出现。

□ 衰退预期下美股风格可能重新转向成长，美元保持强势但较难大幅上行
我们自年初以来坚持看多美股并持续兑现。站在当前时点，美股短期仍有上行动力，但衰退预期下美股风格可能重新转向成长，纳斯达克可能领跑道琼斯。此后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》）；此外，Q2 以来逐渐升温的回购预期也将是短期美股重要的支撑力量。**美元方面**，本轮反弹逼近 93 已基本兑现我们前期判断，短期财政存款叠加联储流动性指引转向将使美元保持强势，但当前位置较难再有大幅度上行，Q4 预计重回长期下行通道，年末美元指数可能位于 87-88。**黄金方面**，预计年内金价先降后升，整体呈震荡走势，主要与实际利率走势相对应；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：DELTA 疫情超预期导致宽松周期延长；美国债务问题超预期触发违约。

1. 重要图表

表 1：美联储 7、6 月议息会议声明对比

	7 月	6 月
利率区间	0-0.25%	0-0.25%
资产购买规模	就业目标和物价稳定双重目标已经出现改继续以每月 800 亿美元国债和 400 亿美元善，正在评估这一进程。	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。

资料来源：美联储，浙商证券研究所

表 2：市场参与者对 Taper 的预期调查

	国债净购买（十亿美元）								
	2021.11	2021.12	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3
25 分位	80	75	163	103	35	0	0	0	0
中位数	80	80	193	145	85	25	0	0	0
75 分位	80	80	225	180	120	95	40	16	0
MBS 净购买（十亿美元）									

	2021.11	2021.12	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3
25 分位	40	33	70	48	10	0	0	0	0
中位数	40	40	90	60	40	4	0	0	0
75 分位	40	40	113	90	60	38	15	1	0

资料来源：纽约联储，浙商证券研究所

表 3：一级交易商对 Taper 的预期调查

国债净购买（十亿美元）									
	2021.11	2021.12	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3
25 分位	80	80	180	120	45	0	0	0	0
中位数	80	80	200	135	70	22	0	0	0
75 分位	80	80	225	175	120	65	5	0	0
MBS 净购买（十亿美元）									
	2021.11	2021.12	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3
25 分位	40	40	85	53	7	0	0	0	0
中位数	40	40	95	63	35	5	0	0	0
75 分位	40	40	110	82	53	20	0	0	0

资料来源：纽约联储，浙商证券研究所

表 4：2016-2020 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：Bloomberg，浙商证券研究所

表 5：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 6：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 7：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
总计	104,521,799

资料来源：美国普查局，浙商证券研究所

表 8：2013-2014 年美联储的 Taper 节奏

	国债购买（亿美元）	MBS（亿美元）
2013 12	450	400

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_22446



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn