

宏观点评

Taper 的一小步——美联储 7 月议息会议点评

事件：北京时间 7 月 29 日凌晨两点，美联储公布 7 月 FOMC 会议决议。

核心结论：Taper 吹风已经开始，大概率 12 月宣布、明年 1 月开始实施。

1、美联储如期按兵不动，首提经济目标取得进展，将正回购设为常备工具。

7 月 FOMC 会议中，美联储维持联邦基金目标利率 0-0.25% 不变，维持购债规模不变，符合市场预期。本次的 FOMC 声明中，最大的变化在于新增了“经济已经朝着缩减购债的目标取得进展 (has made progress)，委员会将在接下来的会议上继续评估这一进展”，这一表述是首次出现在会议声明里，反映出美联储认为 Taper 的条件正日趋成熟，只是目前还不够充分，尚需再等待一段时间，这可以看作是美联储在为 Taper 吹风。

此外，美联储新设立了两个常备货币政策工具，一个是国内常备回购工具 (SRF)，另一个是外国和国际货币当局回购工具 (FIMA)，均属于正回购协议。美联储的正回购协议，是指金融机构将美国国债、MBS 等债券抵押给美联储以获得美元流动性 (相当于国内的逆回购)。这两个工具其实并不新鲜，在去年疫情之初曾作为临时工具投放使用，目前仍未到期，但申请量均已降至 0。因此，这一举措对当前的市场基本没有影响，主要目的是避免去年 3 月时的由于流动性紧张导致美国国债被抛售的情况再度发生。

2、鲍威尔对经济更乐观，并淡化通胀风险，对 Taper 和加息的表述更清晰。

>经济与就业：鲍威尔称，由于疫苗接种推进，Delta 病毒对经济的影响有限；充分就业目标取得实质性进展还有“一段距离” (之前是很长的距离)；制约就业的因素正在消退，预计之后一段时间就业改善速度将有所加快。

>通胀：未来几个月通胀将保持高位，但有信心中期将回落；通胀高于预期仅与少数因素有关，长期通胀预期仍在目标之内，对通胀“完全没有恐慌感”。

>缩减购债：美联储正在考虑购债规模的调整，这是第一次深入地讨论缩减的时间、节奏和构成；关于缩减购债的时间，委员们有很多不同的观点，尚未对缩减时间做出任何决定；预计将会同时、同等速度地缩减国债和 MBS。

>加息：现在还不是考虑加息的时候；理想情况下会等到停止购债后再加息。

3、美联储决议公布前后的大类资产表现：

整体来看，本次 FOMC 会议对 Taper 的指引更进一步，整体略微偏鹰，但并没有明显超出市场预期。FOMC 决议公布后，联邦基金利率期货隐含的加息次数有小幅抬升，标普 500 指数和 10Y 美债收益率先升后降，美元指数快速冲高后持续回落，现货黄金快速跳水后持续走高，整体波动幅度都不大。

4、6 月纽约联储调查显示，市场对 Taper 的预期仍保持不变。

7 月 9 日，纽约联储公布了 6 月的一级交易商和市场参与者调查，结果显示，不论一级交易商还是市场参与者，均一致预期年内不会开始 Taper，而是从明年初开始。实际上，这一预期自年初以来基本没有变化，在前期报告《如何预判美联储缩减 QE 时点？》中我们曾指出，为了避免“缩减恐慌”再度上演，美联储决定 Taper 节奏时的首要考量就是市场预期状况，目前市场一致预期已经保持稳定，美联储大概率会沿着这一路径推进。

此外值得关注的是，市场一致预期美联储在 2022 年 10 月结束 QE，而 2022 年 11 月和 12 月均有 FOMC 会议，这意味着，即便是按照鲍威尔所说的理想情况 (停止购债之后再加息)，明年也有 2 次的加息时间窗口。

5、维持此前判断：Taper 大概率 12 月宣布、明年 1 月开始实施；加息最快明年底。

年内还剩 3 次 FOMC 会议，分别在 9/23、11/4、12/16，因此未来几个月将成为 Taper 吹风的关键窗口期。短期重点关注：(1) 8 月 19 日，美联储公布 7 月 FOMC 会议纪要，同时纽约联储公布 7 月市场调查结果；(2) 8 月 27 日，杰克逊霍尔全球央行年会，鲍威尔已确定出席并讲话。

风险提示：全球疫情超预期演化，美国通胀持续超预期。

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

分析师 刘新宇

执业证书编号：S0680521030002

邮箱：liuxinyu@gszq.com

相关研究

1、《通胀已不是当前海外市场的主逻辑——兼评美国 6 月 CPI 数据》2021-7-14

2、《从 6 月非农数据，看美元和美债走势》2021-7-3

3、《正式转向的开始——美联储 6 月议息会议点评》2021-6-17

4、《基调仍偏鸽，Taper 指引更清晰——美联储 4 月议息会议点评》2021-4-29

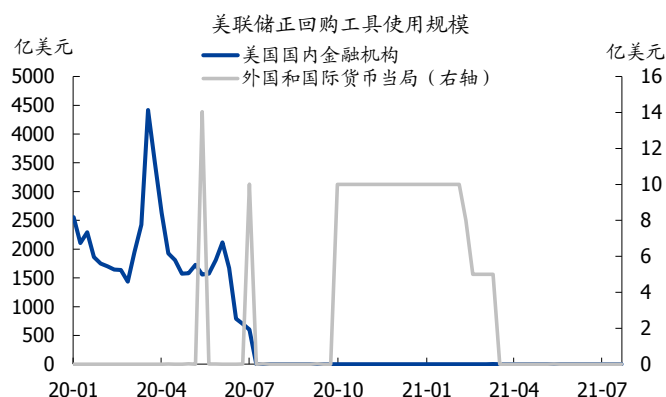
5、《如何预判美联储缩减 QE 时点？》2021-4-23

图表1: 近3次FOMC会议声明对比(红色表示声明变化)

	2021年4月FOMC声明	2021年6月FOMC声明	2021年7月FOMC声明
利率	维持0-0.25%不变,直到就业达到预计的充分就业水平、平均通胀达到2%的目标。	维持0-0.25%不变,直到就业达到预计的充分就业水平、平均通胀达到2%的目标。	维持0-0.25%不变,直到就业达到预计的充分就业水平、平均通胀达到2%的目标。
QE	每月继续购买至少800亿美元国债、400亿MBS(与当前一致),直至最大就业和物价稳定的目标取得实质性进展。	每月继续购买至少800亿美元国债、400亿MBS(与当前一致),直至最大就业和物价稳定的目标取得实质性进展。	每月继续购买至少800亿美元国债、400亿MBS(与当前一致),直至最大就业和物价稳定的目标取得实质性进展。
经济	随着疫苗接种推进和强有力的政策支持,经济活动和就业指标得到了加强。受大流行影响最严重的部门仍然疲弱,但已有改善。经济路径很大程度上取决于疫情和疫苗状况,新冠病毒继续给经济带来压力,经济前景仍然面临风险。	疫苗接种方面的进展减少了新冠病毒在美国的传播。随着疫苗接种推进和强有力的政策支持,经济活动和就业指标得到了加强。受大流行影响最严重的部门仍然疲弱,但已有改善。经济路径很大程度上取决于疫情(删掉了“和疫苗”)状况,疫苗接种推进可能会继续减少公共卫生危机对经济的影响,但经济前景仍然面临风险。	随着疫苗接种推进和强有力的政策支持,经济活动和就业指标继续加强。受大流行影响最严重的部门已显示出改善,但尚未完全恢复。经济路径继续取决于疫情状况,疫苗接种推进可能会继续减少公共卫生危机对经济的影响,但经济前景面临的风险仍然存在。经济已经朝着缩减购债的目标取得进展,委员会将在接下来的会议上继续评估这一进展。
通胀	通货膨胀率上升,主要反映了暂时性因素。美联储将允许一段时间内通胀适度高于2%,以便平均通胀和长期通胀预期达到2%。	通货膨胀率上升,主要反映了暂时性因素。美联储将允许一段时间内通胀适度高于2%,以便平均通胀和长期通胀预期达到2%。	通货膨胀率上升,主要反映了暂时性因素。美联储将允许一段时间内通胀适度高于2%,以便平均通胀和长期通胀预期达到2%。
金融市场	金融状况保持宽松,部分反映了支持经济的政策措施以及信贷向美国家庭和企业的流动。	金融状况保持宽松,部分反映了支持经济的政策措施以及信贷向美国家庭和企业的流动。	金融状况保持宽松,部分反映了支持经济的政策措施以及信贷向美国家庭和企业的流动。

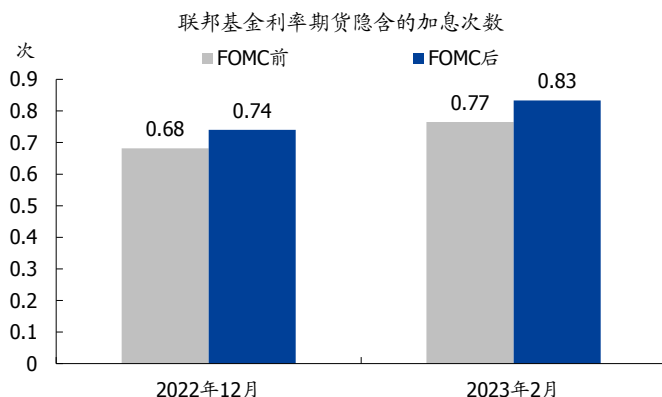
资料来源: FED, 国盛证券研究所

图表2: 当前美联储正回购工具使用规模已降至0



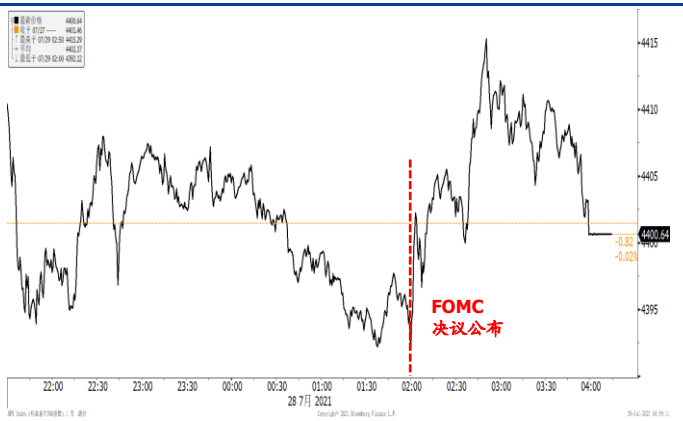
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表3: FOMC会议过后市场对美联储加息预期小幅升温

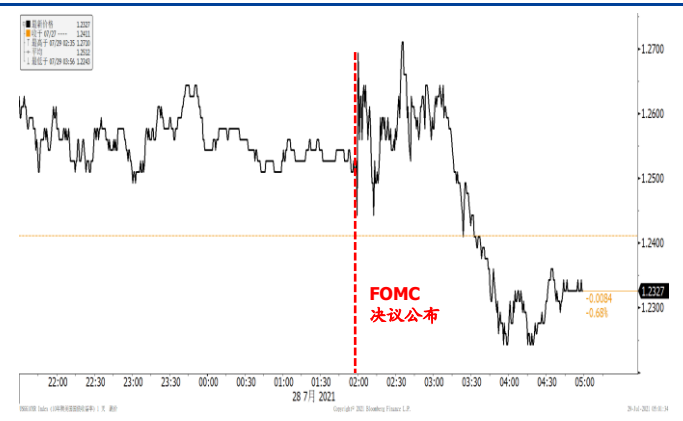


资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

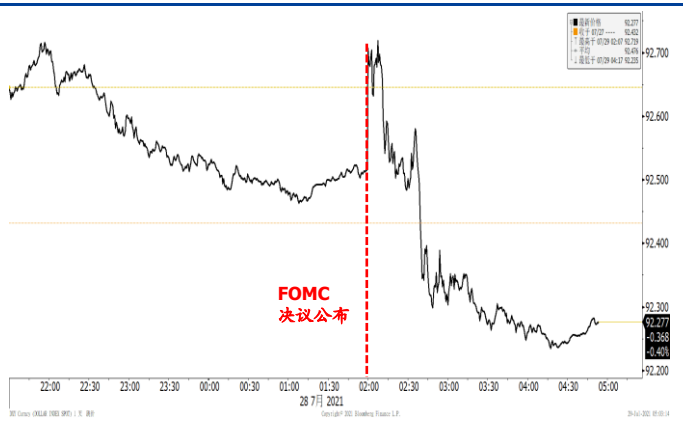
图表4: FOMC 决议公布前后标普 500 指数走势



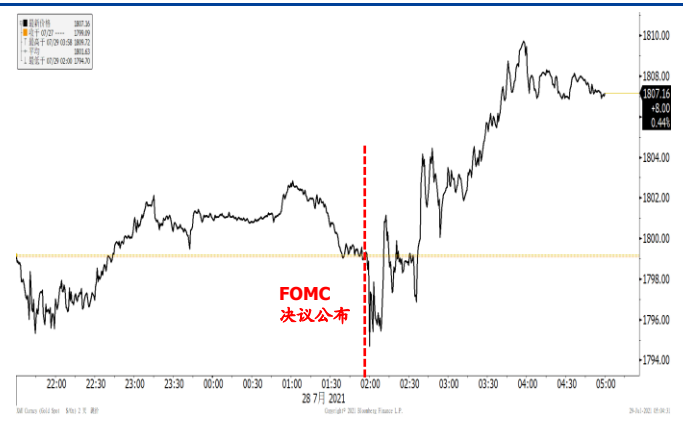
图表5: FOMC 决议公布前后 10Y 美债收益率走势



图表6: FOMC 决议公布前后美元指数走势



图表7: FOMC 决议公布前后现货黄金价格走势



图表8: 纽约联储6月调查显示, 市场仍预期年内不会开始 Taper, 而是从明年初开始

一级交易商QE预期								
Net purchases of U.S. Treasury securities (\$ billions)								
	Jun. 2021	Jul. 2021	Aug. 2021	Sep. 2021	Oct. 2021	Nov. 2021	Dec. 2021	
25th Pctl	80	80	80	80	80	80	80	
Median	80	80	80	80	80	80	80	
75th Pctl	80	80	80	80	80	80	80	
	2022 Q1	2022 Q2	2022 Q3	2022 Q4	2023 Q1	2023 Q2	2023 Q3	2023 Q4
25th Pctl	180	120	45	0	0	0	0	0
Median	200	135	70	22	0	0	0	0
75th Pctl	225	175	120	65	5	0	0	0
Net purchases of agency MBS (\$ billions)								
	Jun. 2021	Jul. 2021	Aug. 2021	Sep. 2021	Oct. 2021	Nov. 2021	Dec. 2021	
25th Pctl	40	40	40	40	40	40	40	
Median	40	40	40	40	40	40	40	
75th Pctl	40	40	40	40	40	40	40	
	2022 Q1	2022 Q2	2022 Q3	2022 Q4	2023 Q1	2023 Q2	2023 Q3	2023 Q4
25th Pctl	85	53	7	0	0	0	0	0
Median	95	63	35	5	0	0	0	0
75th Pctl	110	82	53	20	0	0	0	0
市场参与者QE预期								
Net purchases of U.S. Treasury securities (\$ billions)								
	Jun. 2021	Jul. 2021	Aug. 2021	Sep. 2021	Oct. 2021	Nov. 2021	Dec. 2021	
25th Pctl	80	80	80	80	80	80	75	
Median	80	80	80	80	80	80	80	
75th Pctl	80	80	80	80	80	80	80	
	2022 Q1	2022 Q2	2022 Q3	2022 Q4	2023 Q1	2023 Q2	2023 Q3	2023 Q4
25th Pctl	163	103	35	0	0	0	0	0
Median	193	145	85	25	0	0	0	0
75th Pctl	225	180	120	95	40	16	0	0
Net purchases of agency MBS (\$ billions)								
	Jun. 2021	Jul. 2021	Aug. 2021	Sep. 2021	Oct. 2021	Nov. 2021	Dec. 2021	
25th Pctl	40	40	40	40	40	40	33	
Median	40	40	40	40	40	40	40	
75th Pctl	40	40	40	40	40	40	40	
	2022 Q1	2022 Q2	2022 Q3	2022 Q4	2023 Q1	2023 Q2	2023 Q3	2023 Q4
25th Pctl	70	48	10	0	0	0	0	0
Median	90	60	40	4	0	0	0	0
75th Pctl	113	90	60	38	15	1	0	0

资料来源: 纽约联储, 国盛证券研究所

风险提示

全球疫情超预期演化，美国通胀持续超预期。

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_22449

