

预期充分的 taper 会有多大影响

证券研究报告

2021年07月29日

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

向静姝 分析师
SAC 执业证书编号: S1110520070002
xiangjingshu@tfzq.com

相关报告

- 1 《下半年没有“财政后置”》
2021-07-27
- 2 《如何看待高景气行业的景气走势?》 2020-07-22
- 3 《LPR 会不会降?》 2021-07-19

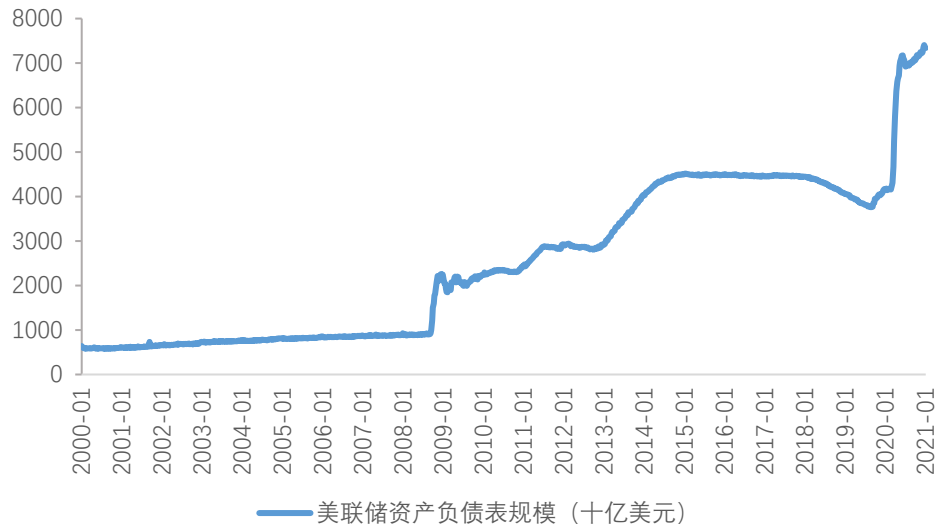
这次 taper 的影响应该不会太大, 不仅比 13 年小, 可能也比今年 2 月小。参考 2013 年的情况, 美联储释放 taper 信号后, 同时可能叠加美国债务上限提高, 利率会出现一次性反弹。但在 taper 开启前, 利率会随着基本面转弱而再次回落。

Taper 短期影响美股的风险情绪, 但对美股影响最大的还是盈利变化。美股的中期风险来自于前期历史最快的复苏可能演变成历史最快结束的复苏。

风险提示: 美国货币政策超预期紧缩, 美国财政政策超预期紧缩, 美国通胀超预期

上一次美联储缩减 QE 发生在 2013 年。当年 5 月，伯南克在国会听证会上表示联储可能即将开始缩减 QE，但直到当年 12 月的议息会议才正式决定开启缩减。之后美联储的资产购买规模逐步下降，到 2014 年 10 月正式退出了 QE。再之后联储资产负债表规模基本维持不变，直至 2017 年 10 月开启了缩表。

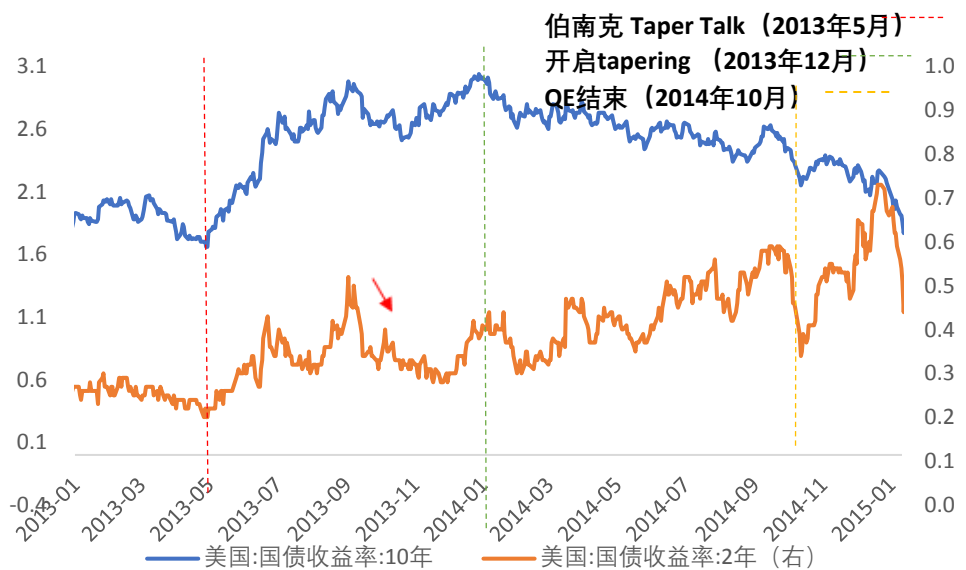
图 1：美联储资产负债表变化



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

2013 年 5 月伯南克第一次沟通 QE taper 时，市场曾出现了“缩减恐慌”（taper tantrum），原因是市场误判了联储的货币政策态度，以为联储将在当年 9 月开启 taper 并很快加息。结果是 2 年期和 10 年期美债利率大幅反弹，4 个月内分别上行 30bp 和 130bp，其间由于就业数据低于预期，利率曾两度回落。当年 12 月经济数据企稳回升后，美联储才正式开启了 QE taper，短端和长端利率在 taper 落地前再度回升，随后长端利率在经济、通胀回落的情况下持续下行。

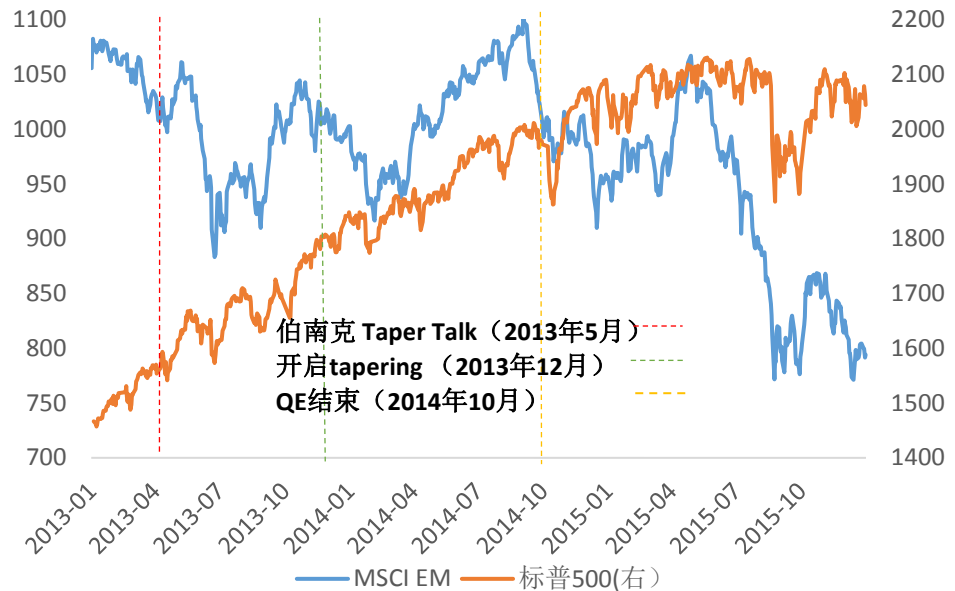
图 2：美债 10 年期收益率（%） vs 美债 2 年期收益率（%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

2013 年的 taper tantrum 曾造成全球资产价格的大幅波动。美股一度回撤，但得益于经济回升，短暂回调后重回到上行趋势。相比之下，严重依赖海外资本的新兴市场遭遇资金撤出，新兴市场权益资产在 taper talk 后的一个月内跌超 10%，新兴市场货币相对美元贬值 4.9%。利率反弹后，Comex 铜价在一个月内下跌 6.7%，金价下跌 14.5%，但油价在供需紧张的情况下上涨 5%。

图 3：MSCI EM 指数及标普 500 指数



资料来源：Bloomberg, 天风证券研究所

参照 2013 年的经验，美联储可能在就业恢复到 75% 附近时释放缩减 QE 信号，同时考虑圣路易斯联储主席 James Bullard 认为 75% 疫苗接种率是缩减购债计划的必要条件，美联储最早可能在今年 8 月的 Jackson Hole 会议或者 9 月的议息会议上就缩减 QE 计划给出暗示，并最快在今年 4 季度开始缩减 QE。

这次 taper 的影响应该不会太大，不仅比 13 年小，可能也比今年 2 月小。

市场对这次可能的 taper 已经预期较为充分。从年初（1 月 25 日）美联储会议纪要中提到“逐渐减少债券购买”（taper）开始，预期就一直在发酵。根据彭博调查，78% 的受访经济学家预期联储将会在今年底之前正式宣布实施 taper，其中 33% 预期 9 月底就会正式宣布，可以看到市场对 taper 已有较为充分预期。

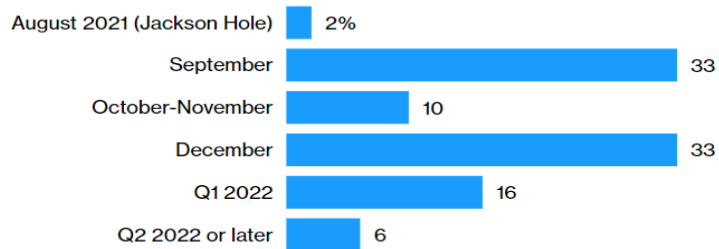
而且这一次美联储吸取以往经验，明确表示在正式宣布政策变化前将提前给出提示，给市场消化预期的时间。因此即便是未来开始沟通退出 QE，其冲击也不会像 2013 年那么显著。

早在今年 2 月份，市场已经提前预演过由货币紧缩预期带来的调整。受到通胀预期抬升，当时由于投资者担忧美联储可能低估通胀而提前收紧货币，利率从 1.08% 最高上行至 1.74%，调整幅度达到 66bp。

图 4: 市场对 Taper 预期大部分在今年底之前

When to Taper

Most economists expect formal taper announcement in late 2021



Source: Bloomberg News survey of economists June 4-10

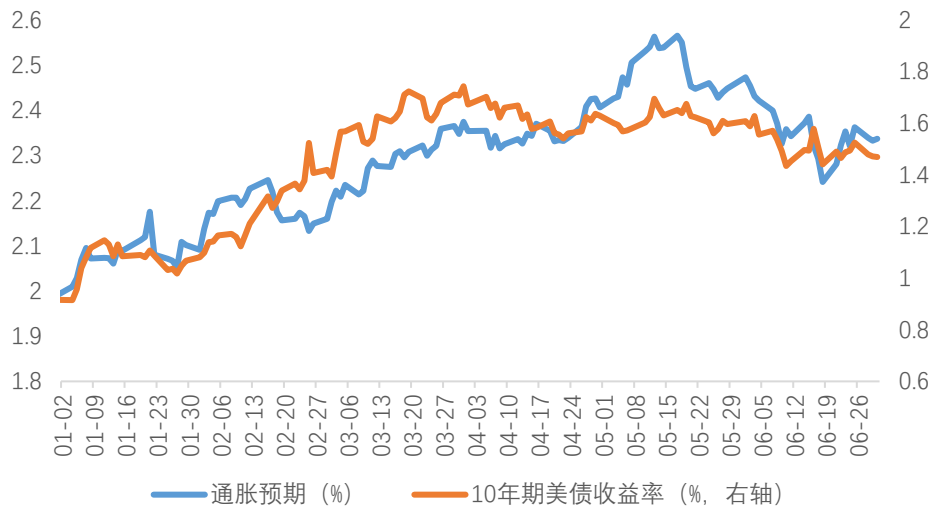
Note: Economists were asked when the FOMC would formally announce a tapering of asset purchases

资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

当时名义利率的调整还叠加了通胀预期的抬升作用, 大宗商品价格上涨 (主要是油和铜) 导致 10 年期盈亏平衡通胀预期从 2.09% 上行 47bp。

但是 5 月后通胀预期已经提前于大宗商品价格拐头回落, 因此后续美债利率即使再次上行, 幅度可能也小于今年 2 月。

图 5: 10 年期美债收益率和通胀预期

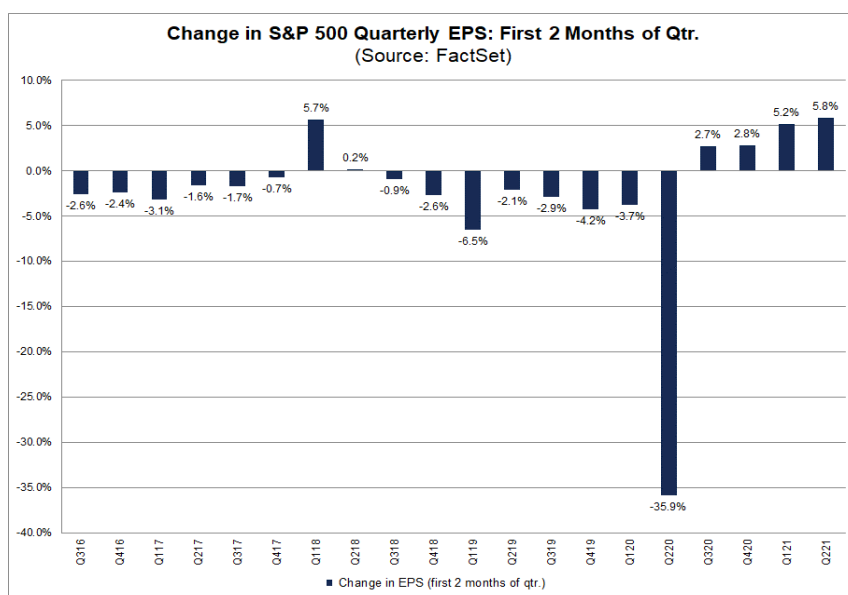


资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

参考 2013 年的情况, 美联储释放 taper 信号后, 同时可能叠加美国债务上限提高, 利率会出现一次性反弹。但在 taper 开启前, 利率会随着基本面转弱而再次回落。因此 taper 只是流动性的二阶导拐点, 不是趋势性的影响。Taper 以外的利率压力来自于财政政策, 比如三季度发债融资需求和缩减版的两党基建协议。

Taper 短期影响美股的风险情绪, 但对美股影响最大的还是盈利变化。上半年美股盈利预期不断上调, 3 月-5 月 2 季度 EPS 上修 5.8%。下半年 上游能源、交运、商业服务等受疫情影响的板块盈利仍有修复空间, 信息科技、医疗等行业在手现金充足, 回购力度有望加大, 维持 EPS 温和上涨。由于美债上行压力不大, 上市公司业绩还在兑现, 我们认为美股短期仍将维持高位震荡。

图 6：2016 年以来 EPS 上修幅度

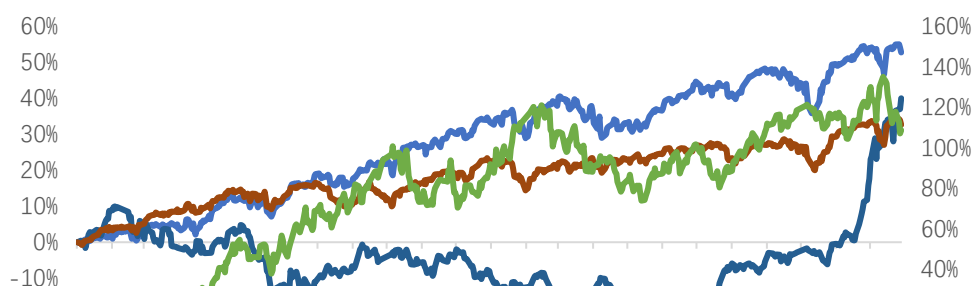


资料来源：factset，天风证券研究所

美股的中期风险来自于前期历史最快的复苏可能演变成历史最快结束的复苏，财政刺激到期后的“戒断反应”对乐观的盈利预期产生负面冲击。（详见《历史最快的复苏，可能也是最快结束的复苏》）

Taper 从释放预期到落地之前，新兴市场 and 大宗商品仍将面临一定冲击；之后考虑到全球需求见顶回落，大宗商品价格有所回调，通胀预期持续回落，成长股有望获得超额收益，黄金则延续震荡。

图 7：2013 年-2014 年，创业板、沪深 300、纳斯达克、道琼斯累计收益率



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_22450

