

美联储用嘴 Taper 如何影响美债利率？

2021年07月28日

- **美联储7月议息会议很可能继续用嘴 taper。**因为6月议息会议以来经济形势的发展尚不足以令委员们对 taper 达成一致意见，但关于此次会议上关于 taper 进展的表述仍值得关注，尤其美联储究竟会传递“偏鸽派”还是“偏鹰派”的货币政策信号，无疑会影响到海外资产（尤其是美债）的走势。
- **从近期对于货币政策的表态来看，美联储内部对于 taper 仍存分歧，对于加息则并不着急。**表1梳理了6月会议之后拥有FOMC投票权的美联储官员关于货币政策的表态（表1）。taper方面，美联储对于时点和缩减资产购买的结构（美国国债/MBS的规模）意见不一，但大部分官员认同美国经济仍未取得“实质性的进一步进展”，开展 taper 的时机未到。加息方面，大部分官员持谨慎态度，认为要等到经济完全复苏，不赞同过早加息。
- 鉴于此，美联储7月议息会议对 taper 的定调可能出现如下几种情形：
 - **中性：“只是讨论，没有任何结果”。**鲍威尔可能在新闻发布会上表示已经开始讨论 taper 的节奏和结构问题，但未达成任何结果，也不会透露其他关于 taper 的信息。我们认为这一情景发生的概率最大，原因主要在两方面：一方面，美联储主席鲍威尔对于就业的恢复仍不满意（图1），7月14日在国会证词中在评估货币政策时承认“当前距达到‘实质性的进一步进展（substantial further progress）’的标准仍有较大距离”，而这是推进 Taper 落地的重要条件；另一方面，Delta 病毒的变异扩散会进一步加剧经济的下行风险，导致就业复苏的放缓。
 - **偏鹰：暗示“未来几次会议将公布 taper 计划”。**鲍威尔可能在新闻发布会进一步暗示将在未来几次会议（upcoming meetings）上公布 taper 计划，并强调计划的落地时间将取决于经济数据的表现。这一冲击会加剧近期市场的调整。我们认为这一情景相较“中性”情况出现的概率较低。
 - **偏鸽：“仍未讨论 taper”。**由于担心 Delta 病毒扩散加剧经济动能放缓、导致就业复苏中断，美联储暂缓讨论 taper，我们认为这一情景的可能性最低。
- 无论是哪种定调，但我们认为如下两件事是大概率：
 - **一是美联储将在9月公布 taper 的前瞻指引。**即明确在何种经济条件下将进行 taper，但至于何时宣布 taper，则仍取决于这之后的经济形势的发展，这也意味着美联储仍将保持数据依赖（data-dependent）。
 - **二是 taper 结构上每月缩减国债购买100亿美元，MBS 购买50亿美元。**美联储不会因为房地产市场的风险而加快缩减 MBS 购买，因为多数美联储官员认为当前美国房地产繁荣的原因并非 MBS 购买，而在于供需的失衡。
- **美联储将继续用嘴 taper 对美债利率有何影响呢？**我们认为从近期走势来看，美债利率的走势已经偏离了美国经济基本面，如图2所示，虽然6月以来公布的美国经济数据相对市场预期走弱，但同期10年期美债利率的下行幅度更大。我们认为美债利率这种相对基本面走弱的超调，在一定程度上反映了市场对于美联储鸽派立场的笃定，因此，如果此次会议上美联储关于 taper 的定调偏鹰派，美债利率存在一定的上行风险。
- **但交易面的因素短期内仍将对美债利率构成下行压力。**摩根大通最新对市场久期的调查表明，当前美债投资经理的仍然建立了较高的短久期头寸（图3），这无疑将制约美债利率在短期的任何上行。
- **风险提示：**Delta 病毒严重扩散导致全球经济再次衰退，美联储政策重回宽松；就业改善大超市市场预期，通胀预期持续上升，美联储提前收紧货币政策。

证券分析师 陶川

执业证号：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

研究助理 邵翔

shaox@dwzq.com.cn

研究助理 段萌

duanm@dwzq.com.cn

相关研究

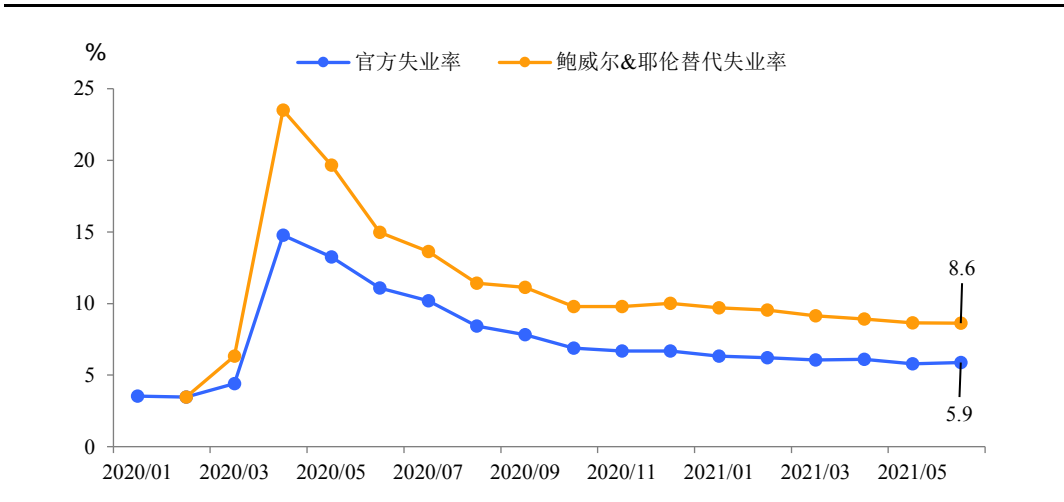
- 1、《宏观点评 20210727：工业盈利的结构不均衡有好转吗？》2021-07-27
- 2、《宏观点评 20210722：美国的供应短缺何时可以缓解？》2021-07-22
- 3、《宏观点评 20210720：大宗商品为何暴跌？东吴宏观为您复盘50年价格走势》2021-07-20
- 4、《宏观点评 20210715：不算差的6月经济数据与全面降准相矛盾吗？》2021-07-15
- 5、《宏观点评 20210714：财政后置？别太想，还得货币先行》2021-07-14

表 1: 重要美联储官员 2021 年 6 月议息会议至今表态

日期	官员名称	职位	关于taper时机的表态	关于资产购买类别的表态	关于加息的表态
2021/7/15	Evans	芝加哥联储行长	由于这几个月就业增长低于我的预期, 我认为在取得实质性进展方面还要做很多评估。如果今年年底失业率达到了4.5%, 并且事情按照我的预期进展, 我认为一些(政策)调整是应该的。获得足够的证据来确定我们是否已经符合了“实质性进展”还需要几个月以上的时间, 我认为将持续到秋天...我们至少会在几次会议上讨论这个问题		除非通胀率真的高于我们认为合理的周期平均水平2%, 否则我们不应该不必要地加息 我同意2024年初加息的预期, 如果时间再早一点也可以
2021/7/15	Powell	美联储主席	“实质性进展”仍需时日, 当我们认为经济走向“实质性进展”时, 我们将开始taper	购买美国国债和MBS对房价影响的差别并不大。关于购买MBS可能会抬高房价的说法: 有一系列因素导致房价上涨, 货币政策的当然是其中一个, 但还有其他因素	我们已经为加息设立了一个单独的测试
2021/7/14	Powell	美联储主席	我们将在taper的过程中发出大量信号, 几周后我们将举行另一次会议, 我们将就此话题进行新一轮讨论	taper的时机和组成是FOMC将在7月会议上讨论的两件主要事情	在几乎所有预测者都相信通胀压力会自动下降的时候(加息)将是错误的。过早采取行动将是错误的
2021/7/13	Daly	旧金山联储行长	现在是时候开始讨论taper, 我认为我们很可能在今年底或明年初开始taper		
2021/7/9	Barkin	里士满联储行长	如果劳动力市场能够相对较快地清晰, 那么taper可能会更早实施, 但如果劳动力市场重新开放需要更长的时间, taper可能会更晚一些		
2021/7/12	Williams	纽约联储储备银行行长	我们设定了一个非常明确的指标, 不是一个量化指标, 而是一个非常明确的指标, 即相对于我们目前的水平, 我们希望劳动力市场取得实质性的进一步进展, 这是我关注的, 显然, 目前我们还没有做到这一点	真正起到刺激作用的是对美国国债和抵押贷款支持证券的整体购买, 其主要目的是提供更强劲的金融环境	
2021/7/7	Bostic	亚特兰大联储储备银行行长	我们正在接近taper的合适时机		
2021/6/29	Waller	美联储理事	我认为大家都预计taper可能会比他们最初认为的更早。这是否会在今年发生, 我们将拭目以待, 但很有可能	当前房地产市场正如火如荼, 他们不需要任何其他不必要的支持, 而且缩减MBS购买规模很容易让公众接受。我们应该仔细考虑购买MBS的问题, 我认为先缩减MBS购买规模不是个大问题	在我们认真考虑2022年的加息之前, 失业率必须大幅下降, 或者通胀必须以非常高的速度持续下去, 但我不排除这种可能性 我本人希望在考虑加息之前逐步退出量化宽松, 因此, 若我们在22年底或23年初加息, 那很可能希望在明年年底之前完成taper
2021/6/29	Barkin	里士满联储行长	对我来说, 实质性的进一步发展包括通胀和就业。在通胀方面, 我认为我们已经取得了实质性进展。但我认为就业方面, 我们仍未取得实质性进展	关于是否要分别缩减MBS与美国国债的购买规模, 我更倾向于采取最不引人注目的方式, 回归正常 关于是否在美国国债之外单独缩减MBS购买规模, 我持开放态度, 我认为我们做任何事情都有第三个标准: 简单, 即沟通容易并使得人们理解	
2021/6/28	Barkin	里士满联储行长	我更倾向于循序渐进地taper和加息		加息方面, 我认为应着眼于明年, 看看会发生什么, 若数据达到目标, 很好, 若没有, 我们仍有时间等待经济复苏
2021/6/24	Williams	纽约联储储备银行行长			当经济完全复苏并处于非常好的状态时, 我们就可以让利率回到更正常的水平。现在加息还不是时候, 因为经济离最大限度就业还差得很远
2021/6/23	Bostic	亚特兰大联储储备银行行长	我认为我们即将取得“实质性的进一步进展”。若劳动力市场在未来3-4个月维持强劲, 我认为, 计划开始taper是完全合适的		鉴于上述意外增长和近期数据, 我已将首次加息的预期提前至2022年底
2021/6/22	Williams	纽约联储储备银行行长	Taper时机方面, 当经济取得了“进一步的实质性进展”时, 我们可以就调整资产购买并且随后对于利率做出决策。关于缩减刺激规模的讨论还有很长的路要走	关于美联储是否应该购买MBS, 我认为我们提供的宽松货币政策正在支撑整体经济状况, 它并不是专门针对房地产市场。我们可以选择分别调整MBS和美国国债的购买	
2021/6/22	Daly	旧金山联储行长	看好经济复苏, 虽然现在仍未取得“实质性的进一步进展”, 但我们应该开始为达到那个门槛的时候做准备。现在是时候开始讨论我们应该如何taper, 合适的缩减购买量、时机等		现在利率变化甚至都不在讨论之列

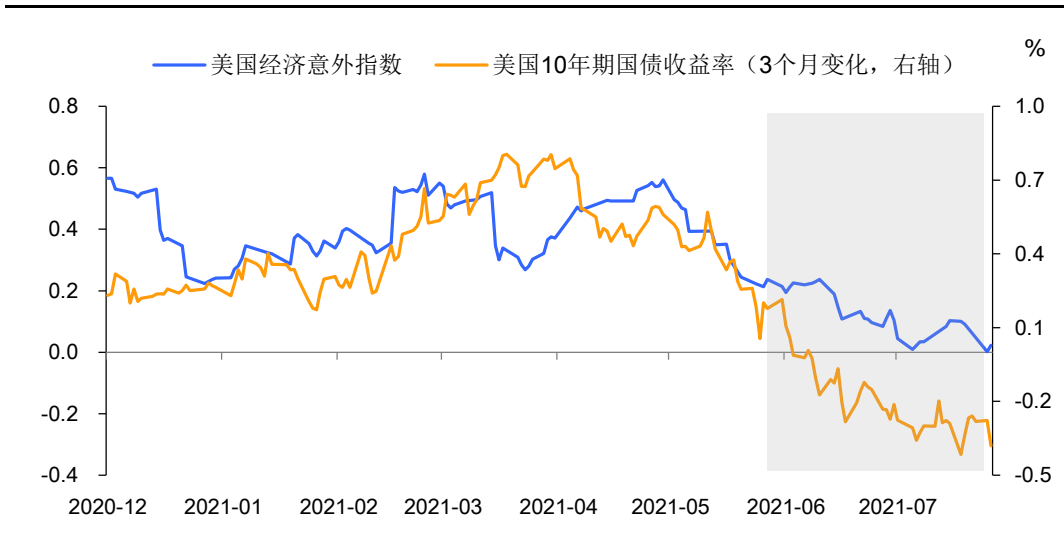
数据来源: Bloomberg, 美联储网站, 纽约联储网站, 路透社, 东吴证券研究所

图 1：2021 年 6 月耶伦和鲍威尔关注的真实失业率仍处高位



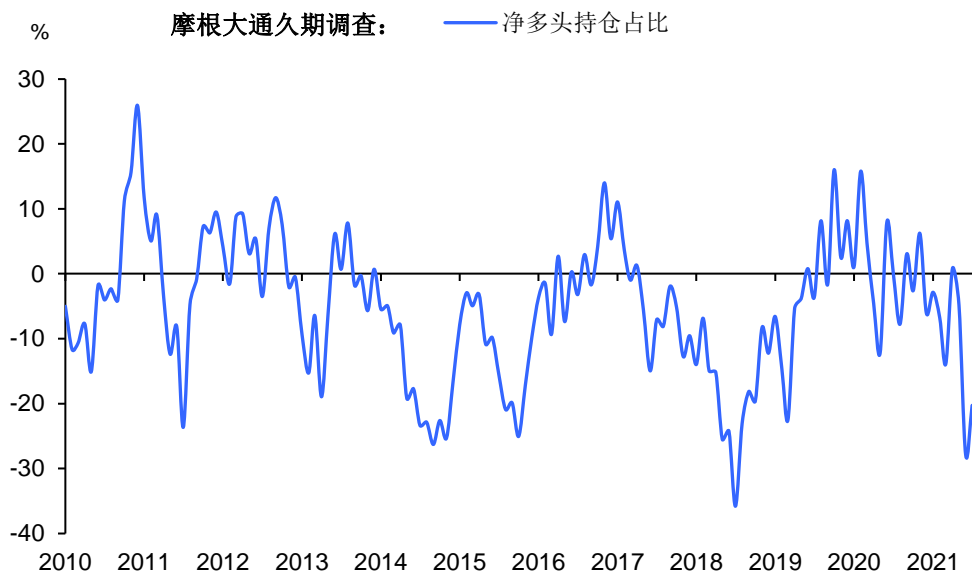
数据来源：美国劳工部，东吴证券研究所

图 2：相对于美国经济基本面的低于预期，6 月以来美债利率的下行幅度更大



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图 3: 美债投资者头寸的久期偏短



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

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_22459

