

总量研究

美联储肯定经济恢复，Taper 时点仍需耐心等待

——2021年7月美联储议息会议点评

要点

事件：2021年7月28日，美国联邦公开市场委员会（FOMC）一致通过维持联邦基金利率在0%-0.25%范围的决定，并保持现在每月1200亿美元资产购买水平。另外，FOMC在会后宣布设立两个常设回购工具，国内常设回购工具（SRF）与外国和国际货币当局回购工具（FIMA），为货币市场提供更多流动性。

核心观点：FOMC新闻发布会上，鲍威尔肯定了经济复苏的步伐，但也再次强调美联储不会就暂时性通胀而调整现在的货币政策方向。另外，美联储对资产购买缩减（Taper）开始了较深入的讨论，预期美联储将在今年9月议息会议上正式宣布Taper，其启动时间点或将在今年12月。

展望来看，一方面，考虑到美国财政刺激法案不断缩水和德尔塔毒株引发疫情再次反弹，美国就业及经济复苏可能受到影响，我们预计美联储将会减缓启动加息至2024年，美债收益率或将持续走弱。另一方面，美国经济强复苏转弱复苏对美元有拖累作用，我们预计美元指数将在90-95区间震荡。

资产购买缩减：美联储对Taper态度符合市场预期，Taper或将在12月开始

鲍威尔对美国经济恢复持肯定态度并预期劳动力市场在年内会强劲反弹，7月会议中与参会者也对Taper的节奏和持续时间开始了较深入的讨论。我们预计鲍威尔将在下一次FOMC（9月）会议中宣布Taper的时间点以及其规模和持续时间，正式Taper或将于今年12月开始。

美债：财政刺激法案缩水拖累经济复苏，美债收益率持续走弱

自今年3月份以来，十年期美债收益率持续震荡下行。我们认为这主要源于今年3月以后拜登政府财政刺激计划的不断缩水，引起了市场对美国经济前景预期的修正所致。另外，德尔塔毒株引发疫情再次反弹，预计市场对美国经济修复将持保留态度，预期美债收益率年内持续走弱。

美元：美国经济强复苏转弱复苏，中期看美元指数在90-95区间震荡

受制于美元指数中欧洲货币的权重，美欧货币环境强弱与美欧经济基本面的对比决定美元指数走势。一则，今年6月开始，美国货币宽松环境相较于欧洲已开始趋紧，给美元带来上行压力。二则，美国疫苗接种速度放缓可能导致美国或晚于欧洲达到群体免疫，对美元产生负面影响。三则，美联储对货币政策态度偏鸽派，给美元带来下行压力。总体来看，美元在中期内难有大幅上调行情，预计美元指数将在90-95区间震荡。

作者

分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002
010-56513108
gaoruidong@ebsecn.com

分析师：赵格格

执业证书编号：S0930521010001
0755-23946159
zhaogege@ebsecn.com

相关研报

为什么我们认为四季度可能会降息？——货币政策前瞻系列四（2021-07-22）

财政收入提速，支出减速——2021年6月财政数据点评（2021-07-21）

投资消费引领，经济加快复苏——2021年6月实体经济数据点评（2021-07-15）

为什么出口增速能够再超预期？——2021年6月进出口数据点评（2021-07-13）

全面降准，央行亮剑——7月9日全面降准点评（2021-07-10）

降准箭在弦上——7月7日国常会降准信号点评（2021-07-08）

如何看待下半年利率走势？——光大宏观周报（2021-07-04）

美联储的抉择：加息减速，缩减加速——美联储观察系列一（2021-06-28）

企业信贷持续强劲，社融回落速度将趋于收敛——2021年5月金融数据点评（2021-06-10）

美元指数还会继续向下吗？——光大宏观周报（2021-06-06）

货币政策为什么对本轮通胀反映甚微？——货币政策前瞻系列三（2021-05-26）

银行间杠杆会成为货币政策的约束吗？——货币政策前瞻系列二（2021-05-19）

年内消费能恢复到疫情之前吗？——《见微知著》第二篇（2021-05-18）

目 录

一、	美联储对 Taper 态度符合市场预期，Taper 或将在 12 月开始.....	3
二、	财政刺激法案缩水拖累经济复苏，美债收益率持续走弱.....	4
三、	美国经济强复苏转弱复苏，中期看美元指数在 90-95 区间震荡.....	5

图目录

图 1:	2013-14 年资产购买缩减的节奏	3
图 2:	预期 2021 年 7 月至 2022 年 12 月资产购买缩减节奏.....	3
图 3:	今年 3 月以来，美国 10 年期国债收益率，10 年期国债实际收益率持续下行趋势 (%)	4
图 4:	美国单日新增病例.....	4
图 5:	美欧央行资产扩张增速差领先美元指数.....	5

事件：2021年7月28日，美国联邦公开市场委员会（FOMC）一致通过维持联邦基金利率在0%-0.25%范围的决定，并保持现在每月1200亿美元资产购买水平。另外，FOMC在会后宣布设立两个常设回购工具，国内常设回购工具（SRF）与外国和国际货币当局回购工具（FIMA），给货币市场提供更多流动性。

核心观点：

FOMC新闻发布会上，鲍威尔肯定了经济复苏的步伐，但也再次强调美联储不会就暂时性通胀而调整现在的货币政策方向。另外，美联储对资产购买缩减（Taper）开始了较深入的讨论，预期美联储将在今年9月议息会议上正式宣布Taper，其启动时间点或将在今年12月。

展望来看，一方面，考虑到美国财政刺激法案不断缩水和德尔塔毒株引发疫情再次反弹，美国就业及经济复苏可能受到影响，我们预计美联储将会减缓启动加息至2024年，美债收益率或将持续走弱。另一方面，美国经济强复苏转弱复苏对美元有拖累作用，我们预计美元指数将在90-95区间震荡。

图 1：2013-14 年资产购买缩减的节奏

议息会议时间	国债，十亿美元	MBS，十亿美元
7/30-31 2013	45	40
9/17-18 2013	45	40
10/29-30 2013	45	40
12/17-18 2013	40	35
1/28-29 2014	35	30
3/18-19 2014	30	25
4/29-30 2014	25	20
6/17-18, 2014	20	15
7/29-30, 2014	15	10
9/16-17, 2014	10	5
10/28-29, 2014	0	0
12/16-17, 2014	0	0

资料来源：美联储，光大证券研究所。数据为美联储每月购买国债和 MBS 数额

图 2：预期 2021 年 7 月至 2022 年 12 月资产购买缩减节奏

议息会议时间	国债，十亿美元	MBS，十亿美元
7/27-28 2021	80	40
9/21-22 2021	80	40
11/2-3 2021	80	40
12/14-15 2021	75	35
1/25-26 2022	65	30
3/15-16 2022	60	25
5/3-5/4 2022	55	20
6/14-15 2022	50	15
7/26-27 2022	45	10
9/20-21 2022	40	5
11/1-2 2022	35	0
11/13-14 2022	30	0
12/13-14 2022	25	0

资料来源：光大证券研究所预测。数据为美联储每月购买国债和 MBS 数额

一、美联储对 Taper 态度符合市场预期，Taper 或将在 12 月开始

FOMC 申明公布后，市场反应较为平淡，表示美联储对 Taper 态度符合预期。近三个月来，美国通胀已经连续超出预期水平，但美联储至今无动于衷。从美联储对通胀的容忍态度来看，美联储把达到就业目标作为 Taper 的首要条件。2021 年上半年，新增非农就业平均每月约为 54 万人，6 月整体非农就业仍比 2020 年 2 月时低 680 万人。如果非农就业在 2021 年下半年平均每月有 50 万人的新增，则就业缺口将在今年 12 月份从 680 万人缩小到 380 万人。我们认为劳动力市场这样的表现将符合美联储所谓的就业市场“大幅度改善”并开始 Taper。

美联储加息为时尚早，但“暂时性”通胀演变为长期通胀的风险可能令美联储改变决策。虽然鲍威尔多次强调近期通胀主要由暂时性因素（如供给侧瓶颈、港口

堵塞、汽车库存紧张等) 导致, 但若这些暂时性因素在短期内无法改善并持续到明年, 那么 FOMC 可能就需要开始考虑通胀的持久性, 并因此进入提前加息通道。另一方面, 若通胀确实证明是暂时性的或者经济增长疲软不及预期, 那么现有的政策利率将会一直维持下去。

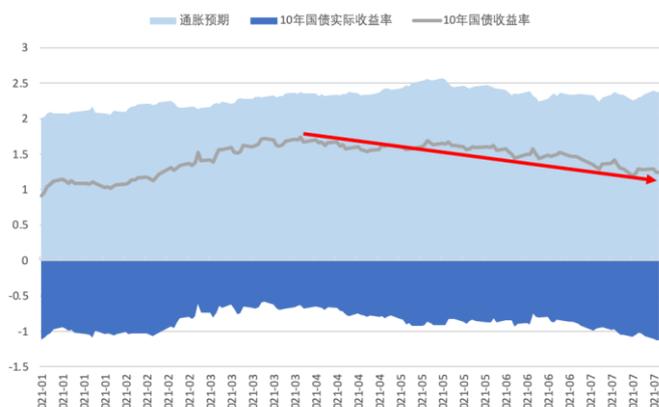
二、 财政刺激法案缩水拖累经济复苏, 美债收益率持续走弱

美国疫后财政刺激计划大幅缩水, 对经济复苏支撑走弱; 另外, 德尔塔毒株引发疫情再次反弹, 引起市场对美国经济前景预期有所下修。预计美债收益率年内大幅上行概率较小。

自今年 3 月份以来, 十年期美债收益率持续震荡下行。我们认为这主要源于 3 月后拜登政府财政刺激计划的大幅缩水, 引起了市场对美国经济前景预期的修正所致。美国疫后财政刺激计划从 3 月 31 日的 2.3 万亿美元下调到了 5 月 21 日的 1.7 万亿美元, 之后在 6 月 9 日又下调到了 5790 亿, 昨日 (7 月 28 日) 又再次下调到了 5500 亿美元。下图中可以看到, 在刺激计划不断下修的过程中, 十年期美债利率自 3 月以来就呈现一路下行走势。在通胀预期保持相对稳定的水平下, 美债收益率主要被实际收益率拖累, 而实际收益率则对应经济处于潜在运行时的利率。所以, 我们认为, 市场对美国中期经济增长的预期在不断改变, 从而影响到美债收益率走势。

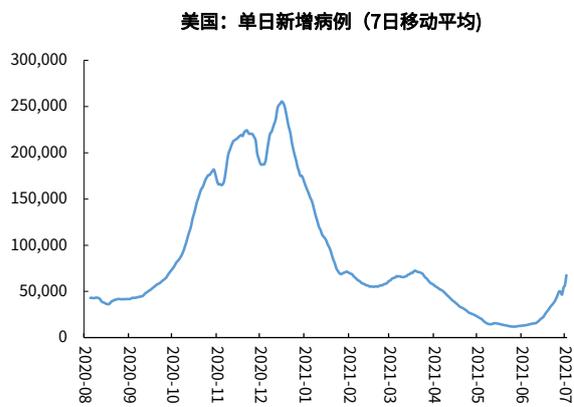
第二, 德尔塔毒株引发疫情再次反弹, 延迟美国经济解封的时间点, 从供给侧限制了经济复苏。7 月 20 日, 美国国家过敏症和传染病研究所所长, 福奇博士在国会参议院听证会发言时指出, 目前美国境内超 80% 新增确诊是德尔塔感染。当前美国 50 个州和哥伦比亚特区的新冠肺炎病例均呈上升趋势。另外, 大部分美国政府提供的失业救济金将在 9 月初停止, 彼时居民收入减弱, 催化需求端对经济增长的压力。

图 3: 今年 3 月以来, 美国 10 年期国债收益率, 10 年期国债实际收益率持续下行趋势 (%)



资料来源: Wind, 光大证券研究所。数据截止至 2021/7/28。

图 4: 美国单日新增病例



资料来源: Wind, 光大证券研究所。数据截止至 2021/7/28。

三、美国经济强复苏转弱复苏，中期看美元指数在 90-95 区间震荡

受制于美元指数中欧洲货币的权重，美欧货币环境强弱与美欧经济基本面的对比决定美元指数走势。

一则，以央行扩表速度差为代表的量差概念对于美元指数的指示意义较强。从下图中可以看出，美国央行扩表速度在今年 6 月开始低于欧洲央行扩表速度，这表明美国货币宽松环境相较于欧洲已开始趋紧张，对美元形成一定支撑。

二则，美国疫苗接种速度放缓可能导致美国或晚于欧洲达到群体免疫。按当前接种速度，欧盟方面，近期接种速度加快，有望在 9 月中旬实现群体免疫；美国方面，近期接种速度放缓，日接种量从 4 月份的 350 万剂次/日，下降到约 40 万剂次/日，按当前进度，三季度群体免疫目标实现存在一定障碍。达到群体免疫的时间点直接关系到投资者对经济预期，从而影响美元汇率走势。

三则，如今美联储对货币政策态度偏鸽派，鲍威尔一再次强调在没有看到实质性进展前，美联储不会轻易考虑扭转货币政策方向。因此，我们认为，现阶段我们仍处于货币政策正常化的超前期，美元仍被美联储偏鸽派的态度所压制。

总结来看，今年下半年，对美元指数影响的因素偏负面，美元在年内难有大幅上调行情，我们预计美元指数将在 90-95 之间震荡徘徊。

图 5：美欧央行资产扩张增速差领先美元指数



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_24202

