

2021年07月29日

宏观研究

研究所

证券分析师: 樊磊 S0350517120001
021-61981316 fanl@ghzq.com.cn
联系人: 方诗超 S0350121030003
fangsc@ghzq.com.cn

Taper 渐近

——7月美联储议息会议点评

相关报告

《6月工业企业利润数据点评: 工业企业利润增速持续下滑》——2021-07-28

《6月财政数据点评: 财政收入增速反弹》——2021-07-22

《2021年二季度经济数据点评: 货币政策放松的注解》——2021-07-19

《6月贸易数据点评: 被误读的数据》——2021-07-15

《国常会提示降准点评: 货币政策预调支持经济增长》——2021-07-08

事件:

北京时间7月29日凌晨, 美联储的联邦公开市场委员会(FOMC)公布了7月议息会议决议, 决议保持了对经济前景的乐观判断与对就业市场的信心, 并不担忧Delta病毒影响。通胀方面, 鲍威尔仍坚持通胀的上行是暂时的, 并引入“通货膨胀过程”说明通胀的“暂时性”。货币政策方面, 决议宣布维持当前0%-0.25%的利率水平与1200亿美元的购债规模不变, 符合市场预期。与之前不同的是, 会议首次深入讨论了Taper, 但尚未决定具体时间; 同时, 决议中也首次提到决定政策转向的两大目标有所进展, 虽然鲍威尔随后澄清了“进一步的实质性进展”尚未最终取得, 但我们认为这传递了Taper渐近的信号。我们维持此前的判断, 预计今年年底或者明年年初联储将缩减购债规模, 2022年年底或2023年初可能会着手加息。

投资要点:

■ 联储对经济前景保持乐观, 无需担忧Delta病毒影响

此次议息会议中联储延续了此前会议中对于经济前景的乐观态度。在决议中, 美联储表示, 在疫苗进展顺利以及强有力的财政政策支持下, 美国的经济活动与就业指标均有所增强。与上月决议中略有不同的是, 对于受疫情影响最严重的行业, 联储认为其有所改善但未完全恢复, 较上月“仍然疲软, 但也显示出了改善的迹象”的表述更为积极乐观。

此外, 联储认为经济恢复轨迹受新冠疫情的限制有所减弱。相较于6月决议中“经济的发展路径将很大程度(significantly)取决于疫情的走向”的表述, 7月决议中删去了“很大程度”, 表明联储认为经济受新冠病毒的限制已有所弱化。随后的新闻发布会中, 鲍威尔对于疫情反复也表态, “每一轮疫情反复的影响都越来越弱”。

就业方面, 联储保持了对就业市场恢复的信心。决议中关于就业的表述与6月一致, 随后的新闻发布会中, 鲍威尔再度强调了他对就业形势的乐观态度。他重申美国将很快进入一个非常强劲的劳动力市场, 目前高企的失业率主要受到一些与疫情有关的短期因素, 包括照顾孩子与家庭的需求、失业救济金的发放、对感染新冠病毒的担忧等对劳动参与率的影响, 这些阻碍在接下来的几个月中将很快

消退，不再成为居民重返工作的限制。与此前不同的是，鲍威尔还强调了“劳动力的需求十分强劲，但劳动力市场的恢复仍有待时日”，并在劳动参与率回升方面，淡化了疫苗接种对就业市场边际效果——我们认为可能与美国目前疫苗接种放缓有关。

■ 决议对通胀措辞不变，首提“通货膨胀过程”解释通胀“暂时性”

决议中关于通胀的表述与之前几次会议完全一致。此次决议中联储再次声明，追求的是在较长的时间跨度内实现平均 2% 的通货膨胀率，由于此前通胀率长期持续低于 2%，因此联储希望在未来的一段时间内看到通胀率适度高于 2%，以便使长期通货膨胀率的平均值达到 2%，并保持在这一水平。

与上次会议相同，鲍威尔承认通胀水平大幅高于预期，但不是广泛的通胀，并坚持认为通胀的压力是暂时的，一旦供给端有所反应，通胀便会随之回落。通胀风险虽然短期向上，但中期来看他有信心通胀将会下降。他强调联储不会允许通胀长期居于高位，若通胀显著性、实质性地持续上升——尤其是通胀预期——联储有充足的工具使其回落到 2%。

此外，他还引入“通货膨胀过程”（inflation process）以解释通胀的“暂时性”（transitory）。“通货膨胀过程”的机制与我们在中期策略中提出的由预期驱动的通胀的自我强化是一致的，区别于通胀的“暂时性”。具体而言，如果价格上涨没有影响长期的通胀预期，那么它大概率不会影响未来的“通胀过程”，即导致通胀持续上涨，在“通货膨胀过程”中留下永久印记。鲍威尔表示，目前所有证据都表明“通货膨胀过程”没有发生，并且联储将对这一可能性保持警惕，小心防范这一情况的发生。

■ 货币政策基调不变，首次详细讨论缩债

货币政策方面，此次决议宣布维持当前 0%-0.25% 的利率水平，并将继续以每月至少 800 亿美元和 400 亿美元的幅度增持美国国债和抵押贷款支持证券(MBS)，符合市场预期。

鲍威尔表示，此次议息会议首次详细讨论了如何缩减购债规模。会议对联储资产购买的时间点、节奏与构成都进行了深入的探讨，一旦经济条件需要改变便将做出调整，但目前尚未做出决定。关于缩减美国国债还是 MBS 的问题，鲍威尔回应两者的购买对金融状况的影响没有太大差异，先缩减购买 MBS 再缩减国债的想法没有道理，认为两者应该会同时缩减。

政策转向条件的实现有一定突破。早前谈及政策调整时，鲍威尔多次表示联储将视充分就业与物价稳定的政策目标是否取得“进一步的实质性进展”（substantial further progress）而定。而此次决议中首次表明这两大目标已有所进展（“the economy has mad

progress toward these goals”)），虽然随后的新闻发布会中，鲍威尔澄清了“进一步的实质性进展”尚未达成，但我们认为这一表述至少说明了我们离联储货币政策转向的时点更加接近。结合鲍威尔回应“进一步的实质性进展”的具体要求时的暧昧表态——对于就业的目标，他模糊表示需要参考各种就业数据才能判断是否达成“充分就业”，因而无法给出类似 2012 年联储所使用的明确的数字门槛；对于通胀的目标是否已经达到，鲍威尔回应这应由委员会判断决定，他的想法不具参考性——我们认为 **Taper 或将渐行渐近**。

当然，鲍威尔再度强调现在考虑加息是不合时宜的，联储将先根据是否取得实质性进展决定如何缩减购债规模，理想状态下，联储不会在结束 Taper 前加息。

概括而言，我们维持此前的判断，预计今年年底或者明年年初联储将缩减购债规模，2022 年年底或 2023 年初可能会着手加息。

风险提示：经济不达预期，政策低于预期，中美关系、疫情恶化

【宏观研究小组介绍】

樊磊，国海研究所宏观研究负责人，超过 10 年宏观经济和股票策略研究经验。在加入国海证券之前，曾在日本瑞穗证券，东方证券等内外资券商从事证券研究工作。2006 年获得北京大学学士学位，2008 年在美国 Texas A&M 大学获得硕士学位。

方诗超，宏观助理研究员。2017 年在浙江大学获得经济学学士学位，2020 年于美国 Cornell 大学获得应用经济学硕士学位。2021 年加入国海证券，从事宏观经济研究。

【分析师承诺】

樊磊，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

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_24209

