

政策面提供利率短期反弹动能

7月美联储议息会议点评

研究结论

事件：北京时间7月29日，美联储召开7月利率会议。

- 会上释放的重要政策指引信号包括：1) 经济修复已朝着政策目标取得进展，但是仍有距离；2) 就业修复将会加快，疫情对经济的影响持续弱化；3) 通胀预计仍在未来数月维持高位；4) 美联储将继续在接下来几次会议中评估经济进展。
- 7月利率会议后，我们维持 taper 操作将在年底年初落地的预测。受到 taper 细节持续披露、政府债务上限到期等影响，利率可能在短期中有所反弹，但持续释放的政策信号基本符合此前市场收敛并计入定价的一致预期，因此利率水平变化的空间、幅度不大。
- 经济修复已朝着政策目标取得进展，但是仍有距离：美联储在此次会议上称“经济修复已朝着政策目标取得进展”，特别是一些受到疫情影响最严重的部门改善较为显著。这一表述值得关注，因在此前美联储曾反复强调经济的“实质性修复”是触发政策拐点的核心条件。此次会上的表述意味着美联储对经济修复的判断仍在变得乐观，同时也确认仍未达到政策目标锚定的修复水平。
- 确认经济实质性修复的核心指标是就业规模，美联储认为下半年就业修复将会加快。从美国非农就业总规模来看，当前较美国进入疫情前的2020年2月，仍有约670万的就业量减少。如果要求就业市场的完全修复，则意味着到 taper 前需要净新增670万的就业岗位。
- 疫情再度反弹，但美联储认为疫情对经济的影响持续弱化。我们看到此轮反弹当中，新增确诊仍然是疫情数据中唯一的上行指标，而重症率、死亡率均维持低位，这可能使得新冠疫情在心理上逐渐被“大流感化”对待。
- 美联储认为通胀预计仍在未来数月维持高位。同时也认为低基数和能源类的价格上涨带来的支撑性因素逐渐趋于缓和。通胀高于趋势不会显著影响下半年联储决策。
- 美联储将继续在接下来几次会议中评估经济进展，我们预计联储正式操刀 taper 的时间点在2020年12月-2021年1月前后。同时，美联储有可能在8月底的 Jackson Hole 峰会开始，讨论并与市场沟通更多的 taper 操作细节。
- 提防政策因素带来的利率水平短期反弹动能。8月，美国政府法定债务上限到期，国会将就债务上限抬高展开博弈，潜在的主权信用风险冲击，叠加8月央行峰会开始有关 taper 的更多讨论，可能引致美国国债利率上行风险。但是在复苏交易、通胀交易热度均已峰值回落，taper 影响大幅计入市场定价的背景之下，未来利率水平的上行空间仍然有限。从全球市场来看，风险偏好仍维持在相对较高水平，权益交易、科技板块交易，仍然是更受追捧的热门交易。

风险提示

- 新型变异病毒的传播使得疫情变动超预期，影响经济复苏和货币政策制定；
- 通胀水平超预期。



东方证券
ORIENT SECURITIES

报告发布日期

2021年08月02日

证券分析师

王仲尧

021-63325888*3267

wangzhongyao1@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860518050001

香港证监会牌照：BQJ932

证券分析师

孙金霞

021-63325888*7590

sunjinxia@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860515070001

证券分析师

陈至奕

021-63325888*6044

chenzhiyi@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860519090001

联系人

陈玮

chenwei3@orientsec.com.cn

相关报告

如期提速：美国6月非农就业数据点评	2021-07-05
就业修复仍是触发 taper 核心条件：6月美联储利率会议点评	2021-06-22
拜登执政团队关键人物研究（一）：——谁是布林肯？	2021-01-03

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

北京时间 7 月 29 日，美联储召开 7 月利率会议。会上释放的重要政策指引信号包括——

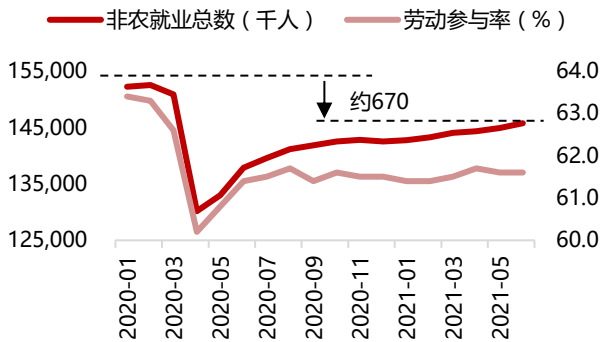
- 1) 经济修复已朝着政策目标取得进展，但是仍有距离；
- 2) 就业修复将会加快，疫情对经济的影响持续弱化；
- 3) 通胀预计仍在未来数月维持高位；
- 4) 美联储将继续在接下来几次会议中评估经济进展。

7 月利率会议后，我们维持 taper 操作将在年底年初落地的预测。受到 taper 细节持续披露、政府债务上限到期等影响，利率可能在短期有所反弹，但持续释放的政策信号基本符合此前市场收敛并计入定价的一致预期，因此利率水平变化的空间、幅度不大。

1) 经济修复已朝着政策目标取得进展，但是仍有距离：美联储在此次会议上称“经济修复已朝着政策目标取得进展”，特别是一些受到疫情影响最严重的部门改善较为显著。这一表述值得关注，因在此前美联储曾反复强调经济的“实质性修复”是触发政策拐点的核心条件。此次会上的表述意味着美联储对经济修复的判断仍在变得乐观，同时也确认仍未达到政策目标锚定的修复水平。

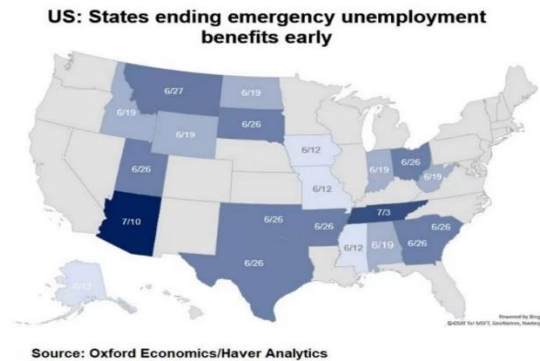
2) 确认经济实质性修复的核心指标是就业规模，美联储认为下半年就业修复将会加快。从美国非农就业总规模来看，当前较美国进入疫情前的 2020 年 2 月，仍有约 670 万的就业量减少。如果要求就业市场的完全修复，则意味着到 taper 前需要净新增 670 万的就业岗位。显著的就业规模总量缺口，在一定程度上需要归因于劳动参与率的下行。这一方面受到新冠病毒的高传播性影响，一些密切接触类就业岗位的就业意愿受到压制；另一方面，美国天量财政纾困当中包含了扭曲的高额失业金补贴，也抑制了一部分劳动力，特别是中低收入就业部门从业者的返岗意愿。而从 6 月份开始，财政纾困的高额失业金补贴在各州陆续退出，已经开始并将持续激发劳动力重返就业岗位的意愿，特别是此前受到失业补贴影响更大的中低收入服务业部门，如休闲和酒店行业。

图 1：美国就业市场非农就业总规模与劳动参与率



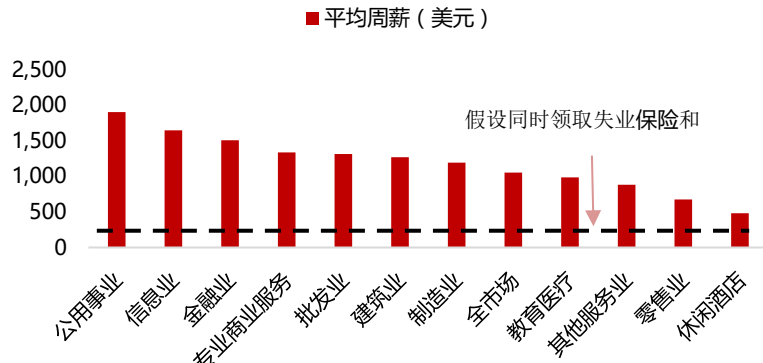
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 2：失业率小幅抬升



数据来源：Oxford Economics/Haver Analytics，东方证券研究所

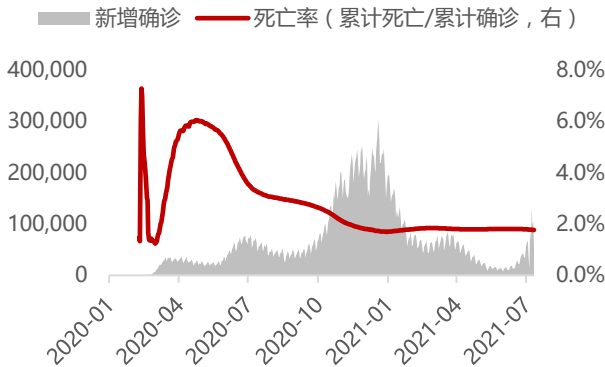
图 3：美国就业市场各行业平均周薪



数据来源：Wind，东方证券研究所

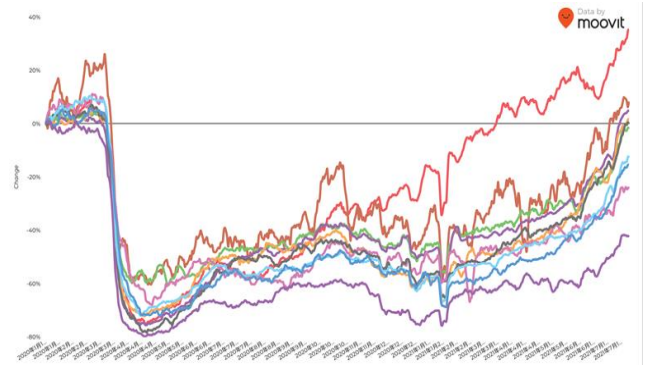
3) 疫情再度反弹，但美联储认为疫情对经济的影响持续弱化。Delta 毒株引致新冠疫情在全球范围的普遍反弹，成为市场近期普遍担忧的新的宏观风险。但是疫情无论是对政府政策，还是对个体的生产、生活行为的边际影响都在减弱。我们看到此轮反弹当中，新增确诊仍然是疫情数据中唯一的上行指标，而重症率、死亡率均维持低位，这可能使得新冠疫情在心理上逐渐被“大流感化”对待。特别是在美国，我们观察到主要城市的公共交通指数并没有出现此前疫情反弹时段的同步下行。疫情影响的实质性消退也有利于密切接触类的服务业岗位就业意愿回暖。

图 4：美国新冠每日新增确诊和死亡率



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 5：美国主要城市公共交通指数



数据来源：moovitapp，东方证券研究所

4) 美联储认为通胀预计仍在未来数月维持高位。同时也认为低基数和能源类的价格上涨带来的支撑性因素逐渐趋于缓和。通胀高于趋势不会显著影响下半年联储决策。

图 6：美银基金经理调查：认为全球 CPI 水平将会更高的基金经理比例



数据来源：BofA Global Fund Manager Survey，东方证券研究所

图 7：美银基金经理调查：认为经济复苏还将更强的基金经理比例



数据来源：BofA Global Fund Manager Survey，东方证券研究所

图 8：美银基金经理调查：认为盈利增长还将更强的基金经理比例



数据来源：BofA Global Fund Manager Survey，东方证券研究所

5) 美联储将继续在接下来几次会议中评估经济进展，我们预计联储正式操刀 taper 的时间点在 2020 年 12 月-2021 年 1 月前后。考虑到疫情实质性影响消退、财政补贴退坡等因素将在下半年持续发酵，同时，休闲酒店业仍有各部门中最大的就业规模缺口待回补（约 217 万），我们认为下半年美国就业市场修复将在服务业引领下维持强势，月度净增就业规模维持 80-100 万区间，就业实质性修复的目标在年底年初前后实现。同时，美联储有可能在 8 月底的 Jackson Hole 峰会开始，讨论并与市场沟通更多的 taper 操作细节。

6) 提防政策因素带来的利率水平短期反弹动能。8 月，美国政府法定债务上限到期，国会将就债务上限抬升展开博弈，潜在的主权信用风险冲击，叠加 8 月央行峰会开始有关 taper 的更多讨论，可能引致美国国债利率上行风险。但是在复苏交易、通胀交易热度均已峰值回落，taper 影响大幅计入市场定价的背景之下，未来利率水平的上行空间仍然有限。从全球市场来看，风险偏好仍维持在相对较高水平，权益交易、科技板块交易，仍然是更受追捧的热门交易。

风险提示

新型变异病毒的传播使得疫情变动超预期，影响经济复苏和货币政策制定；
通胀水平超预期。

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_24684

