



宏观点评

证券分析师

芦哲

资格编号: S0120521070001

邮箱: luzhe@tebon.com.cn

研究助理

相关研究

《德邦证券宏观专题: 美联储货币政策框架和利率体系》

《本轮 taper 如何循序渐“退”——深度推演宽松缩减之路径》

《拜登基建: 进展中的内忧外患》

年底 taper 预期升温

7 月 FOMC 纪要速评

投资要点:

- **核心观点:** 我们判断, 乐观情况下, 变异毒株没有导致疫情爆发, 劳务市场如期复苏, 那么——

时间上, 美联储或 9 月正式讨论 taper, 12 月正式宣布开启 taper;

方式上, 对国债与对 MBS 将按照 2:1 比例缩减;

节奏上, 初步判断每月分别削减 80、40 亿美元的购买规模, 持续 10 个月;

但这一乐观假设很大程度上取决于对疫情的控制力度, 劳务市场是否被确定有“实质性提升”, 及经济的内生性动能是否稳健且可持续。

- **大部分与会者注意到, 在经济如期发展的情况下, 今年开始缩减资产购买的步伐是适宜的。**与会者评论称, 他们注意到同时等比例缩减国债与 MBS 并确保二者最终能同时停止购买的好处。但委员会内部仍就 taper 节奏有分歧, 鹰派人士认为高度宽松的金融环境可能给金融系统构建风险, 而鸽派人士认为疫情反复与变种毒株的扩散或对复工复产与经济复苏产生阻碍。

- **就业与疫情仍是 taper 的两大关键。**就业率、劳动参与率是美联储关注的“广义且广泛”的系列指标。最新劳务市场报告显示这两项指标仍保持高速增长, 我们在深度专题《本轮 taper 如何循序渐“退”》中提及, 按照当前速率线性外推, 就业率与劳动参与率将分别在明年 2 月与 7 月回到衰退前水平; 而疫情方面, 当前美国的新增确诊中主要由 delta 毒株引发, 且目前也出现了其他的变异毒株, 这些毒株是否会引发疫情的二次爆发是影响美国经济复苏、美联储 taper 路径以及大类资产是否再度 risk-off 的关键, 也是当下市场最大的长尾风险。

- **风险提示:** Delta, Lambda 等变异毒株超预期扩散; 就业市场恢复不及预期。



内容目录

1. 美联储发布 7 月 FOMC 纪要	3
2. 就业与疫情仍是 taper 的两大关键	3
3. 风险提示	4

图表目录

图 1: QE4 以来的劳动参与率、就业率及预测	4
图 2: 目前 delta 毒株占比超 90%	4

1. 美联储发布 7 月 FOMC 纪要

美国东部时间 8 月 18 日 2:00，美联储公布了 7 月 FOMC 会议纪要，主要观点如下：

1、时间上，今年开启 taper 的预期升温

大部分与会者注意到，在经济如期发展的情况下，今年开始缩减资产购买的步伐是适宜的，因为委员会“更多实质性进展”的标准正被最大化就业目标实现。

Most participants noted that, provided that the economy were to evolve broadly as they anticipated, they judged that it could be appropriate to start reducing the pace of asset purchases this year because they saw the Committee's "substantial further progress" criterion as satisfied with respect to the maximum-employment goal.

2、构成上，预期国债与 MBS 将等比例缩减，确保二者同时停止购买

大部分与会者评论称，他们注意到同时等比例缩减国债与 MBS 并确保二者最终能同时停止购买的好处。

Most participants remarked that they saw benefits in reducing the pace of net purchases of Treasury securities and agency MBS proportionally in order to end both sets in purchases at the same time.

3、但委员会内部仍就 taper 节奏有分歧

鹰派：高度宽松的金融环境可能给金融系统积聚风险；

鸽派：疫情反复与变种毒株的扩散或对复工复产与经济复苏产生阻碍。

4、主要因为劳务市场尚未出现更多实质性提升

大部分与会者认为最大化就业的目标尚未出现更多实质性提升。

Most participants judged that the Committee's standard of "substantial further process" toward the maximum-employment goal has not yet been met.

2. 就业与疫情仍是 taper 的两大关键

1、taper 的前提假设：美联储大部分官员对今年底开启 taper 的判断是基于“经济如期发展（provided that the economy were to evolve broadly as they anticipated）”的假设，因此经济是否按照预期路径发展是 taper 路径的关键，尤其是双向目标中的价格稳定与最大化就业。

我们判断，乐观情况下，变异毒株没有导致疫情爆发，劳务市场如期复苏，那么——

时间上，美联储或 9 月正式讨论 taper，12 月正式宣布开启 taper；

方式上，对国债与对 MBS 将按照 2:1 比例缩减；

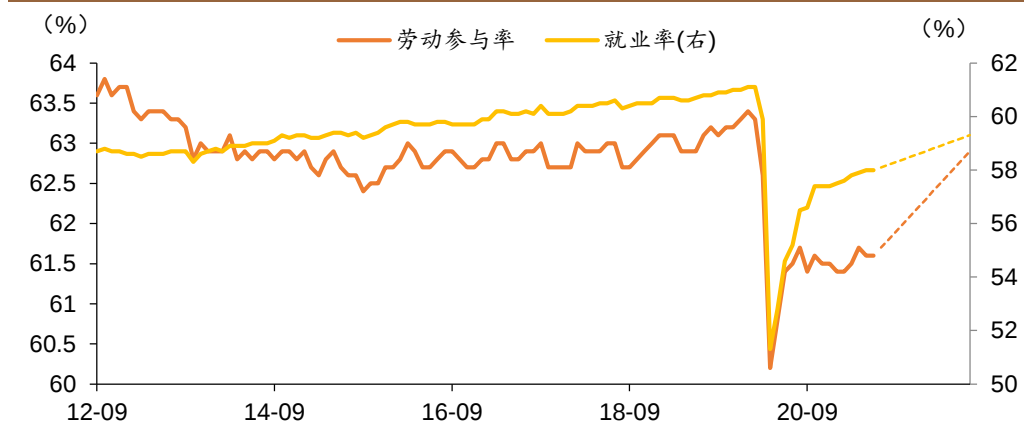
节奏上，初步判断每月分别削减 80、40 亿美元的购买规模，持续 10 个月；

但这一乐观假设很大程度上取决于对疫情的控制力度，劳务市场是否被确定有“实质性提升”，及经济的内生性动能是否稳健且可持续。

2、劳务市场：除失业率外，就业率、劳动参与率是美联储更关注的“广义且广泛”的系列指标。最新劳务市场报告显示这两项指标仍保持高速增长，我们在深度专题《本轮 taper 如何循序渐“退”》中提及，按照当前速率线性外推，就业率与劳动参与率将分别在明年 2 月与 7 月回到衰退前水平。

不过，考虑到 9 月 6 日美国救助计划（American Rescue Plan）中的失业补助将悉数到期（参考专题《拜登基建：进展中的内忧外患》），9 月开始或将有更多非劳动力重新加入劳务市场，使就业率与劳动参与率加速提升。

图 1：QE4 以来的劳动参与率、就业率及预测



资料来源：Wind，德邦研究所

3、疫情反复：当前美国的新增确诊中主要由 delta 毒株引发，且目前也出现了其他的变异毒株，这些毒株是否会引发疫情的二次爆发是影响美国经济复苏、美联储 taper 路径以及大类资产是否再度 risk-off 的关键，也是当下市场最大的长尾风险。

图 2：目前 delta 毒株占比超 90%



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_25387

