

总量研究

Taper 进入倒计时，预期年末正式开始

——2021年7月美国 FOMC 会议纪要点评

要点

作者

分析师：高瑞东

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

分析师：赵格格

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

相关研报

为何上半年制造业投资没有反弹？
(2021-08-17)

经济压力超预期，基建亟待反弹
(2021-08-16)

基建反弹在即，资产如何布局——光大总量之光会议纪要？(2021-08-15)

下半年基建投资将迎来持续反弹
(2021-08-15)

通胀挑战延续，7月美国 CPI 同比再超预期
(2021-08-13)

5500 亿及 3.5 万亿拜登刺激法案，将提升美国增长预期？(2021-08-12)

美国最想减免哪些产品的对华关税？
(2021-08-05)

财政开始平滑发力，基建投资如何演绎？
(2021-08-04)

经济复苏放缓，社融增速筑底 - 2021 年 7 月经济数据预测

德尔塔三次闯关，这次有何不同？——光大宏观周报 (2021-08-01)

制造业扩张放缓，宏观政策发力在即——2021 年 7 月 PMI 数据点评(2021-08-01)

财政平滑，货币放松，护航二十大——20210730 政治局会议点评
(2021-07-31)

事件：

美国 FOMC 7 月 27-28 日会议纪要显示，大多数决策委员认为，目前通胀水平已经达到委员会进行资产购买缩减 (Taper) 的标准，但就业方面仍未达到标准。多数决策委员支持今年开始 Taper 的决定，但关于何时开始 Taper 的决策悬而未定。最后，FOMC 确认了 Taper 的时间点和最终的加息之间没有联系。

核心观点：

7 月 FOMC 会议纪要显示，委员会已经开始对 Taper 进行更深入的讨论。基于就业市场和通胀方面的考虑，预计美联储或在今年 11 月议息会议上宣布 Taper 及其细节，12 月开始正式启动 Taper。对比 6 月会议纪要可以看出，有更多的决策委员表达了对通胀超预期的担忧，观点开始趋于鹰派。对于加息时间点，FOMC 再次强调，加息取决于美国经济的恢复程度是否达到 FOMC 的标准，而不基于 Taper 时点。我们维持加息不会早于 2023 年的预期。

就业通胀双双达标，Taper 进入倒计时

虽然 FOMC 在 6 月时的会议中开始提及购债缩减计划 (Taper)，但 7 月的会议中，FOMC 对 Taper 的讨论明显更进一步。在 7 月 FOMC 会议后的新闻发布会上，鲍威尔表示委员会已经开始对 Taper 的时间点、节奏和组成进行了深入的讨论。纪要显示，大多数决策委员认为今年开始 Taper 是较为合适的。

关于就业和通胀目标以及“实质性进展”的讨论

7 月会议纪要显示，所有的决策委员都认为，经济已经在充分就业和价格稳定的目标上取得了长足进步。大多与会者都认为，在价格稳定方面的“实质性进展”标准已经达到，但在实现充分就业目标方面，“实质性进展”的标准尚未达到。虽然就业市场表现还有待提高，但近期的新增非农和劳动空缺数据表明劳动力市场正在迅速回暖。

7 月 FOMC 会议时间点较为关键。7 月会议开始时，6 月非农数据已经公布但 7 月非农数据还未公布，虽然 6 月和 7 月非农数据都表现强劲，但 7 月的数据未被纳入决策委员的考虑范围之内。这一点较为关键，因为 FOMC 与会者在 7 月会后表明将持续关注就业数据。其中，FOMC 中最鸽派的明尼阿波利斯联储主席 Neel Kashkari 在会后表示，如果我们看到更多这样的 (6 月) 就业数据，那我认为经济已经取得了很大的进步，并且也是时候开始购债缩减了。所以，我们认为，7 月就业数据将给 FOMC 一剂强心剂，并加快对 Taper 的决策和讨论。

鉴于往年经验,预计 FOMC 将在正式开始 Taper 前的至少一次会议中宣布 Taper 决策。并且,在 7 月新闻发布会上,鲍威尔提到委员会会尝试将自己的想法更清晰传达给市场,无论是从声明、纪要、还是联储成员发表的公开评论中。所以我们认为,美联储在决定正式开始 Taper 之前会给市场更明确和强烈的信号以引导市场,避免发生 2013 年时的“缩减恐慌”。由于今年美联储还剩下 9 月、11 月和 12 月三次议息会议,我们认为联储会在 9 月议息会议上给市场更多 Taper 的细节和信号,引导市场预期,在 11 月议息会议上宣布 Taper,在 12 月会议上正式启动 Taper。

购债缩减的形式和节奏已初见雏形

7 月会议纪要显示,大部分 FOMC 参会者认为以成比例的形式降低国债和 MBS 购买,达到同时结束这两组债券的 Taper 是较为合适的。达拉斯联储主席 Robert Kaplan 列举了美联储 Taper 的潜在时间表——国债购买量每月减少 100 亿美元, MBS 购买量每月减少 50 亿美元。鉴于美联储目前的购债规模(每月购买 800 亿美元国债和 400 亿美元 MBS),整个 Taper 的过程将在 8 个月内完成。7 月纪要显示,大多数 FOMC 参与者支持这种同比例削减模式。

FOMC 对 Taper 的态度趋向鹰派

虽然纪要没有明确表明 Taper 的节奏和持续时间,但一些与会者表示,基于近期持续的高通胀数据和过于宽松的货币环境,委员会应该尽早开始准备资产购买缩减,避免通胀风险和金融系统风险持续上行。但也有与会者认为“德尔塔”毒株给经济和劳动力市场带来了限制,从而对中期通胀产生下行压力。总体来说,委员会对 Taper 的态度取决于参会者对通胀和经济的展望,但对比上一次纪要可以看出,有更多的决策委员表达了对通胀超预期的担忧。

我们预计,在正式宣布 Taper 之前, FOMC 会向市场进一步表明 Taper 的节奏和持续时间。在下周(8/26-8/28)的 Jackson Hole 经济研讨会上,鲍威尔可能会讨论这个话题,并在 9 月的议息会议上进一步推进 Taper 的组成和期限讨论。

FOMC 再一次确认,购债缩减和加息没有内在联系。

7 月 FOMC 会议纪要显示,很多与会者认为在达到加息标准前结束购债缩减会有许多潜在的好处。6 月点阵图显示,18 位决策委员中的 7 位预期 2022 年底前开始加息,也就是说,这些决策委员更希望看到 Taper 在明年年中之前结束,这样才能让年末加息更有可能。

关于加息时间点:

一些参会者强调,宣布资产购买缩减不应该被理解为联储开始考虑加息,加息所要求的达到的经济标准比 Taper 更高。加息周期的开始取决于美国经济的恢复程度是否达到 FOMC 的标准,而不是基于 Taper 时点。可以看出,大多 FOMC 决策委员不希望金融市场机械地预期加息节奏。所以,许多与会者指出,当 Taper 时间点接近, FOMC 委员会需要非常清楚地向市场再次确认在 Taper 和加息之间没有任何机械联系。

对长债收益率下行和隔夜逆回购用量上行的解释

纪要显示,美国长债收益率自 2021 年 3 月至 7 月大幅下滑,主要受期限溢价下行影响。期限溢价主要受通胀风险溢价和债券的供给和需求影响。一方面,市场

对通胀风险担忧提升会抬高通胀风险溢价，反之亦然。从年初至今，美联储与市场就政策方面的沟通保持透明和清晰，稳定了市场对通胀的担忧。持续的 QE 和经济回暖在一定程度上也稳定了通胀预期，从而稳定了通胀风险溢价。另一方面，QE 增加了对长期政府债券的需求，并因此降低了该类债券的期限溢价。

第二，近期美联储逆回购用量大幅上行，主要原因在于逆回购利率高于联储存款账户利率，所以大部分联储存款账户的钱被挪到逆回购账户中。联储逆回购账户是纽约联储向符合条件的交易对手出售证券，并同意以后在指定的价格和指定的时间回购相同证券的交易。疫情后，美联储的扩表和财政通常账户缩减给银行系统提供了大量的流动性，叠加美联储在今年 6 月 16 日将逆回购支付利率从 0% 抬高到了 0.05%，导致资金大幅流入逆回购市场。

市场对美联储 Taper 预期升温，债稳股跌

会议纪要公布后，美元指数收盘变化较小，10 年美国国债收益率小幅上行 1 个 bp 至 1.27%。对 Taper 预期升温导致股市大幅下行，标普 500 指数下跌 1.07%，道琼斯指数下跌 1.08%，纳斯达克指数跌 0.9%。

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

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_25396

