

海外宏观周报

渐行渐近的Taper

■ 核心摘要

1、主题评论：渐行渐近的 Taper。本周四凌晨，美联储公布了 7 月 28 日联邦公开市场委员会（FOMC）议息会议纪要。与会议声明及美联储主席鲍威尔接受采访时的言论相比，本次会议纪要表明，7 月议息会议首次讨论了 Taper 的可能性及后续计划。虽然纪要同样指出本次会议尚未对未来缩减购债计划做出任何决定，但受到纪要中流露出的“鹰气”影响，美股三大指数当日均遭遇震荡下挫。对于本次会议纪要有关 Taper 的讨论，我们认为：**1）多项关键指标明显修复，本次会议讨论 Taper 符合预期。**我们在报告《美联储对就业乐观，讨论 Taper 将至——2021 年 6 月美联储议息会议简评》中提出，美联储大概率将在 7 月议息会议中开始讨论 Taper（但并非官宣）；在我们对于 7 月会议声明点评中也认为，美联储为了表现出足够的“自信”，势必要对资产购买进行一定讨论。**2）Taper 开始时间尚未达成一致，就业情况成为主要标准。**目前就业情况已经成为美联储正式提出 Taper 的主要标准，考虑到 6、7 月强劲的非农数据及失业率，以及本周再创疫情以来新低的初请失业金人数，未来美国就业恢复的前景趋于明朗。**3）节奏方面，预计前期将出现“小步慢跑”的情形，但后期存在调整的可能性。**考虑到对市场的冲击，美联储前期应该更倾向于选择以较慢速度缩减购债，并在过程中根据实际情况调整缩减步伐。**4）结构方面，预计短时间内国债与机构 MBS 购买规模将同比例缩减，并在过程中进行灵活调整。**目前美国房地产市场的繁荣已经引起美联储的关注，在缩减过程中，美联储有可能根据实际情况对购买的资产进行灵活调整，同时借此对市场释放一定的信号。**5）加息可能并不会提早到来。**鉴于美联储一再否认 Taper 与加息间的必然联系，我们认为，美联储短时间内并不急于加息，市场对此也已经形成一定预期。

总体来说，本次会议纪要最大的变化就是表明美联储已开始对 Taper 进行讨论，但市场对此已有一定预期，因此并未造成太大影响。对于美联储未来的缩减计划，我们认为大概率在今年四季度开始，且初期将以“小步慢跑”与“同步缩减”相结合，并在过程中进行灵活调整；且 Taper 提上日程并不意味着加息的开始，二者之间是相互独立的。最后，结合纪要以及近期美联储官员在各类场合的讲话，可以发现美联储已经在预期引导方面边际发力。我们预计下一周美联储主席鲍威尔在杰克逊霍尔全球央行会议上（8 月 27 日华盛顿时间上午 10 点）将释放更多信号。

2、全球资产表现：全球股市——主要股指普遍回调，新兴市场下跌严重。7 月 FOMC 会议纪要中缩减资产购买讨论的影响，市场情绪低落，8 月 18 日道指、纳指及标普 500 分别下跌 1.08%、0.89%、1.07%。但由于市场对 Taper 已经形成一定预期，恐慌情绪并未扩散。且在美联储通过会议纪要释放 Taper 信号后，新兴市场受到的影响远大于发达市场。**全球债市——美债收益率低位震荡，通胀预期降温。**近一周各期限美债收益率普遍下行，Taper 所带来的恐慌并未对美债收益率产生明显影响。长期美债收益率下行较短期更加明显，收益率曲线趋于平坦化。拆分来看，本周通胀预期降温，成为带动美债收益率下行的主要因素。**商品市场——价格普遍下行，原油、黑色系商品领跌。**本周在美元指数上行、Taper 升温以及疫情持续扩散的影响下，主要大宗商品价格普遍遭遇下挫。原油下跌幅度较大，WTI 及布伦特原油本周分别下跌 9.2%、7.7%；国内黑色系商品同样表现不佳，铁矿石、螺纹钢及动力煤分别下跌 8.0%、7.7%、4.0%。**外汇市场——美元指数升至年内高位，非美货币普遍贬值。**本周美元指数大幅上涨 1.01%，收于 93.46，达到今年以来的最高点。受到美元指数迅速上涨的影响，非美货币汇率本周普遍贬值。尽管本周公布的 7 月 FOMC 会议纪要释放了有关 Taper 的信号，但我们认为，近期美元指数上升的根本原因还是由于美国经济基本面的相对强势。

一、主题评论：渐行渐近的 Taper

本周四凌晨，美联储公布了 7 月 28 日联邦公开市场委员会（FOMC）议息会议的纪要文件。与会议声明及美联储主席鲍威尔接受采访时的言论相比，本次会议纪要表明，议息会议中首次讨论了 Taper 的可能性及后续计划。虽然纪要也同样指出本次会议尚未对未来缩减购债的计划做出任何决定（No decisions regarding future adjustments to asset purchases were made at this meeting.），但受到纪要中流露出的“鹰气”影响，美股三大指数当日均遭遇震荡下挫。对于本次会议纪要有关 Taper 的讨论，我们的解读如下：

1) 多项关键经济指标明显修复，本次会议讨论 Taper 符合预期。在 6 月美联储议息会议后，鲍威尔表示开始就讨论 Taper 而进行了讨论（talk about talking tapering），但并未得出具体结论。我们在报告《美联储对就业乐观，讨论 Taper 将至——2021 年 6 月美联储议息会议简评》一文中提出，美联储大概率将在 7 月的会议中开始讨论 Taper（但并非官宣）；在我们对于 7 月会议声明点评中也认为，美联储为了表现出足够的“自信”，势必要对资产购买进行一定讨论。另外，由于市场已经接受近期开始讨论 Taper 的可能性，本次会议纪要的公布对于美股、美债的影响也十分有限，8 月 18 日当日，10 年期美债收益率仅上涨 1BP，道指、纳指及标普 500 分别下跌 1.08%、0.89%、1.07%。

2) Taper 开始时间尚未达成一致，就业情况成为主要标准。会议中大多数参会者认为，目前通胀已经满足了“实质性进一步进展”（SFP）的标准，就业水平也距离目标相差不远。在经济按照预期复苏的情况下，年内即可开始正式缩减购债。而有些参会者出于对目前就业市场不及预期，以及对未来通胀不确定性的担忧，对 Taper 计划仍持保守态度，希望于明年再正式启动 Taper。也有部分参会者认为，经济及金融状况可能在未来几个月内就可达到缩减购债的水平（warrant a reduction in coming months），说明不能排除 Taper 提前到来的可能性。我们认为，目前就业情况已经成为美联储正式提出 Taper 的主要标准。考虑到 6、7 月强劲的非农数据及失业率，以及本周再创疫情以来新低的初请失业金人数，未来美国就业恢复的前景趋于明朗。虽然近期在疫情的扰动及工资粘性等因素的共同影响下，就业恢复仍需一些时间，但在年内仍有可能观察到就业情况的“更进一步”。这也意味着，美联储将没有更多理由再推迟讨论和实施 Taper，且 Taper 可能来得比预想中早一些。

3) 节奏方面，预计前期将出现“小步慢跑”的情形，但后期存在调整的可能性。会议中多数参会者认为，逐步缩减资产购买可能会带来潜在的好处（potential benefits in a pace of tapering），同时也有部分参会者认为提前开启 Taper，放缓缩减步伐，可以降低金融市场对此的紧缩程度。我们认为，考虑到对市场的冲击，美联储前期应该更倾向于选择以较慢的速度缩减购债，并在过程中根据实际情况调整缩减步伐。

4) 结构方面，预计短时间内国债与机构 MBS 购买规模将同比例缩减，并在过程中灵活调整。在 7 月议息会议后鲍威尔表示，国债和 MBS 的作用大体相近，未来将会同比例削减购买，这与会议中多数人的看法一致。但在会议纪要中也有部分人出于对房地产市场过热的担忧，表示 MBS 缩减应快于国债。同时，也有其他一些人认为，缩减过程中应该灵活讨论资产购买的组成。我们认为，目前美国房地产市场的繁荣已经引起美联储的关注，在缩减过程中，美联储仍有可能根据实际情况对购买资产进行灵活调整，同时借此对市场释放一定的信号。

5) 加息可能并不会提早到来。本次会议纪要中，美联储提到了 Taper 可能会对市场释放货币政策转向的信号，促使市场形成加息预期，并且重申了 Taper 的进度与加息时间点并不存在联系，加息需要在更“严格”的目标达成后才能开始。鉴于美联储一再否认 Taper 与加息间的必然联系，我们认为，美联储短时间内并不急于加息，市场对此也已形成一定预期。但若未来美国经济复苏加速并很快接近“目标”，参考 2013 年美联储宣布缩减购债后的操作节奏，从完全结束资产购买到加息之间仍需为市场预留一定的缓冲时间。预计美联储在 Taper 的后半程可能会加快缩减力度，以更快结束 QE，为后续加息做更充分的准备。

总体来说，本次会议纪要最大的变化就是，表明美联储已经开始讨论 Taper，但市场对此已有一定预期，因此并未造成太大影响。对于美联储未来的缩减计划，我们认为大概率在今年四季度开始，且初期将以“小步慢跑”与“同步缩减”相结合，并在过程中进行灵活调整；且 Taper 提上日程并不意味着加息的开始，二者之间是相互独立的。最后，结合纪要以及近期美联储官员在各类场合的讲话，可以发现美联储已经在预期引导方面边际发力。我们预计下一周美联储主席鲍威尔在杰克逊霍尔全球央行会议上（8 月 27 日华盛顿时间上午 10 点）将释放更多信号。根据我们报告《美国经济复

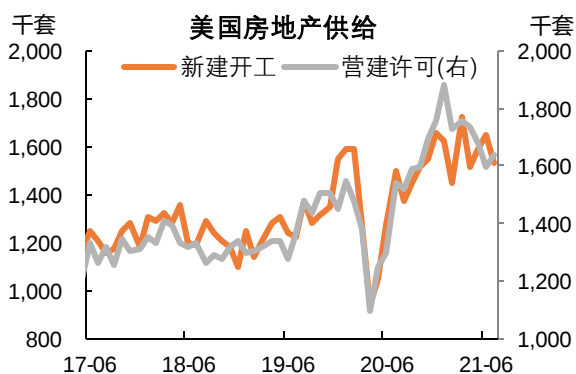
苏下半场如何演绎?》的结论, 变异病毒的传播或不改美国经济复苏大方向, 今年三季度美国服务业复苏不会太快、就业恢复后置, 但在四季度美国的经济复苏可能会更为强劲。因此, 仍需警惕美联储行动超预期及其可能带来的市场波动。

二、海外经济跟踪

1、美国：汽车消费回落，房地产市场趋稳

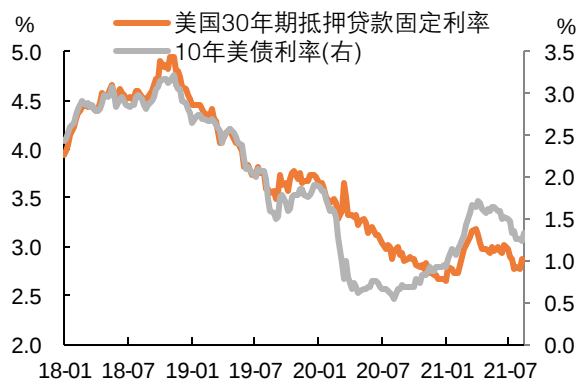
本周三公布的美国房地产数据显示, 美国 7 月新建开工住宅季调折年数为 153.4 万套, 较上月下降 11.6 万套, 环比降幅 7.0%, 但仍好于今年 2 月及 4 月情况。不过, 7 月营建许可折年数由 6 月的 159.4 万套小幅回升至 1635 万套, 结束了连续 4 个月的下降趋势。鉴于目前美国 30 年期抵押贷款利率仍然在 2.8%-2.9% 之间低位震荡, 将对房地产需求起到一定支撑作用, 我们对年内美国房地产市场继续保持偏乐观态度, 预计在未来一段时间内仍将维持“供需两旺”的态势。

图表1 美国房地产新开工保持稳定



资料来源: Wind, 平安证券研究所

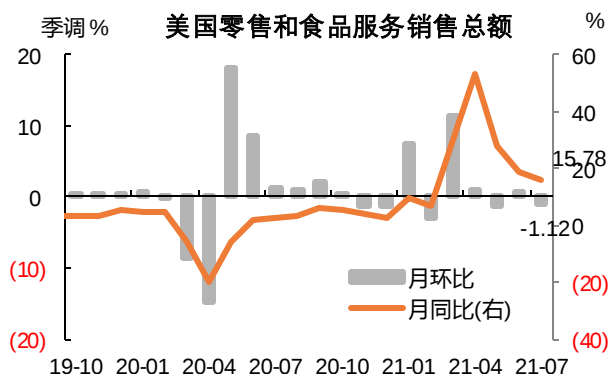
图表2 美国 30 年抵押贷款利率处于低位



资料来源: Wind, 平安证券研究所

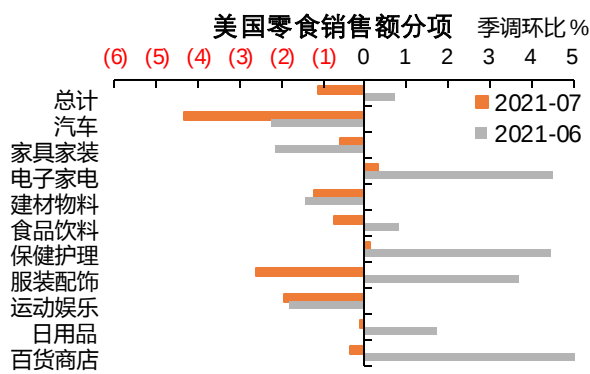
消费方面, 美国 7 月零售销售环比下降 1.12%, 前值为增长 0.74%。从分项来看, 7 月美国多方面零售销售环比再一次出现普遍下降, 其中与汽车相关的机车零件、汽车分项环比分别下降 3.93%、4.32%, 对零售销售形成较大的负向拉动; 而食品服务、加油站、杂货店等偏非耐用品及服务消费相关的零售分项继续保持增长, 也印证了我们之前对于美国消费复苏由耐用品转向非耐用品及服务的判断。

图表3 7 月美国零售销售总额环比回落



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表4 7 月美国汽车相关消费明显下降

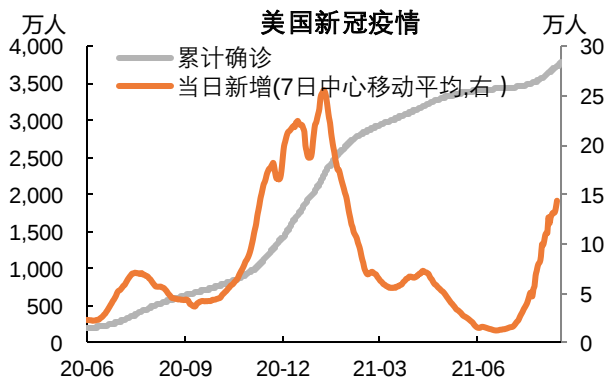


资料来源: Wind, 平安证券研究所

2、海外疫情：“德尔塔”变异毒株持续扩散

“德尔塔”变异毒株在全球范围内持续扩散，各国新增确诊病例大幅增加。8月20日当日，美国新增确诊病例接近17万例，且仍有加速趋势；日本新增确诊病例超过25000例，再创疫情以来单日新增确诊病例记录；英国疫情近期也出现小幅反弹，目前单日新增确诊病例接近4万例，虽较7月中旬的高峰仍有一定差距，但近一个月以来的发展趋势并不乐观。正如我们在报告《全面解禁后的英国：来自“躺平”的启示》中提到的，全面解禁对英国的影响还有待进一步观察。

图表5 美国新增确诊人数加速增长



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表6 日本单日新增确诊人数再创新高



资料来源: Wind, 平安证券研究所

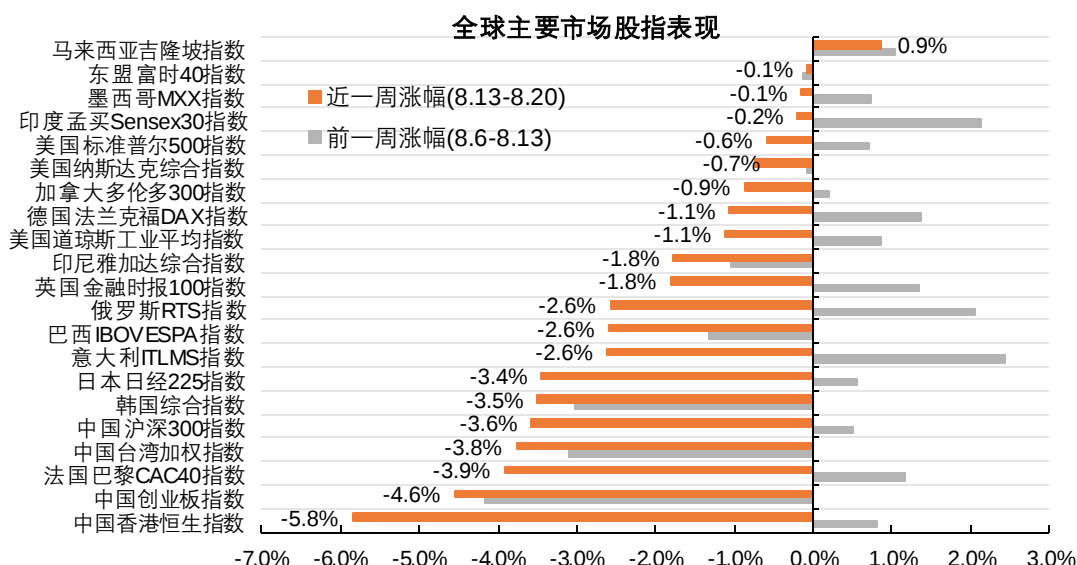
三、全球资产表现

1、全球股市——主要股指普遍回调，新兴市场下跌严重

近一周，受到疫情持续扩散及美联储 Taper 信号的影响，除马来西亚吉隆坡指数小幅上涨 0.9% 以外，全球其他主要股指均遭遇下挫。8月18日美联储公布7月FOMC会议纪要后，受到纪要中缩减资产购买讨论的影响，市场情绪低落，当日美股三大指数——道指、纳指及标普500分别下跌1.08%、0.89%、1.07%。但由于市场对 Taper 已经形成一定预期，恐慌情绪并未大幅扩散，在经历8月19日的小幅震荡后，8月20日道指、纳指及标普分别上涨0.65%、1.19%、0.81%。

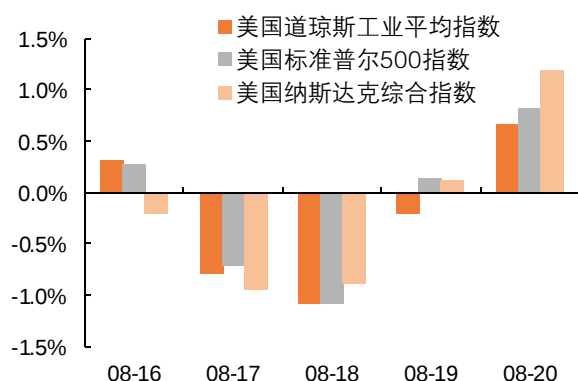
在美联储通过会议纪要释放 Taper 信号后，新兴市场受到的影响远大于发达市场。主要原因如下：一方面，随着新一轮新冠疫情的爆发，新兴经济体复苏前景黯淡，自6月以来新兴市场表现便持续跑输发达市场；另一方面，美联储缩减资产购买及后续的加息可能性，使得新兴市场资产吸引力下降，资金流出加快，股市受到的冲击远大于发达市场。

图表7 近一周全球主要股指普遍下跌



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表8 美联储关于Taper的讨论对美股影响有限



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表9 近一周新兴市场股市跑输发达市场



资料来源: Wind, 平安证券研究所

2、全球债市——美债收益率低位震荡，通胀预期降温

近一周各期限美债收益率普遍下行，长期限美债收益率下行较短期期限更加明显，收益率曲线趋于平坦化。Taper所带来的恐慌并未对美债收益率产生明显影响，8月18日当日10年期美债收益率仅上涨1BP，并于之后的两日内保持震荡。本周内10年期美债收益率由1.29%下降至1.26%。

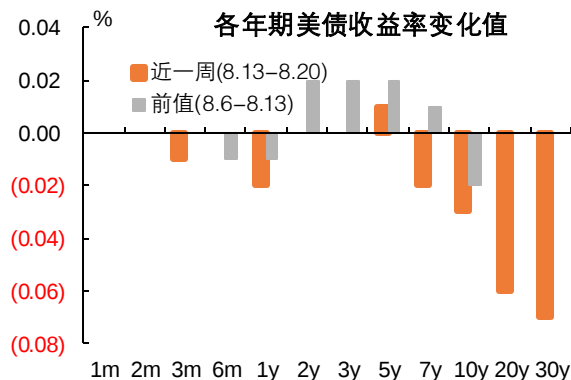
拆分来看，本周美债通胀预期实际利率走势完全相反，通胀预期降温成为带动美债收益率下行的主要因素。实际利率方面，本周内美债实际利率上升7BP，投资者对于美国经济复苏前景的信心边际上升。但正如我们在报告《美国经济复苏如何演绎》中提到的，三季度美国的经济将处于相对温和的复苏状态，短时间内实际利率将不会过快上升。通胀预期方面，本周美债通胀预期明显降温，由2.37%降至2.27%，大幅下降10BP，成为拉动美债利率下行的最主要因素。

图表10 近一周 10 年期美债收益率低位震荡



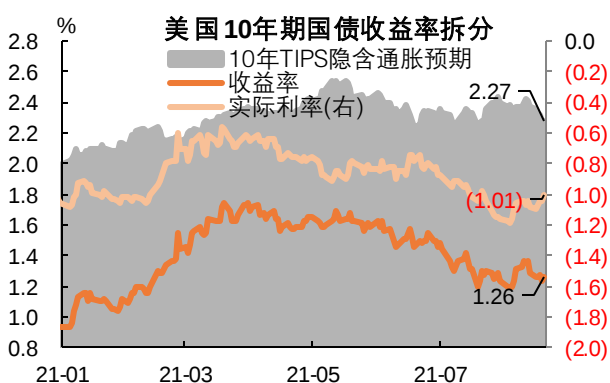
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表11 近一周美债收益率曲线明显平坦化



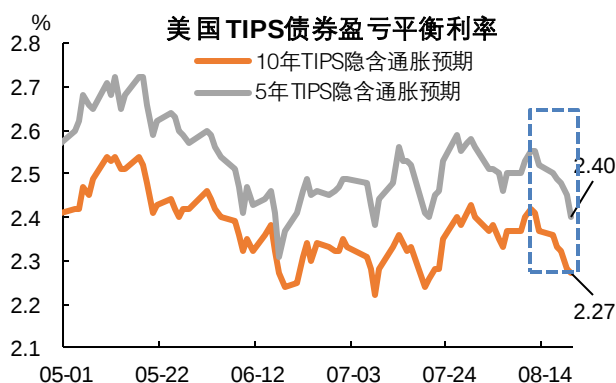
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表12 近一周美债实际利率缓慢回升



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表13 近一周美债通胀预期逐渐降温



资料来源: Wind, 平安证券研究所

3、商品市场——价格普遍下行，原油、黑色系商品领跌

本周在美元指数上行、Taper 升温以及疫情持续扩散的影响下，主要大宗商品价格普遍遭遇下挫。CRB 指数整周下跌

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_25753

