

# Taper 渐近无碍联储维持鸽派导向

## ——鲍威尔在杰克逊霍尔年会讲话传递的信号

### 报告导读/核心观点

下半年把握联储偏鸽的基调。政策方向趋紧但鲍威尔总比市场预期的节奏鸽一些。本次央行年会鲍威尔讲话略显平淡，虽然未有 Taper 指引但表态支持年内启动。当前市场对 Taper 落地时间有高度一致预期，指引时间变化无碍资产价格整体走势，美联储当前的鸽派风格才是货币政策领域的主要逻辑。展望未来，鲍威尔连任诉求下政策节奏超预期的概率不高，目前来看，9月议息会议进行 Taper 指引的概率较大。整体来看，未来美联储政策变化对市场的冲击以及外溢效应有限，整体对国内货币政策制约较小，我们认为，2021年中国下半年信用收缩之后经济下行压力逐渐增大，货币政策逐渐走向放松，无风险收益率继续下行并带动科技成长股发力，形成股债双牛。

### □ 整体坚持通胀临时论但态度有边际变化，未有 Taper 指引但支持年内启动

关于 Taper，本次会议并未进行明确指引，但鲍威尔表态支持当前联储内部的主流观点，赞同年内开展 Taper。基于当前态度，9月议息会议进行 Taper 指引的概率极大。关于加息，鲍威尔再次强调 Taper 和加息没有直接时间关系，保持一贯的安抚态度。关于通胀，整体基调仍然坚持通胀暂时论，但态度出现边际变化。一是认为当前的价格上涨多数是由耐用品和能源分项所贡献，主要属于暂时影响；工资方面，暂时没有看到薪酬和通胀压力出现正螺旋的迹象；从长期通胀预期来看，也基本符合联储的目标。二是态度边际变化，提及1970年代大通胀，认为中央银行不能过于自信，未来将持续观测通胀的变化，一旦通胀成为潜在问题美联储有足够的工具进行控制。关于就业，认为疫苗注射推进、学校开学和失业救济金福利退出后就业市场将逐步修复，虽然 Delta 在短期内可能产生扰动，但就业市场仍然在向充分就业的方向发展。关于 SFP（本轮 taper 的触发条件，进一步实质性复苏，即 substantial further progress），明确表示两大目标方面，通胀已经达标、就业也取得了明显的进展。

整体来看，本次会议讲话中鲍威尔整体基调仍然较为鸽派，较为平淡。虽然未进行 Taper 指引，但是对 Taper 和加息的整体政策表述基本符合7月联储议息会议纪要的基调。鲍威尔讲话后美元和美债收益率下行，纳指领先美股上行，黄金价格上行。

### □ 本次未开展缩量宽松指引主要考虑为疫情对就业的影响开辟更长的观察窗口期

7月非农就业数据虽然小幅超预期，但暂时无法验证本轮疫情复发对就业市场的冲击。一是非农就业数据采集时间点为12日当周，7月12日当周美国新增确诊仍在2万例附近，尚未受到 DELTA 病毒的明显冲击，因此疫情对就业市场的影响仍需观测。二是就业淡季的季调效应也对7月非农数据产生扰动，季调前非农就业人数下降13.3万，季调后新增94.3万。三是政府部门7月也贡献24万新增就业扰动数据，企业部门仍需进一步观测。美联储当前就业导向的政策偏好下可能仍需给予就业市场更长的观测窗口期以评估疫情的影响。我们认为这一原因可能是本次央行年会鲍威尔未对 Taper 有进一步明确指引的重要原因，指引时间点可能后移至9月议息会议。

### □ 银行蓄水能力不足叠加国债发行可能减量，缩量宽松已是箭在弦上蓄势待发

一是当前流动性持续泛滥，债务触及硬上限后财政存款仍在持续泄洪，8月至今净投放近2000亿；银行受 SLR 指标约束扩表意愿较弱，美联储进一步投放流动性可能侵占银行信用空间（详细请参考前期报告《联储态度逐渐转鹰，关注 Q3 流动性拐点》），对经济并无助益。在 SLR 监管框架下，准备金和信贷是等权重且互相替代的资产，但后者在货币乘数作用下会放大扩表效应。在银行扩表意愿弱的情况下，银行可能更倾向于持有超储、逆回购或国债，持续的 QE 会进一步挤压扩表空间及信贷意愿。二是根据财政部 Q4 的季度再融资计划，美国国债发行预计将于11月起逐步减量，美联储配合财政融资需求持续宽松的必要性也有所降低。在此情况下，缩量宽松已是箭在弦上不得不发，指引时间点的变化对政策推进方向和节奏的影响有限。

### □ 市场对 Taper 落地时间有高度一致预期，指引时间变化无碍资产价格整体走势

一是当前市场已对 Taper 的落地时间形成一致预期，鲍威尔指引时间点的小幅调整较难使预期出现大幅变化。根据此前7月纽约联储市场参与者和一级交易商调查显示，美国市场对 Taper 落地时间的主流预期为2022年1月，少量预期2021年 Q4 落地。7月议息会议纪要公布后，市场预期已小幅前移逐渐向年内落地的场景定价。

二是即便 Taper 落地，美国流动性仍将保持充裕。7月议息会议中推出的 SRF 和

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

联系人：林成炜

执业证书编号：S1230120080050

邮箱：linchengwei@stocke.com.cn

### 相关报告

报告撰写人：李超

FIMARF 工具短期难有实际用量（尤其在隔夜逆回购规模仍处于天量的情况下），但可以充当短端利率上限并在流动性紧张时给予支持，充分体现了鲍威尔呵护短端流动性及市场情绪的意愿。在此背景下，我们认为 1、2 个月的指引时间变化对资产价格影响相对有限，美联储当前的鸽派风格才是货币政策领域的主要逻辑。

□ **鲍威尔连任诉求下政策超预期概率小，受政治利益影响近期官员可能表现鸽派** 包括美联储主席在内的多位美联储高官任期将在 2021 和 2022 年先后到期，受政治利益导向影响，近期联储官员的表态可能整体呈现出较为“鸽派化”的姿态。

主席鲍威尔明年 2 月任期即将结束，下半年面临连任提名压力，拜登可能于劳动节后做出最终决定（美国时间 9 月 6 日）。当前白宫高级顾问对重新提名鲍威尔具有较高支持度；耶伦作为对联储主席提名具有较大影响力的内阁核心成员，已公开表示支持重新任命鲍威尔为美联储主席。在美联储主席一职党派倾向并不明显的背景下（历史上多位美联储主席均有被跨党派总统提名的先例）鲍威尔当前具有较高可能性连任，当前在候选清单上位列第二顺位的布雷纳德（理念较为鹰派）较难对其形成实质性挑战。因此，对于鲍威尔而言，充分引导预期降低 Taper 对市场的冲击将是其卸任前的关键挑战，在此背景下，未来政策推进节奏明显超预期概率较小。除美联储主席外，鲍威尔短期可能还需任命两个职位，一是负责银行监管的联储副主席一职，当前任职的夸尔斯任期将于今年 10 月到期。二是当前联储理事席位仍有一席空缺，理事任期长达 14 年且有投票权。受政治利益导向影响，近期联储官员发声可能较为鸽派。

□ **重申 DELTA 重点影响美债反弹斜率，衰退预期下美股风格可能重新转向成长** **美债方面**，我们此前曾指出结合债务上限及就业复苏预期看，10 年美债收益率上行拐点大概率在 Q3 出现，但本轮反弹难破年内前高。当前来看，对于拐点的判断已基本兑现，但未来上行的斜率将受到 DELTA 疫情扰动。**美股方面**，站在当前时点，美股短期仍有上行动力，Q2 以来逐渐升温的回购预期也将是短期美股重要的支撑力量。但衰退预期下美股风格可能重新转向成长，财政和货币政策的不确定性可能使得美股震荡加剧。**美元方面**，本轮反弹突破 93 已兑现我们前期“Q3 美元反弹至 93 一线”的判断。短期来看，在债务上限悬而未决、Taper 指引一触即发、疫情持续发酵等多重因素共振下，预计美元仍将维持高位震荡，Q4 起预计重回长期下行通道，年末美元指数可能重新下探 87-88 一线，财政刺激方案对美国经济长期潜在增速和全球产业转移趋势等美元长期决定因素的影响有限。

**风险提示：DELTA 疫情超预期导致宽松周期延长；通胀超预期导致联储收紧。**

## 1. 重要图表

表 1：对市场参与者的 Taper 预期调查（7 月调查结果）

	国债净购买（十亿美元）										
	2021.11	2021.12	2022.1	2022.2	2022.3	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3
25 分位	80	70	60	50	50	90	10	0	0	0	0
中位数	80	80	70	60	56	120	60	0	0	0	0
75 分位	80	80	72	70	60	160	110	50	0	0	0
	MBS 净购买（十亿美元）										
	2021.11	2021.12	2022.1	2022.2	2022.3	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3
25 分位	40	30	25	20	20	30	5	0	0	0	0
中位数	40	40	30	30	25	60	24	0	0	0	0
75 分位	40	40	36	33	30	75	40	20	0	0	0

资料来源：纽约联储，浙商证券研究所

表 2：对一级交易商的 Taper 预期调查（7 月调查结果）

	国债净购买（十亿美元）										
	2021.11	2021.12	2022.1	2022.2	2022.3	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3
25 分位	80	75	60	53	50	90	25	0	0	0	0

中位数	80	80	70	60	60	120	60	0	0	0	0
75 分位	80	80	70	60	60	140	70	20	5	0	0
<b>MBS 净购买 (十亿美元)</b>											
	<b>2021.11</b>	<b>2021.12</b>	<b>2022.1</b>	<b>2022.2</b>	<b>2022.3</b>	<b>2022Q2</b>	<b>2022Q3</b>	<b>2022Q4</b>	<b>2023Q1</b>	<b>2023Q2</b>	<b>2023Q3</b>
25 分位	40	33	28	22	20	30	0	0	0	0	0
中位数	40	40	35	30	25	45	18	0	0	0	0
75 分位	40	40	35	30	30	70	35	8	0	0	0

资料来源：纽约联储，浙商证券研究所

**表 3：2016-2020 年间美国系统性重要银行的 SLR 水平**

	2016Q4	2017Q4	2018Q4	2019Q4	2020Q4
高盛	6.40%	5.80%	6.20%	6.20%	7.00%
道富银行	5.60%	6.40%	6.30%	6.10%	8.10%
摩根士丹利	6.20%	6.40%	6.50%	6.40%	7.40%
富国银行	7.50%	8.00%	7.70%	7.07%	8.05%
纽约梅隆银行	5.60%	5.90%	6.00%	6.10%	8.50%
美国银行	6.90%	6.90%	6.80%	6.40%	7.20%
花旗集团	7.22%	6.68%	6.41%	6.21%	7.00%
摩根大通	6.50%	6.50%	6.40%	6.30%	6.90%

资料来源：Bloomberg，浙商证券研究所

**表 4：根据过去 4 年 SLR 水平测算的扩表空间 (百万美元)**

	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q2	21Q2 一级资本	过去 4 年平均 SLR
高盛	5.90%	6.60%	6.80%	7.00%	5.50%	98514	6.15%
道富集团	6.10%	6.10%	6.60%	8.10%	5.20%	15672	6.10%
摩根士丹利	6.20%	7.30%	7.40%	7.40%	5.90%	84612	6.38%
富国银行	6.84%	7.52%	7.75%	8.05%	7.09%	162999	7.57%
纽约梅隆银行	5.60%	8.20%	8.50%	8.50%	7.50%	25896	5.90%
美国银行	6.40%	7.10%	6.90%	7.20%	5.90%	202245	6.75%
花旗集团	5.97%	6.66%	6.83%	7.00%	5.84%	169636	6.63%
摩根大通	6.00%	6.80%	7.00%	6.90%	5.40%	241356	6.43%

资料来源：Bloomberg，浙商证券研究所

**表 5：历任美联储主席的党派、任期以及提名情况**

历任美联储主席	所属党派	任期时间	是否曾由跨党派总统提名
哈姆林	民主党	1914 年 8 月-1916 年 8 月	否
哈丁	民主党	1916 年 8 月-1922 年 8 月	是
克里辛格	民主党	1923 年 5 月-1927 年 9 月	是
杨	共和党	1927 年 9 月-1930 年 8 月	否
迈耶	共和党	1930 年 9 月-1933 年 5 月	否

布莱克	民主党	1933年5月-1934年8月	否
埃克尔斯	共和党	1934年11月-1948年2月	是
麦凯布	共和党	1948年4月-1951年3月	是
马丁	民主党	1951年4月-1970年2月	是
伯恩斯	共和党	1970年2月-1978年3月	否
米勒	民主党	1978年8月-1979年8月	否
沃尔克	民主党	1979年8月-1987年8月	是
格林斯潘	共和党	1987年8月-2006年1月	是
伯南克	共和党	2006年2月-2014年2月	是
耶伦	民主党	2014年2月-2018年2月	否
鲍威尔	共和党	2018年2月至今	否

资料来源：Wikipedia, 浙商证券研究所

**表 6：当前美联储官员所属党派及政策倾向**

当前美联储官员	职位	所属党派	政策倾向	任期到期时间
鲍威尔	美联储主席	共和党	鸽派	2022.2
克拉里达	美联储副主席	共和党	鸽派	2022.9
鲍曼	美联储委员	共和党	中立	2034.1
布雷纳德	美联储委员	民主党	鸽派	2026.1
夸尔斯	美联储委员（监管副主席）	共和党	中立	监管副主席 2021.10 到期
瓦莱	美联储委员	共和党	鸽派	2030.1
巴金	里士满联储行长	/	中立	
波斯蒂奇	亚特兰大联储行长	/	中立	
戴利	旧金山联储行长	/	中立	
埃文斯	芝加哥联储行长	/	鸽派	
威廉姆斯	纽约联储行长	/	中立	

资料来源：美联储，Bloomberg, 浙商证券研究所

**表 7：2013-2014 年美联储的 Taper 节奏**

	国债购买（亿美元）	MBS（亿美元）
2013.12	450	400

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\\_25774](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_25774)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn