

宏观

报告原因:专题研究

2021年8月28日

预期内的 Taper 有何不同? 如何演绎?

山证宏观固收团队

分析师:

郭瑞

执业登记编码: S0760514050002

邮箱: guorui@sxzq.com

李淑芳

执业登记编码: S0760518100001

邮箱: lishufang@sxzq.com

研究助理:

邵彦棋

邮箱: shaoyanqi@sxzq.com

太原市府西街69号国贸中心A座28层

北京市西城区平安里西大街28号中海国际中心七层

山西证券股份有限公司

<http://www.i618.com.cn>

投资要点:

➤ 以史为鉴: 2013年的 Taper 如何演绎?

2013年的 Taper (缩减购债) 是一个由“减速”到“刹车”的过程, 即逐月缩减购债规模, 直至完全停止新增购债。正式宣布 Taper 前, 伯南克在2013年5月22日首次与市场进行“Taper Talk”, 突然宣布将会考虑逐步缩减购债, 一度引发“缩债恐慌”。美国国债收益率骤升, 美股短暂下挫后快速回升。新兴市场出现严重的走资潮, 主要货币汇率年内大幅贬值约10%, 人民币汇率表现相对稳定, 新兴市场股市暴跌, 我国主要股指6月跌幅均超10%, 有色、采掘、纺服、建筑、非银板块跌幅甚至达到20%。

➤ 本次的 Taper 有何不同?

一是, 预期存在差异。有了2013年的“前车之鉴”, 鲍威尔领导下的美联储已从今年年初开始逐步释放信号, 市场也已对 Taper 将至达成共识, 缩债造成的资产价格波动难以避免, 但超预期引发的“恐慌”情绪大概率不会再现。二是, 基本面存在差异。次贷危机后的经济修复缓慢, 就业数据改善触发了2013年 Taper 的开启, 而当时美国的通胀水平维持低位。新冠疫情后美国经济在10个月内基本恢复, 当前失业率远低于2013年, 而通胀已远远超过美联储目标水平。三是, 不确定性差异。金融危机短期内难以复燃, 而新冠疫情却多次反复, 给美国经济复苏带来较大不确定性。疫情再起或会冲击就业市场修复, 叠加财政补贴退坡与通胀高位运行使得居民消费动能趋弱, 对 Taper 进程产生影响。全球疫情反复或会使供应瓶颈延续, 高通胀压力下能否继续保证更大规模资产购买计划有序、渐进的退出存在较大不确定性, 或将成为未来全球市场的主要风险点。

➤ 对市场的影响几何?

本次 Taper 的节奏将明显快于2013年。美国市场方面, 美股当前估值较高, Taper 开启或将引发较大震荡, 美债收益率兼有上行空间与压力, 但市场已有调整, 叠加地缘政治风险加剧, 上行幅度相对有限。主要新兴市场国家抵抗 Taper 冲击的能力明显增强, 但部分基本面表现不佳的国家风险已现。而此次 Taper 对我国市场的影响相对有限, 市场情绪的变化或会带来2~3周的波动与震荡, 但资本外流压力不大, 市场流动性或将基本保持稳定, 经济增长的长期逻辑与基本面变化才是市场走势的真正主导因素。

目录

1. 以史为鉴：2013 年的 TAPER 如何演绎？	4
1.1 从“减速”到“刹车”的 TAPER 之路.....	4
1.2 超预期与沟通不畅引发的“缩债恐慌”	5
2. 本次的 TAPER 有何不同？	6
2.1 预期差异：市场已对 TAPER 有预期，“恐慌”情绪难以再现.....	6
2.2 基本面差异：新冠疫情属于外部冲击，经济内生增长动力较强.....	7
2.3 不确定性差异：近期疫情加速恶化给 TAPER 开启带来多个矛盾点.....	8
3. 对市场的影响几何？	10
3.1 美国市场：美股或会出现较大震荡，美债上行压力较大.....	10
3.2 主要新兴市场：多数国家抗冲击能力增强，但部分国家风险已现.....	11
3.3 我国市场：TAPER 影响难以持续，长期逻辑与基本面才是主导.....	11
风险提示	12

图表目录

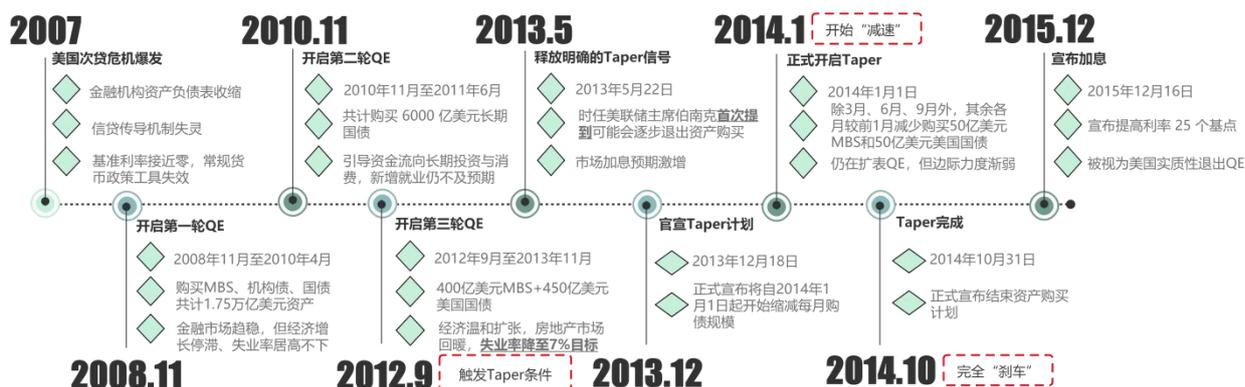
图 1：金融危机后，美国由 QE 至 TAPER 的时间路径.....	4
图 2：经济重新步入增长通道时，美联储开启 TAPER.....	4
图 3：2013 年由“减速”到“刹车”的 TAPER 之路.....	4
图 4：“TAPER TALK”后美债长端收益率快速抬升.....	5
图 5：美股短暂下跌后再度冲高.....	5
图 6：全球股市震荡，新兴市场股市暴跌.....	5
图 7：我国主要股指跌幅均超 10%.....	5
图 8：巴西雷亚尔、马来西亚林吉特贬值.....	6
图 9：墨西哥比索、泰铢贬值.....	6
图 10：南非兰特、印度卢比贬值.....	6
图 11：人民币在“恐慌”中稳定，TAPER 后贬值.....	6
图 12：近期就业数据明显改善，TAPER 预期上升.....	7
图 13：鹰派信号后，美债长端收益率保持“淡定”.....	7
图 14：次贷危机后，美国工业产出修复相对缓慢.....	8
图 15：本轮 TAPER 前，通胀水平不断走高.....	8
图 16：7 月底以来，美国疫情加速恶化.....	8
图 17：疫苗接种率高的以色列近期疫情再度恶化.....	8
图 18：服务业就业缺口+招工难反映就业意愿或改变.....	9
图 19：居民储蓄水平已回落，未来消费动能趋弱.....	9
图 20：东南亚国家疫情恶化或再度冲击全球供应链.....	10
图 21：海运运价走高+运力打满，美物价短期难降.....	10
图 22：疫情后美股大幅上涨，道指、标普 500 创新高.....	10
图 23：美股估值处于高位，TAPER 或引发较大震荡.....	10
图 24：多数新兴市场国家外汇储备充足.....	11
图 25：缅币今年以来汇率快速下跌，风险已现.....	11

1. 以史为鉴：2013 年的 Taper 如何演绎？

1.1 从“减速”到“刹车”的 Taper 之路

2013 年的 Taper（缩减购债）是一个由“减速”到“刹车”的过程，即逐月缩减购债规模，直至完全停止新增购债。金融危机后，美联储为保障美国经济的平稳复苏，进行了 3 轮 QE 向市场补充大量流动性，以推动美国经济走出衰退阴影。历时 5 年，在经济重新步入增长通道之时，美联储实施了 Taper、加息、缩表的三步走策略逐步退出 QE。第一步，便是由“减速”到“刹车”的 Taper。在 Taper 正式开启前，美联储每月购买 400 亿美元 MBS 及 450 亿美元美国国债。2013 年 12 月 18 日，美联储宣布将自 2014 年 1 月 1 日起开始缩减每月购债规模，除 3 月、6 月、9 月外，其余各月较前 1 月减少购买 50 亿美元 MBS 和 50 亿美元美国国债。此阶段实际上仍在扩表 QE，但边际力度渐弱，直至 2014 年 10 月 31 日完全“刹车”。

图 1：金融危机后，美国由 QE 至 Taper 的时间路径



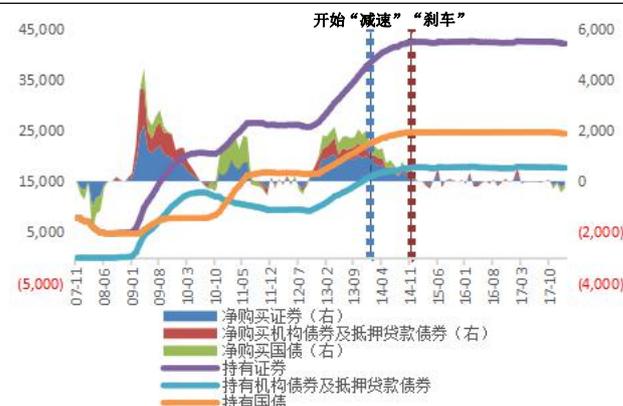
数据来源：公开资料整理，山西证券研究所

图 2：经济重新步入增长通道时，美联储开启 Taper



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 3：2013 年由“减速”到“刹车”的 Taper 之路

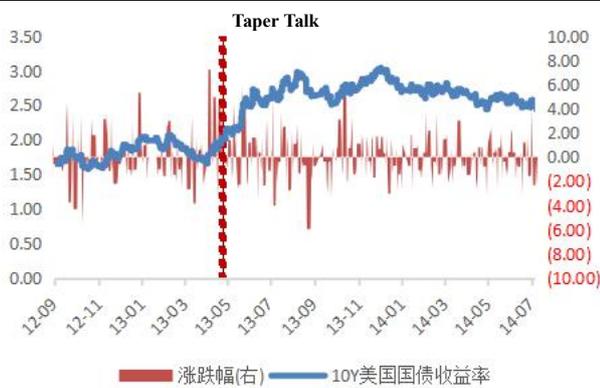


数据来源：Wind，山西证券研究所

1.2 超预期与沟通不畅引发的“缩债恐慌”

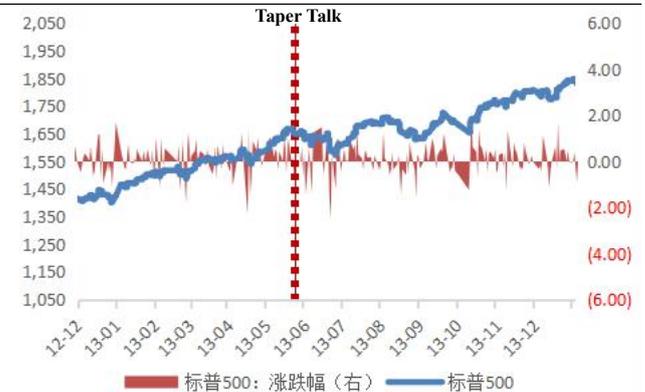
正式宣布 Taper 前，美联储曾在 2013 年 5 月首次释放即将缩减资产购买的信号，一度引发全球市场恐慌。时任美联储主席伯南克在 2013 年 5 月 22 日首次与市场进行“Taper Talk”，突然宣布将会考虑逐步缩减购债。市场对此几乎毫无准备，普遍预计 9 月即将开启 Taper，并误以为之后很快就要加息，各类资产开始重新寻求均衡价格，进而引发了剧烈波动，并快速传导至全球。就美国市场来看，一是，美国国债收益率骤升。10 年期国债收益率由 5 月初的 1.66% 升至 8 月底的 2.90%，在 4 个月内上涨近 130 个 BP，且中枢明显抬升。二是，美股短暂下挫，但在经济稳步增长的基本面支撑下快速回升。纳指在“Taper Talk”后的一个月中下跌约 4%，但之后再度上行，至 2013 年末上涨约 20%。

图 4：“Taper Talk”后美债长端收益率快速抬升



数据来源: Wind, 山西证券研究所

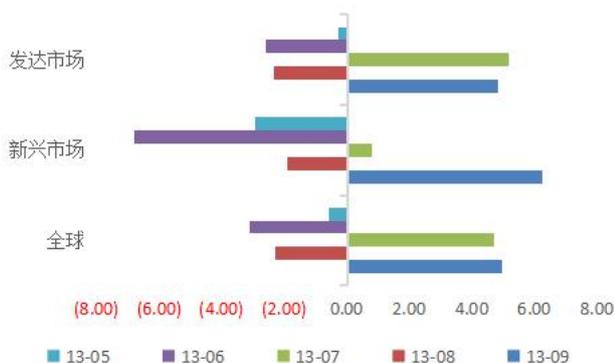
图 5: 美股短暂下跌后再度冲高



数据来源: Wind, 山西证券研究所

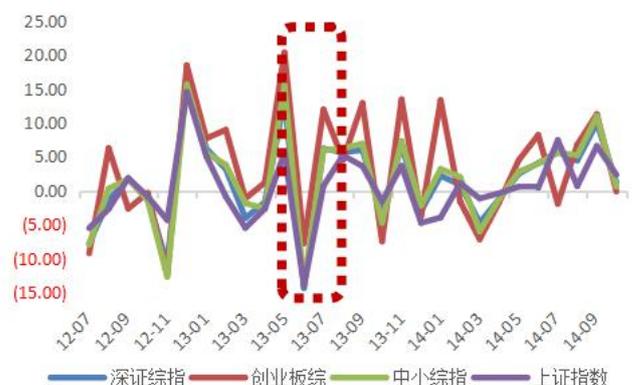
在以美元为主导的国际货币体系中，“缩债恐慌”也引发了全球股市震荡。新兴市场股市暴跌，直至 9 月美联储宣布延续 QE 才得以回升。MSCI 全球指数下跌近 4%，新兴市场指数跌幅近 10%。就我国而言，主要股指 6 月跌幅均超 10%，有色、采掘、纺服、建筑、非银板块跌幅甚至达到 20%。

图 6: 全球股市震荡, 新兴市场股市暴跌



数据来源: Wind, 山西证券研究所

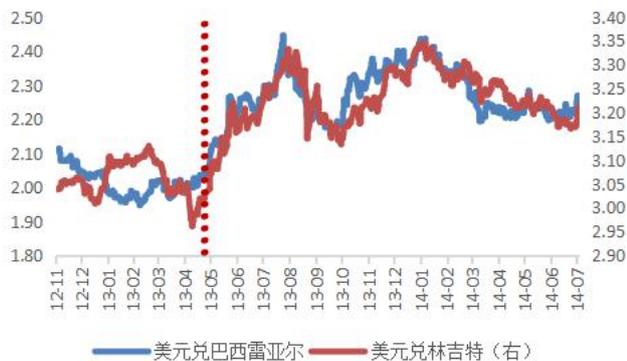
图 7: 我国主要股指跌幅均超 10%



数据来源: Wind, 山西证券研究所

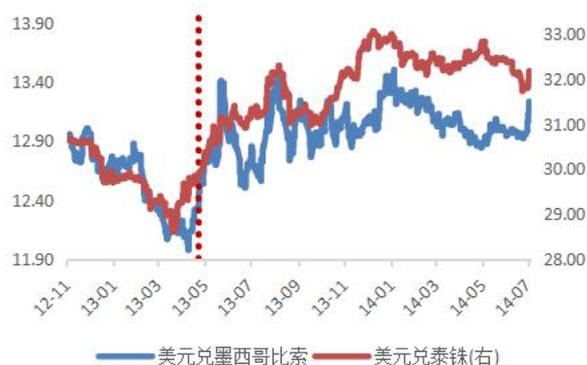
汇率方面, 新兴市场出现严重的走资潮, 泰铢、墨西哥比索、印度卢比、巴西雷亚尔、南非兰特等主要货币截至 2013 年底均大幅贬值约 10%, 而人民币汇率在我国管理浮动汇率制以及较好经济基本面的支撑下, 在此轮“恐慌”中相对稳定, 直至 2014 年正式开启 Taper 后才开始出现明显贬值。

图 8: 巴西雷亚尔、马来西亚林吉特贬值



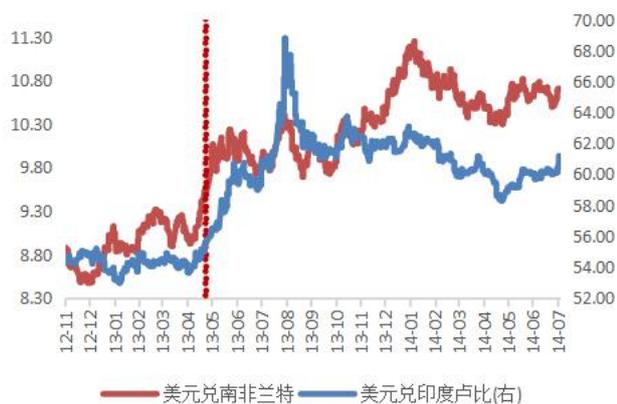
数据来源: Wind, 山西证券研究所

图 9: 墨西哥比索、泰铢贬值



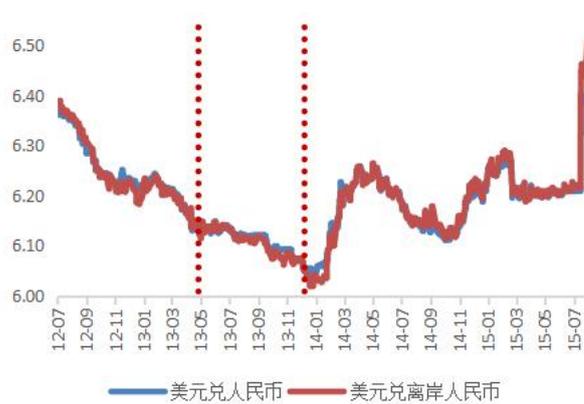
数据来源: Wind, 山西证券研究所

图 10: 南非兰特、印度卢比贬值



数据来源: Wind, 山西证券研究所

图 11: 人民币在“恐慌”中稳定, Taper 后贬值



数据来源: Wind, 山西证券研究所

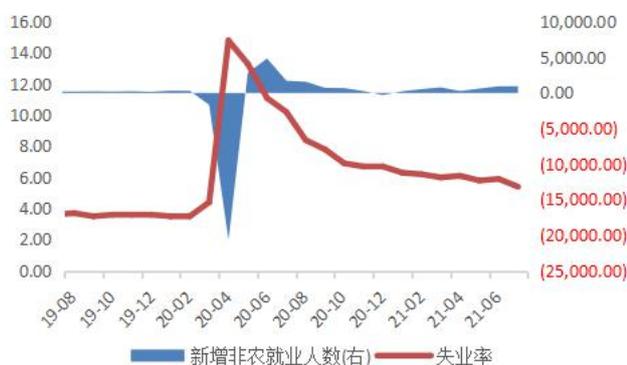
2. 本次的 Taper 有何不同?

2.1 预期差异: 市场已对 Taper 有预期, “恐慌”情绪难以再现

不同于 2013 年 Taper 的“前无古人”, 本次即将开启的 Taper 拥有“前车之鉴”。一方面, 为避免再次造成剧烈的市场波动, 鲍威尔领导下的美联储实际已经从今年年初开始逐步释放 Taper 信号, 表示或会在年末讨论缩减购债。截至目前, 已有多位官员公开谈论开启 Taper 的触发条件, 即经济复苏方面“取得实质

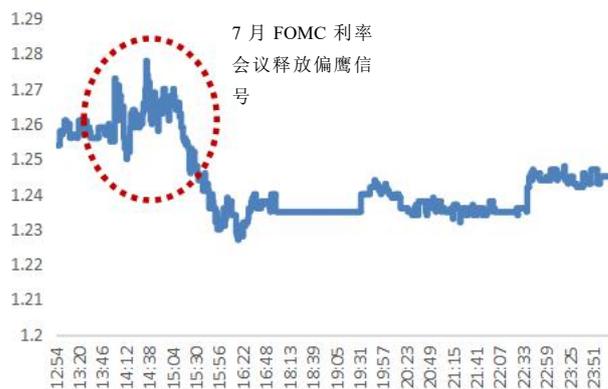
性进展”，而近期公布的7月FOMC会议纪要已呈现“偏鹰”迹象，提示市场Taper即将来临。另一方面，此次Taper已被市场预期并阶段性消化，不会如同2013年那样“措手不及”。今年以来，市场上关于Taper的讨论十分广泛，参照2013年，就业和通胀数据变化是美联储政策转向的关键所在，而近月在美国就业数据明显改善的前提下，市场已对Taper将至达成共识，只是对具体的时点与节奏观点不一，而美债收益率在美联储释放鹰派信号后依然保持“淡定”，反映出美国经济增长动力将逐步趋弱才是影响美债走势的主要因素。总体来看，Taper造成的资产价格波动难以避免，但超预期引发的“恐慌”情绪大概率不会再现。

图 12：近期就业数据明显改善，Taper 预期上升



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 13：鹰派信号后，美债长端收益率保持“淡定”



数据来源：Wind，山西证券研究所

2.2 基本面差异：新冠疫情属于外部冲击，经济内生增长动力较强

次贷危机与新冠疫情属不同类型的冲击，因此冲击后美国经济恢复的速度以及关键数据表现存在明显差异。次贷危机属于内生冲击，主要是经济系统内部奔溃造成了市场失灵，因此危机后面临结构性调整，经济复苏进程缓慢。同时，由于对经济前景的信心不足，美联储释放的流动性并未快速拉动企业投资、推升通胀，而是更多的流向了股市以及海外市场，使新兴市场国家出现严重的资产泡沫，这也是“缩债恐慌”下大量资本重新流回美国，造成全球市场出现剧烈波动的主要原因。最终，就业数据的改善触发了2013年Taper开启，而当时美国的通胀水平维持在1.5%左右的低位。

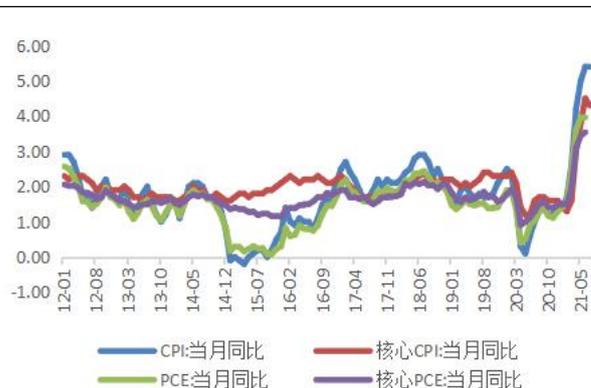
而本次新冠疫情属于外部冲击，市场配置能力仍在，美国经济的内生增长动力仍然较强，因此复苏步伐较快，2021年二季度就已展现出强劲复苏势头。10个月内，产能利用率已基本恢复至疫情前，截至7月，失业率已快速回落至5.4%，6、7月新增非农就业超90万人，大幅超过市场预期。在需求旺盛的拉动下，供应瓶颈持续使得通胀水平不断走高，5月起CPI同比增速已经超过5%，6月核心CPI同比增速已超4.5%，而PCE与核心PCE同比增速已逐步逼近4%。最终，本次Taper前夕，美国就业数据明显改善，失业率远低于2013年，而通胀已经远远超过美联储目标水平。

图 14：次贷危机后，美国工业产出修复相对缓慢



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 15：本轮 Taper 前，通胀水平不断走高



数据来源：Wind，山西证券研究所

2.3 不确定性差异：近期疫情加速恶化给 Taper 开启带来多个矛盾点

金融危机短期内难以复燃，而新冠疫情却多次反复，给美国经济复苏带来较大不确定性。次贷危机后的复苏虽然缓慢，但结构性问题也逐步缓解，作为一种周期性危机，短期内再度爆发的概率极低，因此，2013 年 Taper 前后经济温和复苏的基本面确定性较强。而新冠疫情带来的不确定性却大不相同，全球疫情分化演绎、毒株出现变异、美国疫情再起以及美国当局宣布不会重回封锁均使得预测未来走势变得十分困难。7 月底以来，美国疫情在 DELTA 变异株的侵袭下加速恶化，8 月 24 日当周日均新增确诊超 138000 例，佛州、密西西比州、路易斯安那州、夏威夷州、俄勒冈州等多地疫情形势严峻，医疗系统超负荷与医护人员短缺再度上演。疫苗接种率（完全接种人数占比）超过 60% 的以色列近期单日新增确诊人数再度翻倍上行，在此背景下美国疫苗接种率长时间在 50% 左右徘徊，**疫情有继续发酵的风险**。路易斯安那州、田纳西州和佐治亚州近日已相继取消了部分大型商业活动，由此，此轮疫情再起或将拖累美国经济复苏步伐。

图 16：7 月底以来，美国疫情加速恶化

图 17：疫苗接种率高的以色列近期疫情再度恶化

4,000,000

350,000

70,000

14,000

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_25915

