



宏观专题

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》

《德邦证券宏观专题: 本轮 taper 如何循序渐“退”》

《年底 taper 预期升温: 7 月 FOMC 纪要速评》

我们为什么认为缩减恐慌不会重演 美联储货币政策跟踪系列

投资要点:

- 本轮 taper 路径中, 美联储加强了与资本市场的沟通, 强化了对货币市场的保护, taper tantrum 行情难以上演。资本市场方面, 纽约联储在每次 FOMC 会议前夕都会发起货币政策调研 (SMP), 询问主流机构对货币政策 (如 taper) 的看法, 一定程度上能及时获知市场预期, 减少超预期货币政策信号给市场带来的波动; 货币市场方面, 美联储在 7 月启动了 SRF、FIMA 两项流动性支持工具, 确保在市场出现流动性冲击时能迅速反应, 确保金融市场的平稳运行。
- 本轮 taper 预期最初形成于 2020 年 11 月, 且预期锚定非常稳定。从历次纪要中 SMP 的调查结果可看出, 自去年 11 月以来, 市场对 taper 的开启节点就一直被锚定在了 2021 年底/2022 年初, 随着时间推移, FOMC 不断上调对经济、通胀与劳务市场的前景展望, 同时对 taper 开始释放更多增量信号, 以求通过一个循序渐进的预期管控, 尽可能减少货币政策路径给市场带来的波动, 这与伯南克时期毫无征兆的信号形成了鲜明对比。
- 最新的 SMP 显示, 当下主流机构观点与美联储信号基本无预期差。时间上, 美联储最新信号显示将于年内开启 taper, 照此推算即 9 月 FOMC 声明“下次会议讨论 taper”, 11 月 FOMC 声明“下月开启 taper”, 12 月 FOMC 声明“开启 taper”, 而主流机构最新预测中值为明年 1 月。规模上, 美联储 7 月 FOMC 纪要显示将同时等比例缩减国债与 MBS, 主流机构预计每月缩减 100 亿美元国债与 50 亿美元 MBS。
- SRF 与 FIMA 强化国内外货币市场。两项流动性支持工具的本质是为后续 taper 未雨绸缪, 一旦在 taper 的过程中, 内外部环境的变化 (如疫情再度爆发、非农数据大幅不及预期等) 重燃市场避险情绪, SRF 和 FIMA 能作为第一道防火墙, 短期内抑制住货币市场流动性冲击的扩散。
- 风险提示: 虽然市场已经对 taper 有充分预期, 美联储也预备了 SRF 和 FIMA 以呵护货币市场的流动性, 但当前 taper 进程仍存在经济层面的下行风险, 疫情的二度爆发、非农数据因飓风登陆而大幅不及预期或拖累 taper 步伐, 同时诱发大类资产再度开启 risk-off 模式。就国内资产而言, 美国市场 risk-off 的情绪短期内或外溢至国内, 给权益资产带冲击。长期以来, taper 后美联储将步入加息周期, 届时流动性环境的收紧或从北向资金和人民币汇率两个层面给国内资产带来边际冲击。



内容目录

1. 上轮 taper tantrum 的始末回顾.....	3
2. 本轮 taper 为何不会引发 tantrum	5
2.1. 向市场提前释放 taper 信号	5
2.2. 与资本市场的沟通	6
2.3. 对货币市场的保护	8
3. 风险提示	9

图表目录

图 1: 缩减恐慌 (taper tantrum) 期间美股美债表现.....	3
图 2: 上轮 taper 前后实际利率 vs 预期通胀.....	4
图 3: 上轮 taper 前后中性利率 vs 期限溢价.....	4
表 1: 历次 QE 资产购买的时间与内容	6
表 2: 28 家 SMP 受访机构名单	7
表 3: 受访机构就首次 taper 时间的预测	7
表 4: 受访机构就 taper 规模与市场的预测.....	7

美东时间 8 月 27 日早上 10 点，美联储主席鲍威尔在 Jackson Hole 全球央行会议上讲话，其在发言临近结束时表示：“我在 7 月 FOMC 会议上与大部分与会者持同样观点，即在经济如期发展的情况下，今年内开始缩减资产购买的步伐是适宜的”。

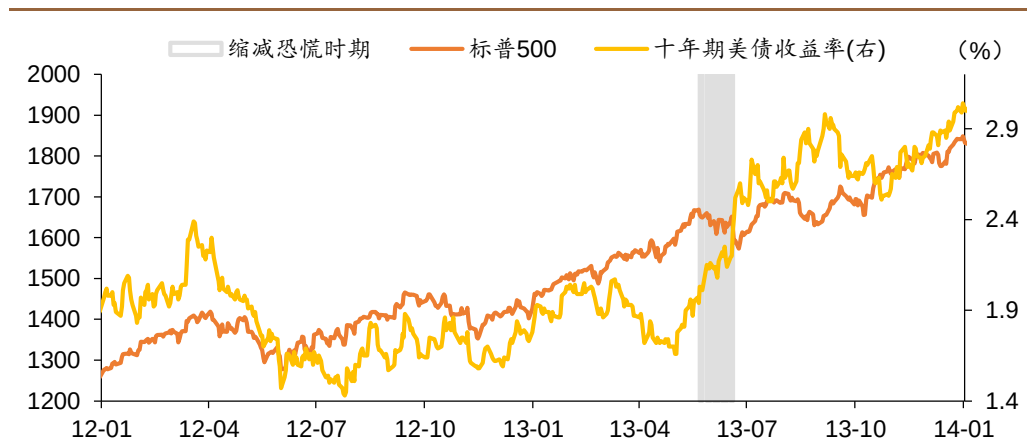
At the FOMC's recent July meeting, I was of the view, as were most participants, that if the economy evolved broadly as anticipated, it could be appropriate to start reducing the pace of asset purchases this year.

随着本轮 taper 的临近，市场开始就本次缩减的时间、节奏与构成展开讨论，一个值得关注的问题是本轮 taper 过程中是否会出现与上轮一样的 taper tantrum（缩减恐慌）。我们回顾了上轮 taper tantrum 的始末，并从市场的预期与美联储的应对措施两个方面进行了分析，认为本轮美联储货币政策路径中，taper 会重演，但 tantrum 不会。

1. 上轮 taper tantrum 的始末回顾

2013 年 5 月 22 日，时任美联储主席的伯南克在国会听证会上表示：“如果我们看到经济继续改善并且对其可持续性具有信心，那么在接下来的几次会议中我们将放缓购债的步伐。”2013 年 6 月 19 日，伯南克在新闻发布会上再度表示：“如果经济持续复苏，美联储会在今年晚些时候缩减购债规模，在 2014 年中完全停止。”值得注意的是，伯南克的两次发言并不是在向市场传递“确定经济复苏”的信号，而是向市场表达 taper 的条件将会是基于“如果复苏可持续”的前置条件。但由于市场此前对 taper 这一操作毫无预期，伯南克的发言还是让市场就美联储缩减资产购买路径的预期进行了大幅修正，体现在资产价格上即是股债双杀，由此也引发了一场经典的 taper tantrum。

图 1：缩减恐慌（taper tantrum）期间美股美债表现

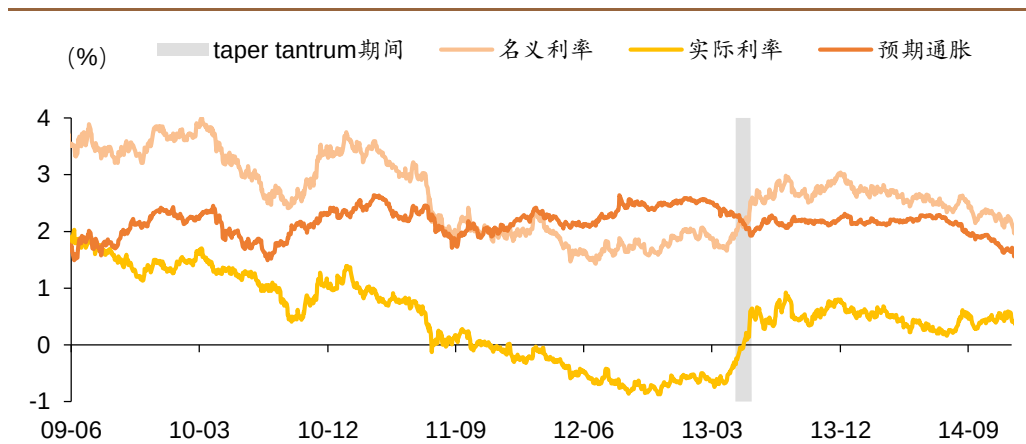


资料来源：Wind，德邦研究所

具体来看 10 年期美债的表现，2013 年 5 月 22 日到 6 月 19 日，10 年美债收益率从 2.03% 大涨 30bps 至 2.33%，并在随后四个交易日触及 2.60%。

从实际利率+预期通胀的角度看，这期间预期通胀因通胀读数持续低迷出现小幅回落，从期初的 2.27% 回落至期末的 2.04%。而实际利率则大幅上行，从期初的 -0.24% 直接破零，升至期末的 0.29%，背后反映的是市场认为伯南克所传递的是“经济确立进一步复苏”的信号，并将其迅速在实际利率层面定价。

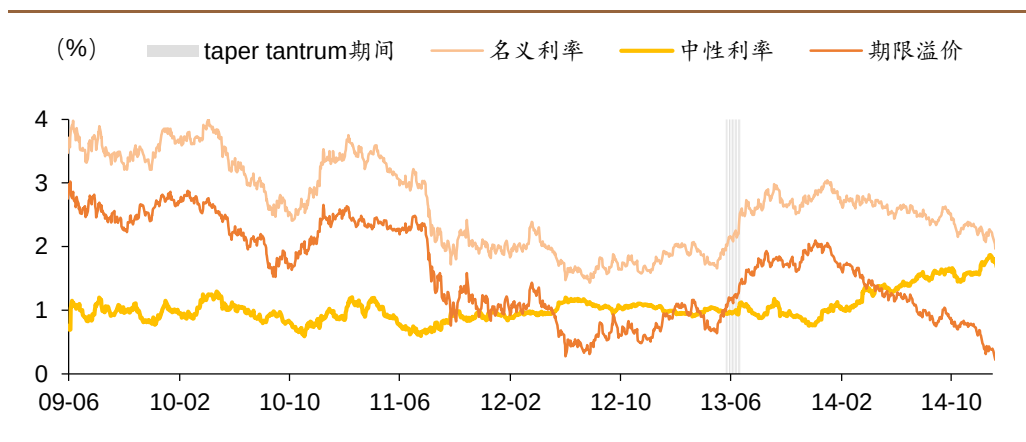
图 2：上轮 taper 前后实际利率 vs 预期通胀



资料来源：Wind，德邦研究所

从纽约联储公布的中性利率+期限溢价的角度看，这期间中性利率与期限溢价上行幅度相当，前者从期初的 0.95% 上行 19bps 至期末的 1.04%，后者从期初的 1.08% 上行 21bps 至 1.29%。就中性利率而言，由于 taper 后美联储货币政策路径的下一步即为加息，因此 10 年期美债中性利率的上涨反映的是对加息预期的重新定价。就期限溢价而言，市场在整个 taper tantrum 期间所修正的主要是流动性风险溢价，这与美股的下跌原因一致，本质是投资者开始重新评估美联储宽松货币政策所能给金融市场与实体经济带来的流动性支撑力度。

图 3：上轮 taper 前后中性利率 vs 期限溢价



资料来源：Wind，NY Fed，德邦研究所

总结来说，伯南克突如其来 taper 信号给 10 年美债的冲击主要来自三个方面：1) 确立经济复苏，引发实际利率急速上行；2) 重新评估加息路径，引发中性利率上行；3) 重新评估流动性支持落地，带来流动性风险溢价增大，引发期限溢价上行。

以 taper 信号出现到 taper 结束的整个周期为观察窗口看(2013 年 5 月 22 日到 2014 年 10 月 31 日)，美债收益率从 2.03% 上行 32bps 至 2.35%，上行幅度相对于 taper tantrum 期间是非常温和的。拆解看，实际利率+67bps，通胀预期-35bps，期限溢价-28bps，中性利率+60bps。这里期限溢价的下行是通胀风险溢价与流动性风险溢价共同作用的结果，风险溢价的下行与预期通胀的下行相对应，反映的是持续低迷的通胀读数带来的通胀风险的缓释，流动性溢价则是“taper 是外部流动性支撑增量递减过程”的事实印证。其中启示在于，抛开 taper tantrum

前后资产风格反转的插曲不谈，整个 taper 期间，美联储给市场流动性支撑的弱化带来的是“利好边际递减”，而不是“利空”。

2. 本轮 taper 为何不会引发 tantrum

有了上轮 taper tantrum 的经验，美联储开始更加重视 taper 给市场带来的影响。首先，美联储官员自去年底开始吹风 taper，逐步让市场提前开始讨论 taper。其次，美联储加强了与资本市场的沟通，纽约联储在 FOMC 会议前会询问主流机构对货币政策（如 taper）的看法，一定程度上能及时获知市场预期，减少超预期货币政策信号给市场带来的波动。最后，美联储加强了对货币市场的保护，在 7 月启动了两项流动性支持工具，确保在市场出现流动性冲击时能迅速反应，确保金融市场的平稳运行。

2.1. 向市场提前释放 taper 信号

本轮 taper 信号最初可追溯到 2020 年四季度。2020 年 11 月 FOMC 纪要中，委员们开始注意并提及到市场对资产购买节奏的看法，纽约联储的 SMP (Survey of Market Participants) 调查显示，受访者普遍预计当前购债步伐将持续到 2021 年底，并在随后几年放缓。

Respondents to the Desk's surveys generally expected the Federal Reserve's purchases ... to continue at the current pace through the end of 2021 and then to slow in subsequent years.

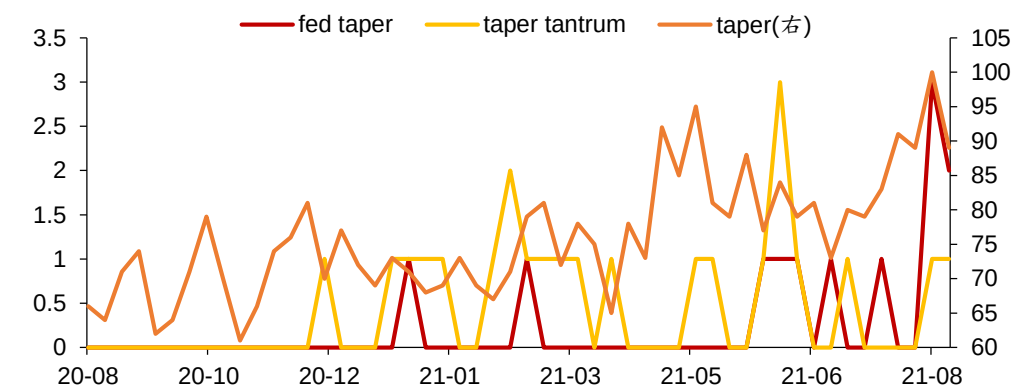
同时纪要显示，市场参与者似乎越来越关注委员会关于资产购买的沟通可能会如何发展。他们预计这些沟通会更加强调促进宽松的金融条件，许多人指出，委员会可能会在某个时候就资产购买的未来路径提供更多指导。

Market participants appeared increasingly focused on how the Committee's communications on asset purchases might evolve. They expected those communications to place a greater emphasis on fostering accommodative financial conditions, and many noted the possibility that at some point the Committee might convey additional guidance about the future path of asset purchases.

作为对市场上述诉求的回应，11 月 FOMC 纪要显示美联储官员们就资产购买展开了更深入广泛的讨论(asset purchase 被提及 34 次, 作为对比, 9 月 FOMC 纪要仅提及了 6 次): 与会者一致认为，此次讨论将有助于未来评估委员会资产购买的适当结构。虽然参与者认为没有必要立即调整资产购买的速度和构成，但他们认识到情况可能会转变为需要进行此类调整。

Participants agreed that this discussion would be helpful for future assessments of the appropriate structure of the Committee's asset purchases. While participants judged that immediate adjustments to the pace and composition of asset purchases were not necessary, they recognized that circumstances could shift to warrant such adjustments.

图 4: Google Trend 中关于 fed taper、taper tantrum 与 taper 的搜索热度



资料来源: Google Trend, 德邦研究所

注: 纵坐标代表搜索热度

在 11 月 FOMC 纪要中首次出现“开始讨论何时开始讨论 taper”的信号后, 随后的 FOMC 会议纪要中, 美联储对 taper 路径的讨论略有淡化, 但仍然保持了对 SMP 调查中受访者 taper 预期开启时间的高度重视。从历次纪要中 SMP 的调查结果可看出, 自去年 11 月以来, 市场对 taper 的开启节点就一直被锚定在了 2021 年底/2022 年初, 随着时间推移, FOMC 不断上调对经济、通胀与劳务市场的前景展望, 同时对 taper 开始释放更多增量信号, 以求通过一个循序渐进的预期管控, 尽可能减少货币政策路径给市场带来的波动, 这与伯南克时期毫无征兆的信号形成了鲜明对比。

表 1: 历次 QE 资产购买的时间与内容

FOMC 会议	Asset Purchase 提及次数	SMP 中市场对资产购买规模的预期
2020-09-16	6	今年对资产购买的预期仍然紧紧围绕当前的步伐进行, 但许多调查受访者上调了 2021、2022 年的资产购买量预期。
2020-11-05	34	受访者普遍预计当前购债步伐将持续到 2021 年底, 并在随后几年放缓。
2020-12-16	10	受访者预计资产购买将在 2022 年上半年开始放缓, 并在 2023 年完全停止。
2021-01-27	8	大多数市场参与者预计资产购买步伐将在今年内保持稳定, 并在 2022 年一季度左右放缓。
2021-03-17	7	受访者预期几乎无变化。
2021-04-28	12	对资产购买的预期维持稳定, 市场参与者仍然关注委员会关于其目标进展情况的沟通。
2021-06-16	10	受访者继续预计资产购买步伐将在 2022 年一季度开始下降。
2021-07-28	48	近 6 成受访者预计资产购买步伐将在 1 月首次放缓, 但与上次调查相比, 受访者对提前开始缩减的可能性增大。

资料来源: 美联储, 德邦研究所

2.2. 与资本市场的沟通

为了更好地了解市场想法, 纽约联储于 2014 年初启动了市场参与者调研 (Survey of Market Participants, SMP)。SMP 的问题一般由纽约联储在下次 FOMC 会议前两周发布, 并于 FOMC 会议后三周左右将反馈公之于众。当前, SMP 共有 28 家受访机构, 分别为:

表 2：28 家 SMP 受访机构名单

AGNC Investment Corp.	Guggenheim Partners
Annaly Capital Management, Inc.	Invesco Ltd.
Apollo Management	J.P.Morgan Asset Management
Appaloosa Management L.P.	Kynikos Associates
Assured Investment Management LLC	Microsoft Corporation
Bessemer Investment Management	Millennium Management, LLC
BlackRock	Moore Capital Management LLC
BNP Paribas Asset Management USA, Inc.	PIMCO
Caxton Associates LP	Teacher Retirement System of Texas
Citadel LLC	The Carlyle Group
Cowen Group, Inc.	The Travelers Companies, Inc.
Credit Suisse Group	The University of Texas/Texas A&M Investment Management Company
D.E.Shaw & Co., L.P.	Tudor Investment Corporation
Eaton Vance	Vanguard Wellington Management

资料来源：NY Fed，德邦研究所

根据最新的 7 月 SMP，时间上，受访机构的中位数预期是 taper 将于明年 1 月开启，均值预期上明年 1 月占比亦最高，为 27%；规模上，受访机构的中位数预期是 taper 将每次缩减 100 亿美元/月的长期国债和 50 亿美元/月的 MBS；时长上，受访机构的中位数预期明年四季度结束 taper，均值预期占比最大的是持续 10-12 个月（占比 36%），然后是 7-9 个月，占比 27%。

表 3：受访机构就首次 taper 时间的预测

首次 taper 时间	21 年 8 月	21 年 9 月	21 年 10 月	21 年 11 月	21 年 12 月	22 年 1 月	
平均概率	1%	4%	8%	9%	16%	27%	
首次 taper 时间	22 年 2 月	22 年 3 月	22 年 4 月	22 年 5 月	22 年 6 月	22 年 7 月或之后	
平均概率	10%	8%	5%	3%	3%	6%	
taper 持续月数	≤3	4~6	7~9	10~12	13~15	16~18	≥19
平均概率	2%	11%	27%	36%	15%	7%	4%

资料来源：NY Fed，德邦研究所

表 4：受访机构就 taper 规模与市场的预测

国债 (\$bn)	21 年 8 月	21 年 9 月	21 年 10 月	21 年 11 月	21 年 12 月	22 年 1 月	22 年 2 月	22 年 3 月
25 分位	80	80	80	80	70	60	50	50
50 分位	80	80	80	80	80	70	60	56
75 分位	80	80	80	80	80	72	70	60
国债 (\$bn)	22 年 02	22 年 03	22 年 04	22 年 01	22 年 02	22 年 03	22 年 04	

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_26023

