

● 主要结论

美联储可能在今年年底明确 Taper 节奏

在此次 8 月 27 日的 Jackson Hole (杰克逊霍尔)会议上,鲍威尔的讲话与 7 月美联储的 FOMC 议息会议的内容基本一致。其认为通胀是暂时性的,以更广泛的通胀指标来衡量当前的通胀水平标明总体可控;部分高通胀项目已经有所缓解;工资并没有明显助推通胀;长期通胀预期不高;近几十年以来,全球抑制通胀的长期性因素依旧在起作用。关于就业,鲍威尔认为 delta 变异病毒的影响有限,后续就业继续改善的前景依然向好。

结合上次美联储 Taper 历史经验及分析,美联储 9 月份宣布缩减 QE 的概率相对较小;若 8-9 月就业数据继续快速修复,且 10 月就业市场和经济高频数据仍显示积极进展,11 月 2 日-3 日的 FOMC 议息会议很有可能正式宣布缩减 QE;而若就业和经济数据受到 Delta 毒株疫情的扰动,美联储则更可能在 11 月会议暗示并在 12 月会议正式宣布缩减 QE。

分析师助理: 郭建锋
从业资格号: F03086702
电话: 021-55007766-6634
邮箱: 15592@guosen.com.cn

分析师: 夏豪杰
从业资格号: F0275768
投资咨询号: Z0003021
电话: 0755-25942621
邮箱: 15051@guosen.com.cn

独立性申明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

一、热点事件梳理及展望

1、鲍威尔讲话整体偏鸽，美联储明确 Taper 节奏可能在年底

美国时间 2021 年 8 月 27 日上午 8 点（北京时间 8 月 27 日晚 8 点），Jackson Hole（杰克逊霍尔）会议召开，当地时间上午 10 点（北京时间晚上 10 点），鲍威尔正式发表有关货币政策的演讲。

鲍威尔的讲话与 7 月美联储的 FOMC 议息会议的内容基本一致：一是重申美联储年内可能开启 Taper；二是继续强调 Taper 与加息无关，由于 Taper 和加息的触发条件不同，美联储反复强调 Taper 实施不应该与加息路径挂钩，尽可能避免因为 Taper 的实施引发更早的加息预期；三是在通胀和就业关键指标上，认为通胀已达预期目标，就业接近预期目标。

总体看来，鲍威尔认为通胀是暂时性的，认为用更广泛的通胀指标来衡量当前的通胀水平标明总体可控；部分高通胀项目已经有所缓解；工资并没有明显助推通胀；长期通胀预期不高；近几十年以来，全球抑制通胀的长期性因素依旧在起作用。关于就业，鲍威尔认为 delta 变异病毒的影响有限，后续就业继续改善的前景依然向好。

就业方面：劳动参与率仍然不足，但就业恢复已取得明显进展。鲍威尔认为当前美国就业市场发展仍不充分，尤其劳动参与率相对其他就业指标恢复落后。目前，美国的失业率已经下降到 5.4%，这是疫情以来的最低水平，但仍然过高。同时认为就业报中的失业率水平低估了劳动力市场的疲软程度，长期失业率仍居高不下，劳动力参与率的复苏也远远落后于劳动力市场的其他部分。同时，市场当前职位空缺率较高，说明就业市场需求旺盛，这对劳动力市场进一步恢复是有利的。现阶段，美国就业市场上职位空缺和辞职人数都达到了历史最高水平，雇主们表示，他们无法迅速填补职位空缺，以满足不断回升的需求。随着疫苗接种人数的增加，学校重新开学，失业救济金的增加，一些阻碍求职者的因素可能正在消失。虽然德尔塔变种在短期内存在风险，但在实现最大就业方面继续取得进展的前景是光明的。

通胀方面：高通胀大概率是暂时的。一是当前通胀主要受汽车、能源等个别项目拉动，而这些项目价格已看到回落迹象。截至目前，通货膨胀的飙升主要是受疫情和经济恢复直接影响的相对较少的商品和服务价格上升的产物。仅耐用品一项就为最新的 12 个月总体通胀率和核心通胀率贡献了约 1 个百分点。随着强劲复苏而出现反弹的能源价格，使总体通胀率又上升了 0.8 个百分点。从长期经验来看，美联储预计能源价格上涨对通胀的影响将是暂时的。二是供应链的改善有助于平稳通胀水平，随着供应问题开始得到解决，除汽车以外的耐用品的通胀现在已经放缓，有些可能开始下降。耐用品通胀似乎不太可能随着时间的推移继续对整体通胀做出重要贡献。三是工资增长并没有明显推动通胀，美联储认为提高工资对于维持不断提高的生活水平至关重要。但如果工资增长实质且持续地高于生产率增长和通胀水平，企业可能会将这些增长转嫁给消费者，这一过程可能会过去时常出现的那种“工资-价格螺旋”。但如今，美联储并没有看到工资增长可能威胁过度通胀的证据。根据劳动力构成变化进行调整的基于广泛的工资指标，显示工资的增长速度似乎与我们的长期通胀目标一致。四是长期通胀预期相对稳定，来自广泛调查和以市场为基础的共同通胀预期指数（CIE），表明从 2014 年左右开始的通胀预期普遍下降，目前在 2% 左右，长期通胀预期的走势远低于实际通胀或短期通胀预期，这表明家庭、企业和市场参与者也认为，目前的高通胀数据可能是暂时的。五是长期通缩环境并未改变。过去 25 年全球反通胀力量的普遍存在。自 20 世纪 90 年代以来，即使在经济繁荣时期，许多发达经济体的通胀率也略低于 2%。低通胀的模式可能反映了持续的反通胀力量，包括技术、全球化，或许还有人口因素，以及各国央行更有力、更成功地承诺维持价格稳定。疫情之前的美国通胀率在 2% 或以下。尽管目前潜在的全球反通胀因素可能会随着时间的推移而演变，但没有证

据表明全球反通胀已经逆转或减弱。随着疫情的结束，反通胀的力量依旧存在。

疫情方面: Delta 变种存在短期风险, 但前景良好。有关近期疫情反复的情况, 鲍威尔发言相对谨慎, 表示这是短期风险, 但会持续关注其发展及影响。

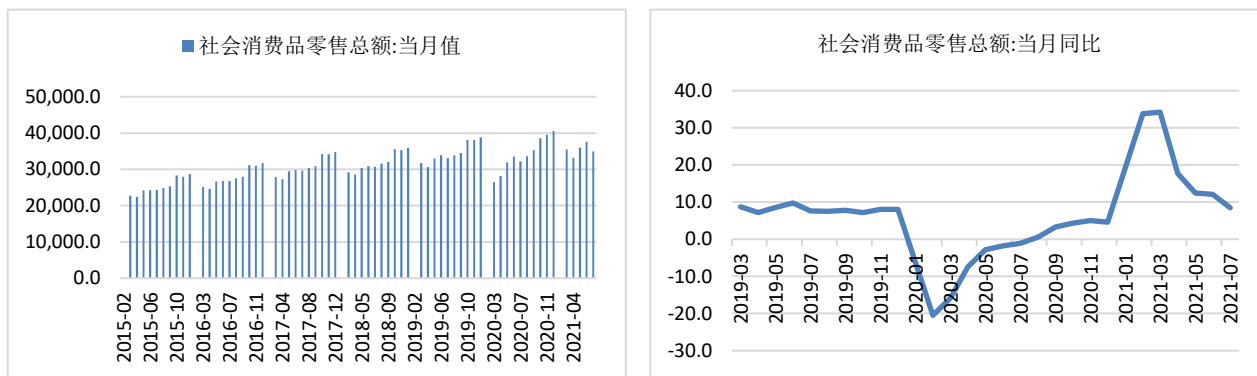
结合上次美联储 Taper 历史经验及分析, 美联储 9 月份宣布缩减 QE 的概率相对较小; 若 8-9 月就业数据继续快速修复, 且 10 月就业市场和经济高频数据仍显示积极进展, 11 月 2 日-3 日的 FOMC 议息会议很有可能正式宣布缩减 QE; 而若就业和经济数据受到 Delta 毒株疫情的扰动, 美联储则更可能在 11 月会议暗示并在 12 月会议正式宣布缩减 QE。

二、重要经济数据点评

1、社零消费

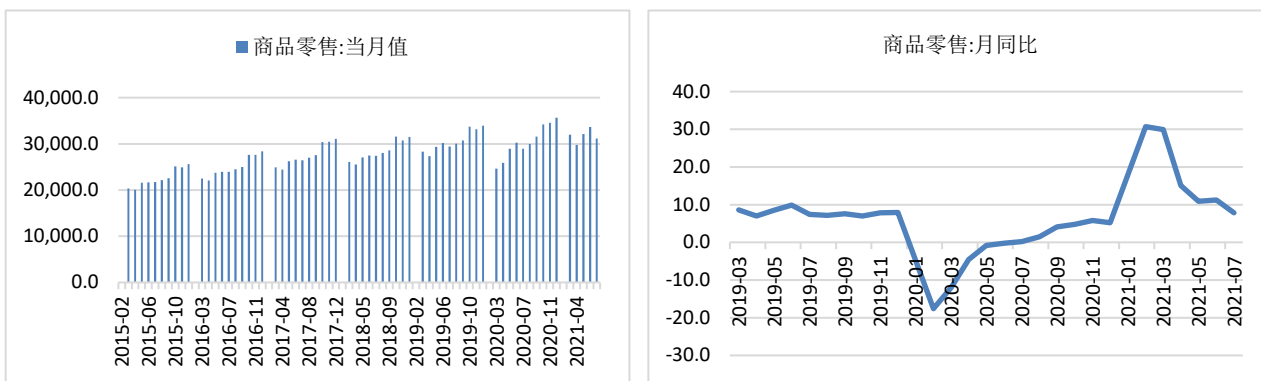
社会消费品零售总额同比大幅回落, 同时环比也低于季节性变动。2021 年 7 月, 我国社零总额同比由前值的 12.1% 大幅回落至 8.5%, 同时, 商品零售、餐饮收入均大幅回落。此外, 7 月社零总额、商品零售、餐饮收入环比均低于季节性变动。

图 1: 社会消费品零售总额及同比变动 (亿元, %)



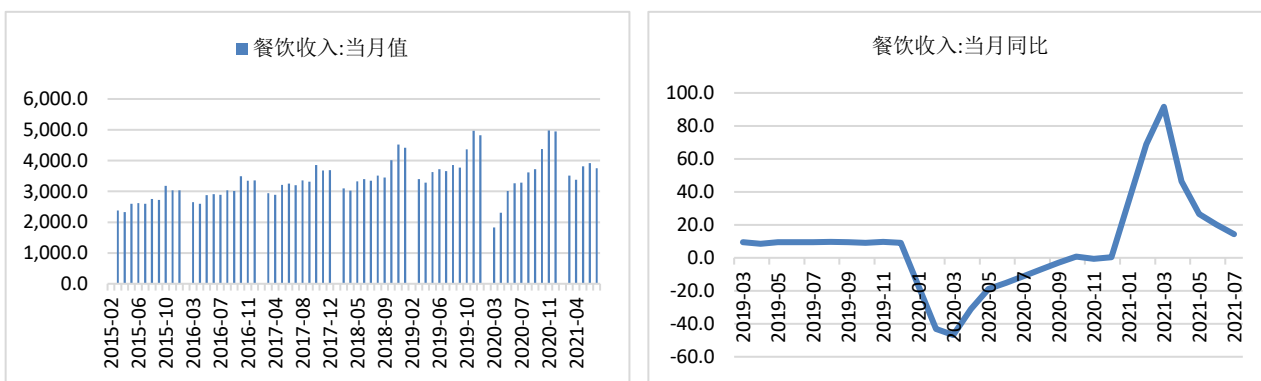
数据来源: wind, 国信期货

图 2: 商品零售及同比变动 (亿元, %)



数据来源: wind, 国信期货

图 3: 餐饮收入总额及同比变动 (亿元, %)

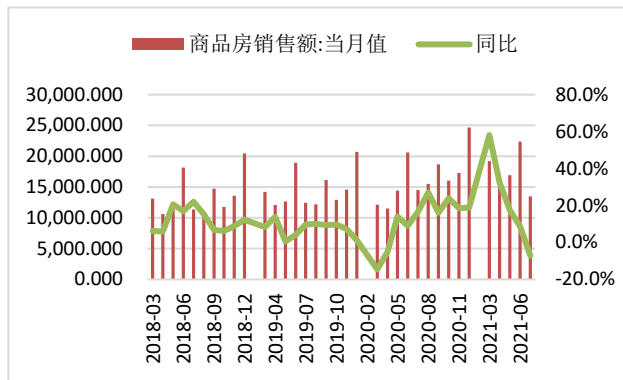
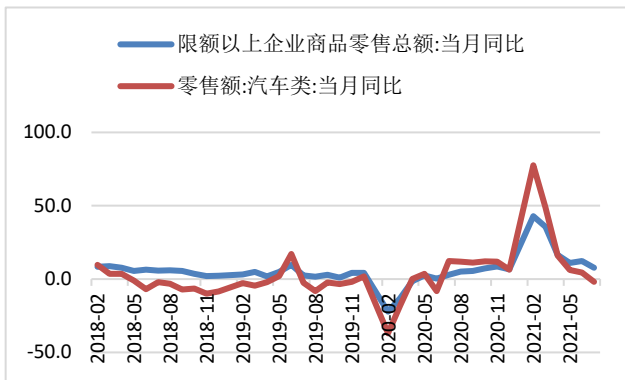


数据来源: wind, 国信期货

据国家统计局公布, 2021年7月我国社零总额 34925 亿元, 同比增长 8.5%; 比 2019年7月份增长 7.2%, 两年平均增速为 3.6%。其中, 除汽车以外的消费品零售额 31578 亿元, 增长 9.7%。扣除价格因素, 7月份社会消费品零售总额实际增长 6.4%。1-7月份, 社零总额 246829 亿元, 同比增长 20.7%, 两年平均增速为 4.3%。其中, 除汽车以外的消费品零售额 221631 亿元, 增长 20.2%。按消费类型分, 7月份, 商品零售 31174 亿元, 同比增长 7.8%; 餐饮收入 3751 亿元, 增长 14.3%。1-7月份, 商品零售 221366 亿元, 同比增长 18.7%; 餐饮收入 25463 亿元, 增长 42.3%。按经营单位所在地分, 7月份, 城镇消费品零售额 30379 亿元, 同比增长 8.4%; 乡村消费品零售额 4547 亿元, 增长 8.8%。1-7月份, 城镇消费品零售额 214476 亿元, 同比增长 20.9%; 乡村消费品零售额 32353 亿元, 增长 19.4%。

社零消费下滑主要原因有: 一是局部地区疫情有所反弹, 防疫措施持续加强, 7月食品、服装、日用品等必需消费普遍明显走弱; 二是受汽车“缺芯”影响, 汽车零售不及预期, 扣除汽车的社会消费品零售同比 (9.7%) 高于社会消费品零售同比 (8.5%), 且限额以上汽车零售的同比 (-1.8%) 明显低于全部商品消费同比 (9.7%)。

图 4: 汽车及房地产销售 (亿元, %)



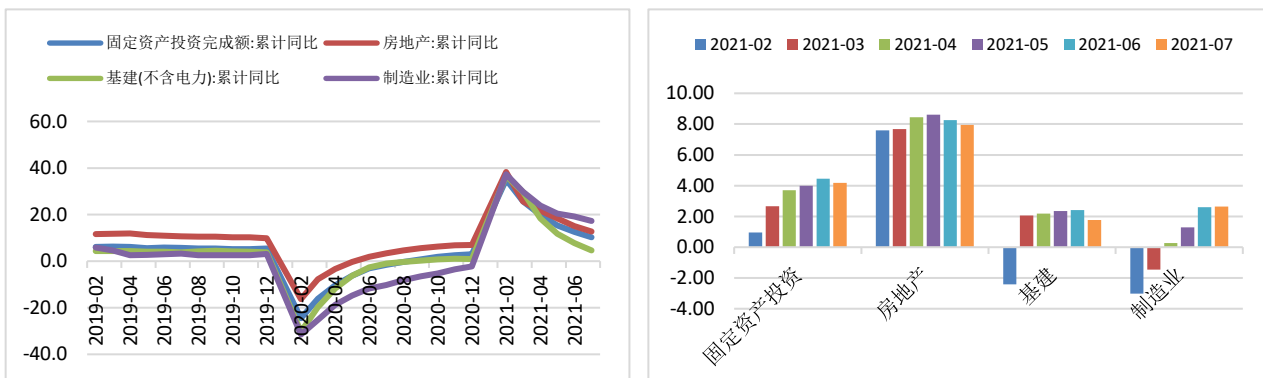
数据来源: wind, 国信期货

2、固定资产投资

受房地产及基建投资弱化影响，固定资产投资增速累计同比下滑。2021年7月，全社会固定资产投资单月同比增长-2.1%。2021年以来，在经济向新常态回归过程中，7月房地产、基建投资延续走弱态势。

据国家统计局公布，2021年1-7月份，全国固定资产投资（不含农户）302533亿元，同比增长10.3%；比2019年1-7月份增长8.7%，两年平均增长4.3%。其中，民间固定资产投资173473亿元，同比增长13.4%。分产业看，第一产业投资7890亿元，同比增长21.8%；第二产业投资91565亿元，增长14.4%；第三产业投资203078亿元，增长8.2%。分地区看，东部地区投资同比增长9.4%；中部地区投资增长18.9%；西部地区投资增长8.7%；东北地区投资增长9.6%。分登记注册类型看，内资企业投资同比增长10.2%；港澳台商企业投资增长17.2%；外商企业投资增长8.4%。

图5：固定资产投资完成额累计同比（%）

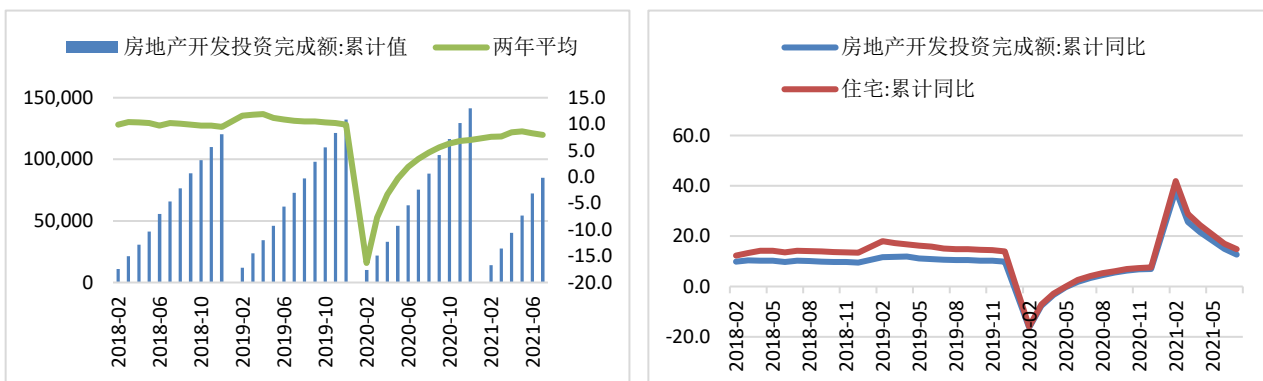


数据来源: wind, 国信期货

楼市降温，房地产投资下行。1-7月份，全国房地产开发投资84895亿元，同比增长12.7%，前值15.0%；两年平均增长7.9%，前值8.3%。其中，住宅投资63980亿元，增长14.9%，前值17%；两年平均增长9.4%，前值9.6%。房地产施工及销售方面，1-7月份，房地产开发企业房屋施工面积891880万平方米，同比增长9.0%。其中，住宅施工面积631072万平方米，增长9.4%。房屋新开工面积118948万平方米，下降0.9%。其中，住宅新开工面积88474万平方米，增长0.4%。房屋竣工面积41782万平方米，增长25.7%。其中，

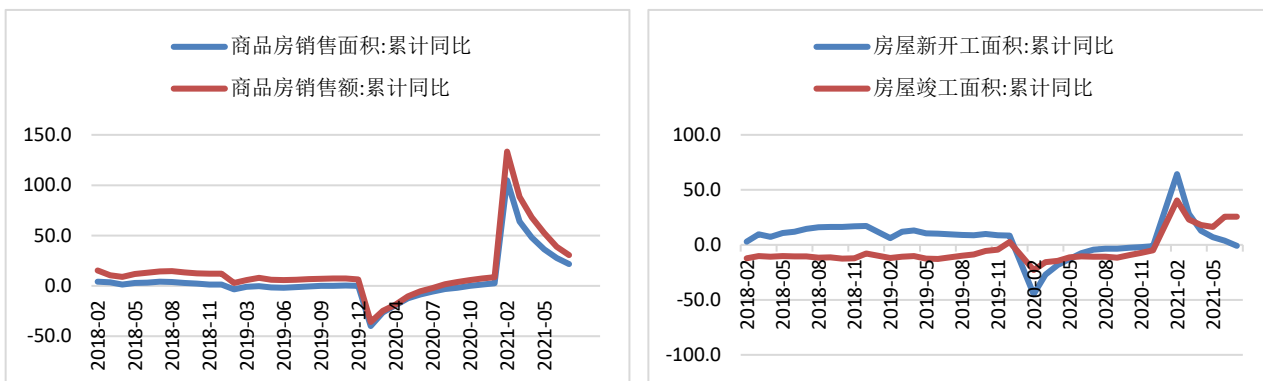
住宅竣工面积 30125 万平方米,增长 27.2%。1-7 月份,商品房销售面积 101648 万平方米,同比增长 21.5%;比 2019 年 1-7 月份增长 14.5%,两年平均增长 7.0%。其中,住宅销售面积增长 22.7%,办公楼销售面积增长 6.3%,商业营业用房销售面积增长 3.8%。商品房销售额 106430 亿元,增长 30.7%;比 2019 年 1-7 月份增长 28.0%,两年平均增长 13.1%。其中,住宅销售额增长 33.1%,办公楼销售额增长 9.1%,商业营业用房销售额增长 5.0%。资金来源方面,在地产调控政策影响下,银行贷款和企业自筹资金对地产开发的拉动持续偏弱,使得定金及预收款成为房地产开发资金来源的主要支撑。但定金及预收款累计同比已连续数月下滑,同时结合房屋销售面积及销售额也在持续下降,地产投资对固定资产投资的负面拉动更加明显。

图 6: 房地产开发完成额及累计同比 (%)



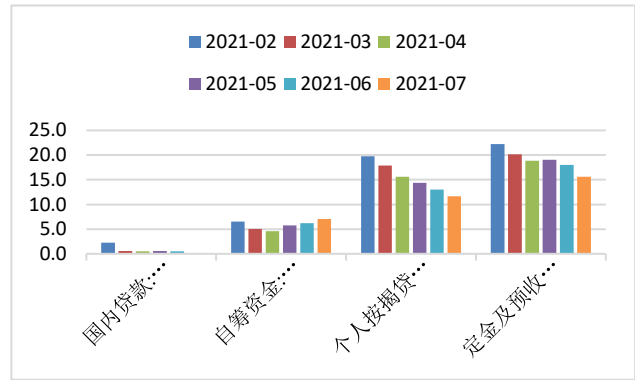
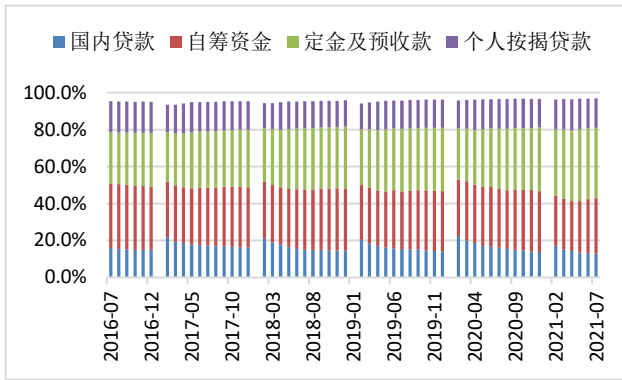
数据来源: wind, 国信期货

图: 商品房开工及销售累计同比 (%)



数据来源: wind, 国信期货

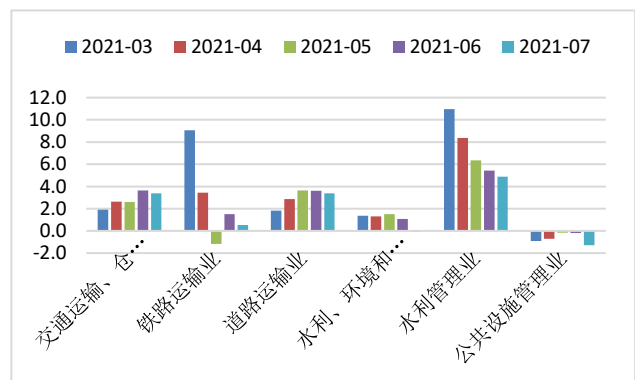
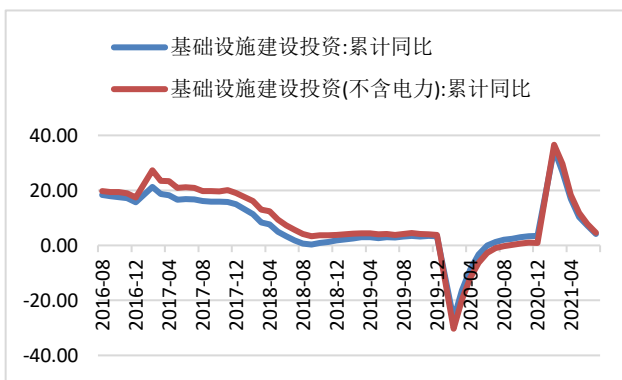
图 7: 房地产开发完成额及累计同比 (%)



数据来源: wind, 国信期货

气候条件叠加逆周期调控，基建投资进一步弱化。1-7月，基建投资累计同比4.2%，前值7.2%，两年平均2.7%，前值3.5%；其中不含电力的基建投资，1-7月累计同比4.6%，前值7.8%，两年平均1.8%，前值2.4%。其中，交通运输仓储和邮政业增长5.9%，前值8.7%；水利管理业投资增长6.9%，前值10.7%；公共设施管理业投资增长2.8%，前值6.2%；道路运输业投资增长4.4%，前值6.5%；铁路运输业投资-4.4%，前值0.4%。基建投资超预期回落，主要受两大因素影响：一是极端天气。受台风、强降雨等气候变化影响，7月建筑业PMI下降2.6个百分点至57.5%，致使基建投资受到拖累。二是资金因素。直到7·30政治局会议定调之前，无论是专项债发行还是财政支出，均严重滞后于往年进度，这使得基建投资反弹乏力。除此之外，与基建投资相关的财政支出如交通运输、城乡社区事务、农林水事务累计同比均有所下滑。

图 8: 基建投资及分项累计同比 (%)



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_26407



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn