

证券研究报告

宏观研究

点评报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号: S1500521040002
联系电话: 010-83326858
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

张云杰 宏观研究助理
联系电话: +86 13682411569
邮箱: zhangyunjie@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

Taper 将至，美联储不再放任通胀高企

2021年09月23日

- **9月议息会议：Taper 时点渐明，大概率于11月开启。**政策目标与利率工具方面，美联储态度不变，仍为寻求最大就业和2%的长期通胀率，联邦基金利率目标区间维持0-0.25%。公开市场操作方面，美联储将隔夜逆回购的操作限额从800亿美元提升至1600亿美元。预计美联储将于11月宣布Taper，一是议息会议声明“如果经济持续恢复，购债步伐或很快放慢”，基于历史经验，美联储重大决策的相关暗示基本会在下一次议息会议上落实。二是会后发布会上鲍威尔透露关键信息“明年中左右结束缩减购债或许是合适的”，按照每月150亿美元的缩减步伐倒推，Taper时点就在11月份。
- **FOMC 下调经济预期，上调通胀预期。**与6月经济预测相比，9月FOMC大幅下修了2021年的经济预期，实际GDP增速由7.0%下调至5.9%，但未来预期更加乐观。年内失业率预期略转悲观，由4.5%调整至4.8%，未来预期不变。年内通胀预期大幅上调，PCE上调0.8个百分点至4.2%，预计直到2024年通胀率都将高于2%的长期政策目标。
- **加息预期明显增强。**一是基于经济预测，从联邦基金利率中位数来看，FOMC预计加息时点将提前至2022年，且幅度将加大，2022、2023年中位数分别较6月预测上升0.2、0.4个百分点，2024年达到1.8%，进一步接近2.5%的长期目标。二是基于点阵图，与会者认为2021年联邦基金利率将保持在0-0.25%的区间不变，未来加息预期均有所增强。
- **美国经济持续复苏，通胀与就业仍为掣肘。**从8月最新经济数据来看，美国消费数据超预期、生产端接近恢复常态，美国OECD综合领先指标录得100.48，创下年内新高，连续6月突破100。从同比上看，美国经济的修复速度已阶段性赶超中国。当前美国经济面临的瓶颈，主要还是失业率与通胀率双双“下不去”。
- **美联储将不再放任通胀高企。**7月议息会议上，美联储政策立场为优先经济复苏、通胀排在第二，我们曾提示应重点关注就业市场变化。与之相比，9月美联储立场明显偏鹰：强烈暗示Taper、鲍威尔表态“势必会对持续高通胀做出回应”、加息预期增强。美联储的长期失业率目标为4%，8月已降至5.2%，我们判断失业率已降至美联储的可接受范围内，政策重心将逐渐向解决通胀转移。
- **风险因素：**海外疫情持续恶化，货币政策超预期收紧等。

目 录

一、9月议息会议：Taper 时点渐明，大概率于11月开启	3
二、FOMC 下调经济预期，上调通胀预期	3
三、美国经济持续复苏，通胀与就业仍为掣肘	4
四、美联储将不再放任通胀高企	6
风险因素	6

表 目 录

表 1：9月议息会议发布最新经济预测结果	4
----------------------------	---

图 目 录

图 1：点阵图显示9月 FOMC 加息预期明显增强	4
图 2：美国经济动能持续释放，修复速度阶段性赶超中国	5
图 3：新增就业人数与失业率降幅双双放缓	5
图 4：非农职位空缺率进一步攀升	6
图 5：整体上通胀仍处高位	6

事件:

北京时间9月23日凌晨02:00,美联储公布9月利率决议。凌晨02:30,美联储主席鲍威尔召开新闻发布会。

一、9月议息会议: Taper 时点渐明, 大概率于11月开启

政策目标与利率工具方面, 美联储态度不变。美联储的政策目标仍然是寻求最大就业和2%的长期通胀率, 在达成目标以前, FOMC 将继续保持宽松的(accommodative)货币政策立场。联邦基金利率的目标区间仍维持在0-0.25%, 存款准备金利率继续设定为0.15%, 基础信贷利率保持0.25%的水平。

公开市场操作方面, 美联储提高了隔夜逆回购交易的限额。美联储将继续沿用公开市场操作以支持货币政策有效实施和市场平稳运行, 与7月议息会议结果有所不同的是, 9月议息会议将隔夜逆回购的操作限额从800亿美元提升至1600亿美元, 报价利率维持0.05%。正回购操作限额和最低报价利率仍设为5000亿美元、0.25%。在操作当中, 允许实际规模与上述限额有适度偏差。

预计美联储最快在11月宣布 Taper。9月议息会议上, 美联储强烈暗示 Taper 即将到来, 依据有二。

1) **议息会议声明:**“如果经济恢复持续朝向政策目标取得进展, 委员会判断, 购债步伐可能很快就会放慢 (a moderation may soon be warranted)”。基于历史经验, 美联储重大决策的相关暗示基本会在下一次议息会议(北京时间11月4日)上落实, 本次会议释放的信号明显较7月(购债速度维持不变)更强烈。

2) **会后新闻发布会上, 鲍威尔透露了额外的关键信息:**“与会者普遍认为, 只要复苏还在正轨上, 在明年中左右结束缩减购债或许是合适的 (a tapering process that concludes around the middle of next year is likely to be appropriate)”。美联储当前的购债速度为每月不低于800亿美元国债、400亿美元MBS, 如果按照每月150亿美元(100亿国债、50亿MBS)的缩减步伐倒推, Taper 时点就在11月份。

二、FOMC 下调经济预期, 上调通胀预期

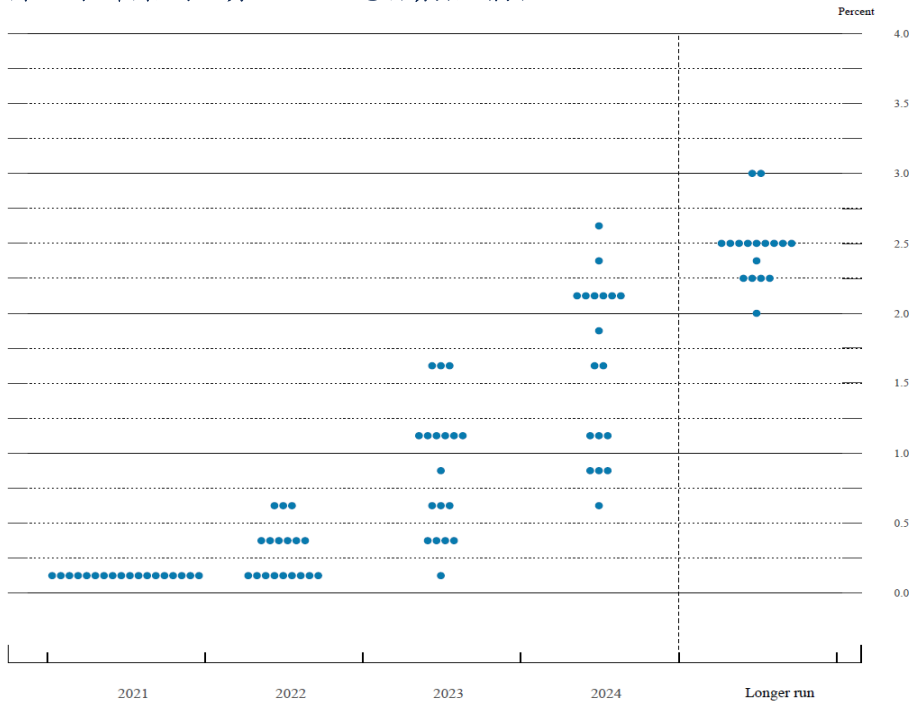
FOMC 下调经济预期, 上调通胀预期。与6月经济预测相比, 9月会议上 FOMC 大幅下修了2021年的经济预期, 实际GDP增速由7.0%下调至5.9%。但未来预期更加乐观, 2022年实际GDP增速由3.3%上调至3.8%、2023年从2.4%上调至2.5%。失业率方面, FOMC 对2021年预期略转悲观, 由4.5%调整至4.8%, 未来预期不变。通胀方面, FOMC 大幅上调了年内通胀预期, PCE、核心PCE分别上调0.8、0.7个百分点至4.2%、3.7%, 并预计直到2024年通胀率都将高于2%的长期政策目标。根据美联储对于通胀的最新判断, 当前的高通胀局面或仍将持续数月, 主要原因在于经济重新开放、支出反弹, 但部分行业的供应瓶颈导致生产速度受限, 这些瓶颈比预期的更大、更持久。

加息预期明显增强。一是基于经济预测, 从联邦基金利率中位数来看, FOMC 预计加息时点将提前至2022年, 6月预测为2023年; 同时加息力度将增强, 2022、2023年预期中位数分别较6月预测上升0.2、0.4个百分点, 2024年达到1.8%, 进一步接近2.5%的长期目标。二是基于加息点阵图, 根据统计结果, 与会者认为2021年联邦基金利率将保持在0-0.25%的区间不变, 未来加息预期均有所增强。

表 1：9 月议息会议发布最新经济预测结果

变量 (%)	中位数					集中趋势				
	2021	2022	2023	2024	长期	2021	2022	2023	2024	长期
实际 GDP 增速	5.9	3.8	2.5	2.0	1.8	5.8-6.0	3.4-4.5	2.2-2.5	2.0-2.2	1.8-2.0
6 月预测值	7.0	3.3	2.4		1.8	6.8-7.3	2.8-3.8	2.0-2.5		1.8-2.0
失业率	4.8	3.8	3.5	3.5	4.0	4.6-4.8	3.6-4.0	3.3-3.7	3.3-3.6	3.8-4.3
6 月预测值	4.5	3.8	3.5		4.0	4.4-4.8	3.5-4.0	3.2-3.8		3.8-4.3
PCE	4.2	2.2	2.2	2.1	2.0	4.0-4.3	2.0-2.5	2.0-2.3	2.0-2.2	2.0
6 月预测值	3.4	2.1	2.2		2.0	3.1-3.5	1.9-2.3	2.0-2.2		2.0
核心 PCE	3.7	2.3	2.2	2.1		3.6-3.8	2.0-2.5	2.0-2.3	2.0-2.2	
6 月预测值	3.0	2.1	2.1			2.9-3.1	1.9-2.3	2.0-2.2		
联邦基金利率	0.1	0.3	1.0	1.8	2.5	0.1	0.1-0.4	0.4-1.1	0.9-2.1	2.3-2.5
6 月预测值	0.1	0.1	0.6		2.5	0.1	0.1-0.4	0.1-1.1		2.3-2.5

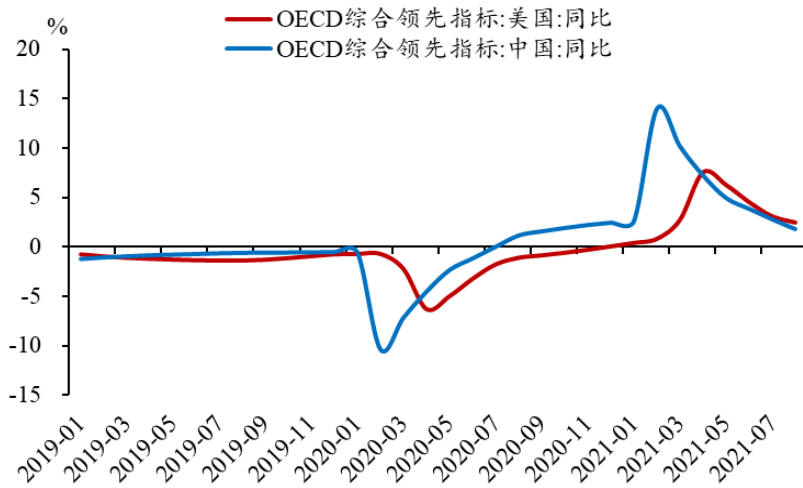
资料来源：美联储官网，信达证券研发中心

图 1：点阵图显示 9 月 FOMC 加息预期明显增强


资料来源：美联储官网，信达证券研发中心

三、美国经济持续复苏，通胀与就业仍为掣肘

消费超预期、生产接近恢复常态，美国经济动能持续释放。从 8 月最新经济数据来看，美国零售销售同比增长 13.2%、环比增长 0.8%，超市场预期。工业总产值同比增长 4.4%，产能利用率回升至 76.4%，与疫情前水平相当。体现在 OECD 综合领先指标上，8 月美国 OECD 综合领先指标录得 100.48，创下年内新高，连续 6 月突破 100。从同比上看，美国经济的修复速度已阶段性赶超中国。

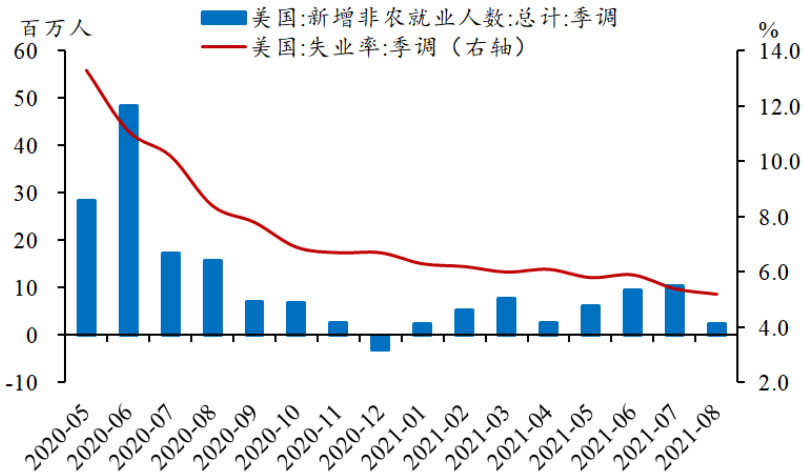
图 2：美国经济动能持续释放，修复速度阶段性赶超中国


资料来源：万得，信达证券研发中心

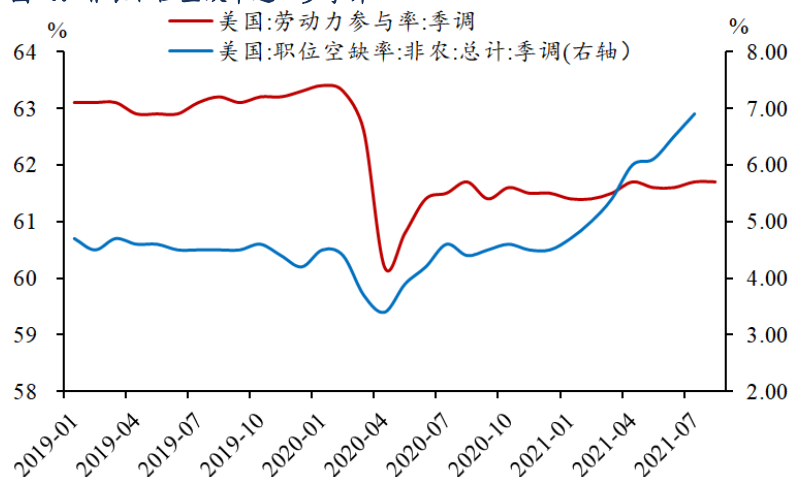
美国经济仍然面临短期因素困扰，失业率与通胀率双双“下不去”。

1) 非农就业数据上看，8月美国新增非农就业人口 23.5 万人，较上月下降 81.8 万人，创下年内新低。劳动力供给端再呈疲软态势造成了新增非农就业明显放缓，8月劳动参与率为 61.7%，与上月持平，背后原因在于新一轮疫情反弹，劳动者就业意愿受到抑制。分行业来看，强接触性服务业的需求下滑是整体就业放缓的主要拖累项，而新增就业人数的边际变化量中，有 64.12%由服务生产部门贡献。

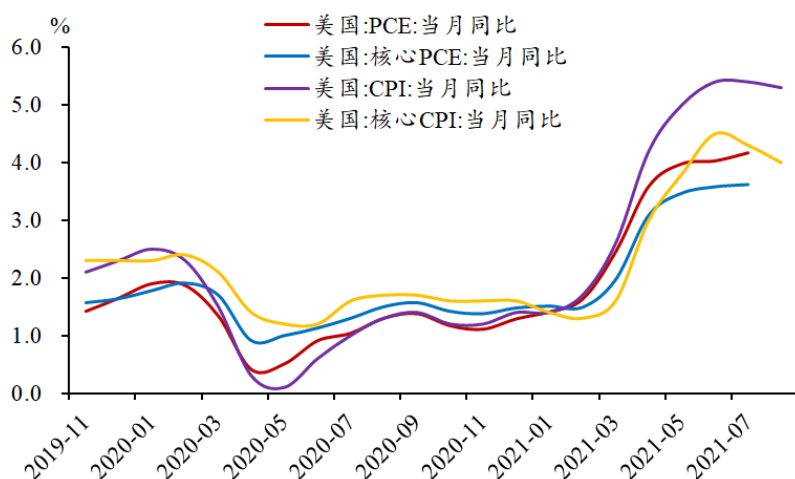
2) 从通胀数据来看，8月美国核心 CPI 同比增长 4.0%，较上月回落 0.3 个百分点，整体上通胀仍处高位。但根据 9 月议息会议的最新判断，美联储坚持认为通胀压力是暂时的 (transitory)。

图 3：新增就业人数与失业率降幅双双放缓


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 4：非农职位空缺率进一步攀升


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 5：整体上通胀仍处高位


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

四、美联储将不再放任通胀高企

与 7 月议息会议相比, 美联储政策立场明显偏鹰。体现在三个方面, 一是强烈暗示 Taper 即将到来, 如果 9 月、10 月经济数据不出意外, 11 月就将展开行动。二是上调通胀预期, 同时鲍威尔明确表态“如果持续的高通胀演变成严重问题, 我们势必会做出回应 (would certainly respond), 并使用货币政策工具以确保通胀水平与目标

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_26801



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>