

总量研究

美联储为 Taper 亮绿灯

——2021年9月美联储议息会议点评

要点

事件：

1) 美国时间9月22日，美国联邦公开市场委员会（FOMC）一致通过维持联邦基金利率在0%-0.25%范围的决定，保持现在每月1200亿美元资产购买水平。若经济保持现有修复节奏，美联储认为很快可以开始小规模 Taper，并于明年年中左右结束 Taper。

2) 9月 FOMC 点阵图显示，2022年联邦基金利率预测中值为0.3%，2023年预测中值为1%，2024年预测中值为1.8%，长期利率保持在2.5%。

3) FOMC 对2021年GDP增速预测中值下调至5.9%（6月为7%），2022年和2023年GDP预测中值上调至3.8%和2.5%（6月为3.3%和2.4%）；2021年PCE通胀预测中值上调至4.2%（6月为3.4%），2022年上调至2.2%（6月为2.1%）。

核心观点：

9月 FOMC 议息会议总体证实了我们对美联储将于11月宣布 Taper 的判断。鲍威尔表示，美国经济正逐步向“实质性进展”目标靠近，这也意味着，FOMC 认可经济恢复进程，11月宣布 Taper 为大概率事件。

对于 Taper 节奏，我们认为，美联储将更倾向于均衡缩减，减少实施 Taper 期间给市场带来的不确定性。相较于6月会议，9月会议释放更多鹰派信号。9月点阵图显示，2022年联邦基金利率预测中值为0.3%，2023年为1%，2024年为1.8%，加息时点前移，显示美联储对经济复苏前景保持乐观态度。但点阵图并不代表 FOMC 加息计划，经济仍被疫情扰动，我们维持加息不早于2023年的判断。

展望来看，在美国货币环境趋紧、经济复苏动能保持韧性的背景下，我们判断，10年美债收益率延续上行趋势、美元指数大概率走强。

市场：当日十年期美债收益率收盘小幅下行1bp；美元指数上行0.25%；标普指数涨0.95%，纳指涨1.02%，道琼斯指数涨1.00%。

预计每月 Taper 100 亿美元美债、50 亿美元 MBS，明年 6 月左右结束 Taper

美联储政策制定者非常重视 Taper 对市场预期的影响，所以我们认为，美联储在决定 Taper 时长和构成时会更倾向于均衡缩减，也就是每月缩减购买相同比例的美债和 MBS，减少实施 Taper 期间给市场带来的不确定性。

加息节奏加快，点阵图释放鹰派信号

9月点阵图中，美联储前移加息时点，释放鹰派信号。然而，疫情仍然是当下扰动经济的最大变量，美联储加息时点或与点阵图没有直接联系。我们维持美联储不早于2023年加息的判断。

货币政策正常化开启，支撑买债收益率上行，美元走强

四季度，在美国货币环境趋紧、经济复苏动能保持韧性的背景下，美债收益率大概率延续上行态势，美元走强。

作者

分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002

010-56513108

gaoruidong@ebsecn.com

分析师：赵格格

执业证书编号：S0930521010001

0755-23946159

zhaogege@ebsecn.com

相关研报

财政支出提速，基建投资有望持续加码
(2021-09-22)

8月美国CPI降温，环比拐点已确认
(2021-09-15)

疫情扰动显现，经济扩张放缓——2021年8月PMI数据点评 (2021-08-31)

下游制造继续承压，亟待宏观政策发力——2021年7月工业企业盈利数据点评 (2021-08-27)

为什么共同富裕是中国式现代化的重要特征？
——《中央财经委员会第十次会议》精神学习体会(2021-08-26)

降息宜早不宜迟——货币政策前瞻系列五
(2021-08-20)

经济压力超预期，基建亟待反弹——2021年7月经济数据点评(2021-08-16)

为什么我们认为四季度可能会降息？——货币政策前瞻系列四 (2021-07-22)

财政收入提速，支出减速——2021年6月财政数据点评 (2021-07-21)

投资消费引领、经济加快复苏——2021年6月实体经济数据点评 (2021-07-15)

为什么出口增速能够再超预期？——2021年6月进出口数据点评 (2021-07-13)

全面降准，央行亮剑——7月9日全面降准点评 (2021-07-10)

降准箭在弦上——7月7日国常会降准信号点评 (2021-07-08)

目 录

一、	预计每月 Taper100 亿美元美债、50 亿美元 MBS，明年 6 月结束 Taper	4
二、	加息节奏加快，点阵图释放鹰派信号	4
三、	货币政策正常化开启，支撑美债收益率上行，美元走强.....	5

图目录

图 1:	FOMC 2021 年 9 月 vs.6 月点阵图.....	3
图 2:	FOMC 经济预测中位数：9 月 vs. 6 月	3
图 3:	美联储 Taper 路径图.....	4
图 4:	市场隐含预期（9 月 FOMC 会议前）	5
图 5:	市场隐含预期（9 月 FOMC 会议后）	5
图 6:	6 月 1 日至 8 月 4 日，美元指数与 10 年期美债收益率走势截然相反.....	6
图 7:	今年 8 月以来，10 年美债实际收益率缓慢上行（%）	7
图 8:	可支配收入稳定增长的背景下，储蓄意愿回归常态	7

事件:

- 1) 美国时间 9 月 22 日, 美国联邦公开市场委员会 (FOMC) 一致通过维持联邦基金利率在 0%-0.25% 范围的决定, 保持现在每月 1200 亿美元资产购买水平。若经济保持现有修复节奏, 美联储认为很快可以开始小规模 Taper, 并于明年年中左右结束 Taper。
- 2) 9 月 FOMC 点阵图显示, 2022 年联邦基金利率预测中值为 0.3%, 2023 年预测中值为 1%, 2024 年预测中值为 1.8%, 长期利率保持在 2.5%。
- 3) FOMC 对 2021 年 GDP 增速预测中值下调至 5.9% (6 月为 7%), 2022 年和 2023 年 GDP 预测中值上调至 3.8% 和 2.5% (6 月为 3.3% 和 2.4%) ; 2021 年 PCE 通胀预测中值上调至 4.2% (6 月为 3.4%), 2022 年上调至 2.2% (6 月为 2.1%) 。

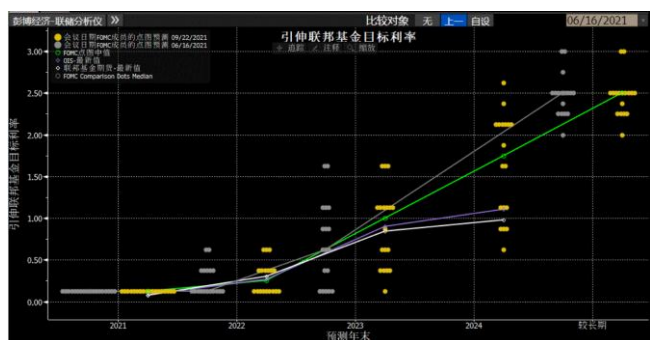
核心观点:

9 月 FOMC 议息会议总体证实了我们对美联储将于 11 月宣布 Taper 的判断。鲍威尔表示, 美国经济正逐步向“实质性进展”目标靠近, 这也意味着, FOMC 认可经济恢复进程, 11 月宣布 Taper 为大概率事件。

对于 Taper 节奏, 我们认为, 美联储将更倾向于均衡缩减, 减少实施 Taper 期间给市场带来的不确定性。相较于 6 月会议, 9 月会议释放更多鹰派信号。9 月点阵图显示, 2022 年联邦基金利率预测中值为 0.3%, 2023 年为 1%, 2024 年为 1.8%, 加息时点前移, 显示美联储对经济复苏前景保持乐观态度。但点阵图并不代表 FOMC 加息计划, 经济仍被疫情扰动, 我们维持加息不早于 2023 年的判断。

展望来看, 在美国货币环境趋紧、经济复苏动能保持韧性的背景下, 我们判断, 10 年美债收益率延续上行趋势、美元指数大概率走强。

图 1: FOMC 2021 年 9 月 vs.6 月点阵图



资料来源: 彭博, 光大证券研究所。

图 2: FOMC 经济预测中位数: 9 月 vs. 6 月

	2021	2022	2023	2024	长期
实际GDP增速 (%) , Q4/Q4					
2021年9月	5.9	3.8	2.5	2	1.8
2021年6月	7	3.3	2.4	无	1.8
失业率 (%) , Q4					
2021年9月	4.8	3.8	3.5	3.5	4.0
2021年6月	4.5	3.8	3.5	无	4.0
PCE通胀 (%) , Q4/Q4					
2021年9月	4.2	2.2	2.2	2.1	2
2021年6月	3.4	2.1	2.2	无	2
核心PCE通胀 (%) , Q4/Q4					
2021年9月	3.7	2.1	2.2	2.1	无
2021年6月	3	2.1	2.1	无	无
联邦基金利率 (%) , 年末					
2021年9月	0.1	0.3	1	1.8	2.5
2021年6月	0.1	0.1	0.6	无	2.5

资料来源: 美联储, 光大证券研究所。

一、 预计每月 Taper 100 亿美元美债、50 亿美元 MBS，明年 6 月结束 Taper

美联储政策制定者非常重视 Taper 对市场预期的影响，所以我们判断，美联储在决定 Taper 时长和构成时会更倾向于均衡缩减，也就是每月缩减购买相同比例的美债和 MBS，减少实施 Taper 期间给市场带来的不确定性。

7 月 FOMC 会议纪要显示，不同的 Taper 方式可能会被市场解读为 FOMC 对经济前景和总体政策方向的改变，并对联邦基金利率产生影响。明尼阿波利斯联储主席 Neel Kashkari 在 8 月 16 日也曾评论道，美联储的一举一动都在给市场发送 FOMC 货币政策立场的信号，FOMC 政策任何微小的改动都有可能会导致巨大的市场预期变化。

因此，我们判断，Taper 会按照达拉斯联储主席 Robert Kaplan 提出的，每月减少购买 100 亿美元国债和 50 亿美元 MBS。基于当前 FOMC 每月购买 800 亿美元国债和 400 亿美元 MBS，整个 Taper 过程将在 8 个月内结束。芝加哥联储主席 Charles Evans 也曾在媒体上对此计划表示肯定。

纽约联储在每月第 9 个工作日发布每月资产购买规模。若 FOMC 在 11 月 2-3 日议息会议上宣布 Taper，并在 12 月正式启动 Taper，则纽约联储发布的资产购买规模将遵循每月按比例递减。

图 3：美联储 Taper 路径图

资产购买计划发布日期	国债，十亿美元	MBS，十亿美元
10/14/2021	80	40
11/12/2021	80	40
12/13/2021	70	35
1/13/2022	60	30
2/11/2022	50	25
3/11/2022	40	20
4/13/2022	30	15
5/12/2022	20	10
6/13/2022	10	5
7/14/2022	0	0

资料来源：美联储，光大证券研究所预测。

二、 加息节奏加快，点阵图释放鹰派信号

相较于 6 月会议，9 月会议释放更多鹰派信号。点阵图显示，2022 年联邦基金利率预测中值为 0.3%（6 月为 0.1%），2023 年为 1%（6 月为 0.6%），2024 年为 1.75%。

从美联储 6 月和 9 月点阵图的比较中可以看出，美联储前移加息时点，显示美联储对经济复苏节奏保持乐观态度。鲍威尔在新闻发布会中表示，失业率已经从 2020 年 12 月的 6.7% 下滑至今年 8 月的 5.2%，随着经济解封和疫苗推广，预计劳动力市场将稳步修复。从 FOMC 经济预测表中可以看出，失业率将在 2022

年和 2023 年分别达到 3.8%和 3.5%，低于 FOMC 设定的自然失业率（4.0%），显示 FOMC 对劳动力市场前景充满信心。

然而，疫情仍然是当下对经济扰动的最大变量，美联储加息时点或与点阵图没有直接联系。鲍威尔表示，谁都不知道经济在 1 年以后会如何表现，现在的点阵图并不代表今后美联储加息的计划。另外，9 月点阵图显示，虽然 2024 年联邦基金利率中位预测值为 1.8%，但仍有 7 位美联储官员认为利率应在 1.125%以下，显示 FOMC 中鸽派力量并不在弱势，相当一部分美联储官员对经济前景仍然持谨慎态度。综上，我们维持美联储将不早于 2023 年加息的判断。

从市场预期的层面，FOMC 利率决策公布前，市场对 2023 年 2 月 1 日议息会议后，预期的政策利率为 0.304%，显示市场预期加息将最快于 2023 年初开始。但在点阵图公布后，市场迅速重新调整预期，隐含利率于 2022 年 12 月 14 日达 0.308%，市场对加息时点的预期前移。

图 4：市场隐含预期（9 月 FOMC 会议前）

会议	#加息/降息	%加息/降息	隐含利率 Δ	隐含利率	假定利率变动
09/22/2021	-0.007	-0.7%	-0.002	0.077	0.250
11/03/2021	-0.007	+0.0%	-0.002	0.077	0.250
12/15/2021	+0.013	+1.9%	+0.003	0.082	0.250
01/26/2022	-0.007	-1.9%	-0.002	0.077	0.250
03/16/2022	-0.007	+0.0%	-0.002	0.077	0.250
05/04/2022	-0.007	+0.0%	-0.002	0.077	0.250
06/15/2022	+0.069	+7.6%	+0.017	0.096	0.250
07/27/2022	+0.133	+6.4%	+0.033	0.113	0.250
09/21/2022	+0.323	+19.0%	+0.081	0.160	0.250
11/02/2022	+0.430	+10.7%	+0.108	0.187	0.250
12/14/2022	+0.773	+34.3%	+0.193	0.273	0.250
02/01/2023	+0.898	+12.4%	+0.224	0.304	0.250

资料来源：彭博，光大证券研究所。数据截止至 2021/9/22。

图 5：市场隐含预期（9 月 FOMC 会议后）

会议	#加息/降息	%加息/降息	隐含利率 Δ	隐含利率	假定利率变动
11/03/2021	+0.022	+2.2%	+0.006	0.083	0.250
12/15/2021	-0.010	-3.3%	-0.003	0.075	0.250
01/26/2022	+0.000	+1.0%	+0.000	0.077	0.250
03/16/2022	+0.000	+0.0%	+0.000	0.077	0.250
05/04/2022	+0.023	+2.3%	+0.006	0.083	0.250
06/15/2022	+0.094	+7.1%	+0.024	0.101	0.250
07/27/2022	+0.160	+6.6%	+0.040	0.118	0.250
09/21/2022	+0.413	+25.3%	+0.103	0.181	0.250
11/02/2022	+0.514	+10.1%	+0.128	0.206	0.250
12/14/2022	+0.920	+40.6%	+0.230	0.308	0.250
02/01/2023	+1.065	+14.5%	+0.266	0.344	0.250

资料来源：彭博，光大证券研究所。数据截止至 2021/9/23。

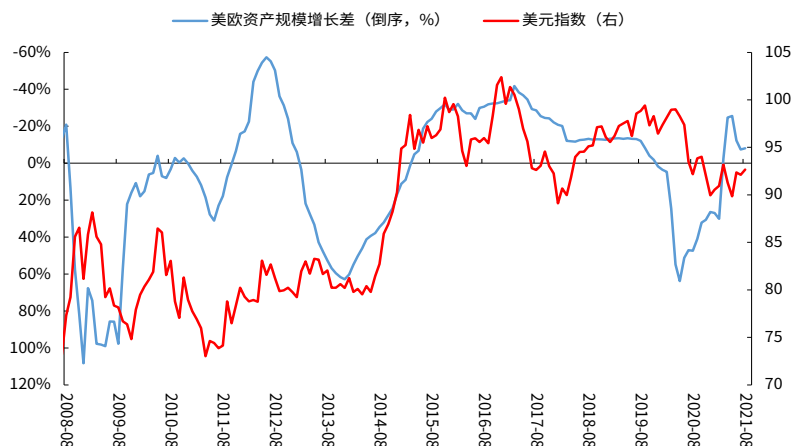
三、货币政策正常化开启，支撑美债收益率上行，美元走强

美元：

政策利率公布后，美元指数小幅上行 0.25%，显示市场迅速 price in 货币政策正常化信号。9 月议息会议点阵图显示，美联储最早将于 2022 年开始加息（6 月会议显示最早在 2023 年开始加息）。点阵图代表美联储官员对经济的预期，点阵图趋向于鹰派表示，美联储官员对经济复苏前景较有信心，叠加鲍威尔在新闻发布会上对 Taper 的讨论，市场坚定货币市场正常化流程已经启动，支撑美元走强。

另一方面，受制于美元指数中欧洲货币的权重，美欧货币环境强弱与美欧经济基本面的对比决定美元指数走势。以央行扩表速度差为代表的量差概念对于美元指数的指示意义较强。从下图中可以看出，美国央行扩表速度在今年 6 月开始低于欧洲央行扩表速度，叠加美联储 Taper 在即，预计美国货币宽松环境将先于欧洲趋紧，对美元形成一定支撑。

图 6：6 月 1 日至 8 月 4 日，美元指数与 10 年期美债收益率走势截然相反



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截止至 2021 年 8 月

美债：

四季度，在美国货币环境趋紧、经济复苏动能保持强劲、债务上限问题即将得到解决的背景下，美债收益率大概率延续上行态势。

第一，9 月 FOMC 点阵图显示，FOMC 官员前移首次加息时点，表明美联储对经济复苏节奏较有信心。通胀数据已经达到“实质性进展要求”目标，就业数据也在向“实质性进展”目标靠近。

另一方面，我们在 2021 年 9 月 2 日发布的《美债交易逻辑已悄然变化——美联储观察系列二》报告中提到，目前美国个人可支配收入稳定增长，但储蓄意愿回归常态，一方面显示出美国居民对未来收入信心增强，另一方面表现为消费信心及意愿的增强。在就业市场迅速回暖的背景下，服务性行业消费支出将持续支撑经济复苏。

另外，新财政刺激计划即将落地，预计将对政府消费和投资增速产生一定支撑。在上述驱动因素下，预计 10 年期美债实际收益率维持小幅上行态势。

第二，美国债务上限暂停期已于 7 月 31 日结束，虽然目前美国两党仍就债务上限的问题进行激烈的谈判，但若因两党分歧而造成美国政府技术性违约则会严重影响经济。美国财政部长耶伦 9 月 19 日发表评论称，国会需要上调或延长债务上限期限，否则经济将面临巨大灾难。

因此，我们判断，对于共和党而言，债务上限问题应该只是他们与民主党谈判的

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_26805

