

美国货币、财政领域应把握两条主线

——美联储 9 月议息会议传递的信号

报告导读/核心观点

下半年货币领域把握美联储偏鸽的主线，政策方向仍然趋紧但实际落地节奏将比当前暗示的幅度鸽派。Taper 可能于 11 月正式宣布，虽然本次会议暗示了平均每月 150 亿美元的 Taper 节奏，但最终执行过程中仍可能通过相机抉择、每次会议宣布下月缩减目标的方式进行，而非一次性宣布，这会使得宽松周期进一步拉长（议息会议并非每月召开）。连任诉求和金融市场稳定性都会影响联储决策。财政领域把握拜登刺激政策落地规模不及预期的主线，债务上限是阶段性扰动无需过分关注。整体来看，未来美联储政策变化对市场的冲击和外溢效应均有限，整体对国内货币政策制约较小，我们认为，2021 年中国下半年信用收缩之后经济下行压力逐渐增大，货币政策逐渐走向放松，无风险收益率继续下行并带动科技成长股发力，形成股债双牛。

□ **Taper 进一步明确大概率于 11 月正式宣布，提高逆回购额度并暗示 Taper 节奏利率区间方面**，美联储维持基准利率为 0%-0.25% 区间，逆回购利率与超额准备金利率（IOER）维持不变，符合预期。购债规模方面，美联储以当前每月 1200 亿美元的速度继续增持美国国债及 MBS，与 9 月 15 日纽约联储公布的计划一致，符合预期。QE 方面，本月描述为“如果经济目标持续明显改善，有必要在短时间内放缓资产购买节奏”，进一步朝 Taper 落地的方向演进（7 月议息会描述变为“两大目标已经取得进展，未来委员会将持续评估进展情况”）。结合最新指引看，美联储大概率将于 11 月议息会议正式宣布 Taper 并在 12 月启动。鲍威尔在记者问答中同样指出 Taper 的正式声明最早可能在下次议息会议中出现。

对于 Taper 的节奏，会后声明中指出“大部分官员认为如果复苏继续按预期进行，在明年年中结束 Taper 可能是合适的”，如据此折算，平均每月 Taper 的速度可能需要达到 150 亿美元。

此外，美联储还将每个交易对手的逆回购限额由 800 亿美元提升至 1600 亿美元，该项调整的意图较为中性。虽然逆回购能吸纳过剩流动性，更重要的是可在债务上限悬而未决、短期国债供给受限的情况下为各类机构尤其是货币基金提供更多安全资产。

□ **年内 GDP 预期下调、通胀预期上调仍认为是临时性压力，加息预期明显前移** 本次经济预测下调经济增长预期，2021 年 GDP 实际增长预期由 7.0% 下调至 5.9%；2022 年 GDP 预期由 3.3% 上调至 3.8%，主要反映受疫情影响，美国经济复苏进程被进一步延后。对应议息声明指出“部分部门的经济复苏受到疫情复发影响有所放缓。”本次预测通胀预期进一步上调，2021 年 PCE 预期由 3.4% 上调至 4.2%，2022、2023 年通胀预期则基本保持稳定。这一调整说明联储承认短期通胀存在较大压力；但坚持认为通胀是临时性压力，议息声明中同样指出通胀的大幅抬升是疫情下的临时性因素所致。我们认为美国当前通胀环比高点已过但同比增速中枢可能在下半维持 3%-4% 之间，年内通胀失控风险有限。

加息预期进一步向 2022 年底前移。从点阵图来看，支持 2022 加息的票委数量增加至 9 位（6 月为 7 位），与不加息的支持力量持平；支持 2023 年加息的票委数量达到 17 位（6 月为 14 位）。符合当前市场对加息预期的定价，根据议息会前 CME 概率，市场对首次加息预期的时间点仍在 2022 年 12 月，加息 25BP 及以上的概率为 54.2%。

□ **议息声明使得市场部分短期鸽派观点落空，资产价格震荡较大但无趋势性变化** 会后记者问答进一步传递以下信息：一是明确加息更多锚定通胀而非 Taper。鲍威尔指出如果通胀在 2022 年仍然保持在较高水平，美联储可能满足加息条件，但与此同时也指出 Taper 与加息并没有必然的联系。二是就业方面，鲍威尔认为只需要一份“不错”的就业报告就能满足 Taper 条件。根据会后声明，我们认为“不错”的表述可能锚定的是过去 3 个月非农就业岗位的平均增量 75 万。整体来看，议息声明使得市场部分短期鸽派观点落空，10 年国债收益率小幅上行至 1.33% 附近；道指、纳指高开并在议息声明发布后小幅回吐涨幅；美元拉升至 93.4 以上；黄金价格下挫。实际来看，我们认为未来美联储政策收缩力度超预期概率低。

□ **货币领域把握联储政策趋紧但实际节奏将超预期鸽派的主线，连任诉求影响大** 我们仍然认为下半年应该把握美联储偏鸽的主线，联储政策方向仍然趋紧但实际落地节奏将比当前暗示的幅度鸽派一些。虽然本次会议暗示了平均每月 150 亿美元的

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

联系人：林成炜

执业证书编号：S1230120080050

邮箱：linchengwei@stocke.com.cn

相关报告

报告撰写人： 李超

Taper 节奏，但最终执行过程中仍可能通过相机抉择、每次会议宣布下月缩减目标的方式进行，而非一次性宣布，从而进一步拉长宽松周期（议息会议并非每月召开，而是每季度两次，2014 年便采用这种方式进行缩量）。我们曾于前期报告指出，除就业修复速度外，连任诉求也将是影响美联储决策的重要因素。包括美联储主席在内的多位美联储高官任期将在 2021 和 2022 年先后到期，受政治利益导向影响，近期联储官员的表态可能整体呈现出较为“鸽派化”的姿态。此外，美股的稳定性问题也可能影响美联储决策。

□ **财政领域把握拜登财政政策落地规模不及预期的主线，债务上限是阶段性扰动**
本次议息会议的记者问答中同样涉及债务上限问题，虽然鲍威尔未直接发表评论但我们认为财政领域应该把握以下基调：

一是民主党财政刺激计划的落地规模大概率不及预期。我们曾于前期报告中指出不宜对美国财政刺激力度过于乐观。其中 1 万亿美元基建方案投资周期长达 10 年，分摊至单年投资规模有限，新批资金仅 5700 亿美元，其余为存量资金划拨；亟待落地的 3.5 万亿美元财政预算方案仅匹配 2.2 万亿美元的加税规模，赤字缺口极大，鉴于民主党内对财政纪律和加税规模存在分歧，预计方案将削减支出规模，实际落地规模可能向 2.3 万亿美元的加税规模靠拢，支出周期同样长达 10 年。

二是债务上限问题产生的种种波动均可视为“噪声”，当前两党的争执仍像一场政治作秀，均不愿意为债务问题承担政治责任。共和党希望民主党将债务上限问题纳入预算调节法案自行解决，不愿承担债务规模膨胀的政治压力；民主党则认为未来的财政支出同样包含共和党支持的支出项目，应当通过两党合作立法的方式解决，拒绝独立承担立法职责。根据历轮债务上限之争经验，无论是通过财政调解还是两党合作的方式立法，预计这一问题在经历两党反复后终将得以解决，解决方式大概率是继续暂停债务上限（如果民主党使用预算调节闯关，则需要提升债务上限，无法使用暂停的方式处理），不会引发白宫持续停摆等风险，在此过程中引发的市场波动均属“噪声”。

□ **重申 DELTA 重点影响美债反弹斜率，衰退预期下美股风格可能重新转向成长**
美债方面，本轮 10 年期美债收益率上行拐点已在 Q3 如期出现，兑现我们此前判断，但本轮反弹难破年内前高且未来上行的斜率仍将受到 DELTA 疫情扰动。**美股方面**，在阶段性回调后我们仍然看好年内美股有上行动力，但衰退预期下美股风格可能转向成长，财政和货币政策的不确定性可能使得美股震荡加剧。**美元方面**，短期来看，在债务上限悬而未决、Taper 指引一触即发、疫情持续发酵等多重因素共振下，预计美元仍将维持高位震荡，Q4 起预计重回长期下行通道，年末美元指数可能重新下探 87-88 一线，财政刺激方案对美国经济长期潜在增速和全球产业转移趋势等美元长期决定因素的影响有限。

风险提示：DELTA 疫情超预期导致宽松周期延长；通胀超预期导致联储收紧。

证券研究报告

1. 重要图表

表 1：美联储整体下调经济增长预期、上调通胀预期（%）

	批准规模	2021	2022	2023	长期
实际 GDP 增长	6 月预测	7.0	3.3	2.4	1.8
	9 月预测	5.9	3.8	2.5	1.8
失业率	6 月预测	4.5	3.8	3.5	4.0
	9 月预测	4.8	3.8	3.5	4.0
PCE	6 月预测	3.4	2.1	2.2	2.0
	9 月预测	4.2	2.2	2.2	2.0
核心 PCE	6 月预测	3.0	2.1	2.1	
	9 月预测	3.7	2.3	2.2	

资料来源：美联储，浙商证券研究所

表 2：对市场参与者的 Taper 预期调查（7 月调查结果）

国债净购买（十亿美元）											
	2021.11	2021.12	2022.1	2022.2	2022.3	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3
25 分位	80	70	60	50	50	90	10	0	0	0	0
中位数	80	80	70	60	56	120	60	0	0	0	0
75 分位	80	80	72	70	60	160	110	50	0	0	0

MBS 净购买（十亿美元）											
	2021.11	2021.12	2022.1	2022.2	2022.3	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3
25 分位	40	30	25	20	20	30	5	0	0	0	0
中位数	40	40	30	30	25	60	24	0	0	0	0
75 分位	40	40	36	33	30	75	40	20	0	0	0

资料来源：纽约联储，浙商证券研究所

表 3：对一级交易商的 Taper 预期调查（7 月调查结果）

国债净购买（十亿美元）											
	2021.11	2021.12	2022.1	2022.2	2022.3	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3
25 分位	80	75	60	53	50	90	25	0	0	0	0
中位数	80	80	70	60	60	120	60	0	0	0	0
75 分位	80	80	70	60	60	140	70	20	5	0	0

MBS 净购买（十亿美元）											
	2021.11	2021.12	2022.1	2022.2	2022.3	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3
25 分位	40	33	28	22	20	30	0	0	0	0	0
中位数	40	40	35	30	25	45	18	0	0	0	0
75 分位	40	40	35	30	30	70	35	8	0	0	0

资料来源：纽约联储，浙商证券研究所

表 4：当前征税提案的部分核心条款

政策条款	征税总规模
将个人所得税的最高税率提高到 39.6%	1700 亿美元
资本利得税率最高档提升至 25%	1230 亿美元
部分投资和自主创业附加税	2520 亿美元
遗产税变动及其他增加	780 亿美元
高收入家庭税收小计	1 万亿美元
美国国税局(IRS)用于税务执法的资金(净额)	1200 亿美元
信息通报等措施	10 亿美元
税收合规收入小计	1340 亿美元
提高企业税率至 26.5%	5400 亿美元
国际税收和其他公司税收规则的改革	4060 亿美元
公司税小计	9460 亿美元
其他税收变化小计	1770 亿美元
总收入增加	22560 亿美元

资料来源：Bloomberg，浙商证券研究所

表 5：历任美联储主席的党派、任期以及提名情况

历任美联储主席	所属党派	任期时间	是否曾由跨党派总统提名
哈姆林	民主党	1914 年 8 月-1916 年 8 月	否
哈丁	民主党	1916 年 8 月-1922 年 8 月	是
克里辛格	民主党	1923 年 5 月-1927 年 9 月	是
杨	共和党	1927 年 9 月-1930 年 8 月	否
迈耶	共和党	1930 年 9 月-1933 年 5 月	否
布莱克	民主党	1933 年 5 月-1934 年 8 月	否
埃克尔斯	共和党	1934 年 11 月-1948 年 2 月	是
麦凯布	共和党	1948 年 4 月-1951 年 3 月	是
马丁	民主党	1951 年 4 月-1970 年 2 月	是
伯恩斯	共和党	1970 年 2 月-1978 年 3 月	否
米勒	民主党	1978 年 8 月-1979 年 8 月	否
沃尔克	民主党	1979 年 8 月-1987 年 8 月	是
格林斯潘	共和党	1987 年 8 月-2006 年 1 月	是
伯南克	共和党	2006 年 2 月-2014 年 2 月	是
耶伦	民主党	2014 年 2 月-2018 年 2 月	否
鲍威尔	共和党	2018 年 2 月至今	否

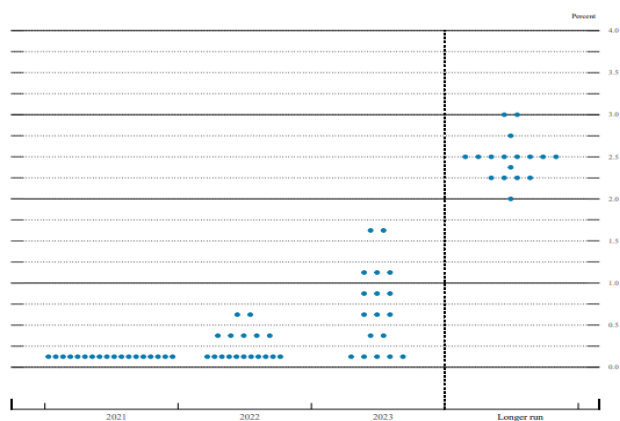
资料来源：Wikipedia, 浙商证券研究所

表 6：当前美联储官员所属党派及政策倾向

当前美联储官员	职位	所属党派	政策倾向	任期到期时间
鲍威尔	美联储主席	共和党	鸽派	2022.2
克拉里达	美联储副主席	共和党	鸽派	2022.9
鲍曼	美联储委员	共和党	中立	2034.1
布雷纳德	美联储委员	民主党	鸽派	2026.1
夸尔斯	美联储委员（监管副主席）	共和党	中立	监管副主席 2021.10 到期
瓦莱	美联储委员	共和党	鸽派	2030.1
巴金	里士满联储行长	/	中立	
波斯蒂奇	亚特兰大联储行长	/	中立	
戴利	旧金山联储行长	/	中立	
埃文斯	芝加哥联储行长	/	鸽派	
威廉姆斯	纽约联储行长	/	中立	

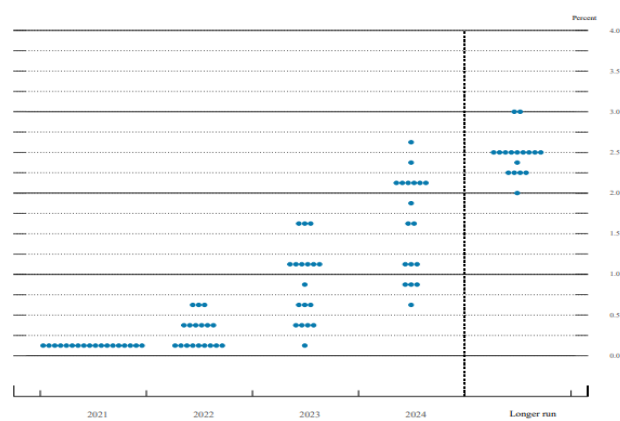
资料来源：美联储，Bloomberg，浙商证券研究所

图 1：美联储 6 月利率点阵图



资料来源：美联储，浙商证券研究所

图 2：美联储 9 月利率点阵图



资料来源：美联储，浙商证券研究所

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_26807

