

| 证 券 研 究 报 告 |

外紧内松，有惊无险

——四季度宏观经济和资本市场展望

2 0 2 1 . 9

陈兴 博士

中泰宏观首席分析师

S0740521020001

2021年9月23日

欢迎关注微信公众号：
陈兴宏观研究



陈兴：金融学博士，浙江大学工学学士，中泰证券研究所宏观首席分析师。此前曾供职于海通证券宏观固收研究团队，曾作为团队宏观经济方向负责人获得2020年新财富宏观最佳分析师第3名，所在团队亦曾获得2017-2019年新财富宏观最佳分析师前5名。

目录

CONTENTS

中泰证券研究所

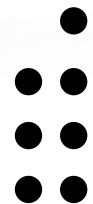
专业 | 领先 | 深度 | 诚信

01.
美债上行，有惊无险

02.
信用改善，温和回升

03.
利润分化，矛盾突出

04.
宽松未尽，权益占优



1

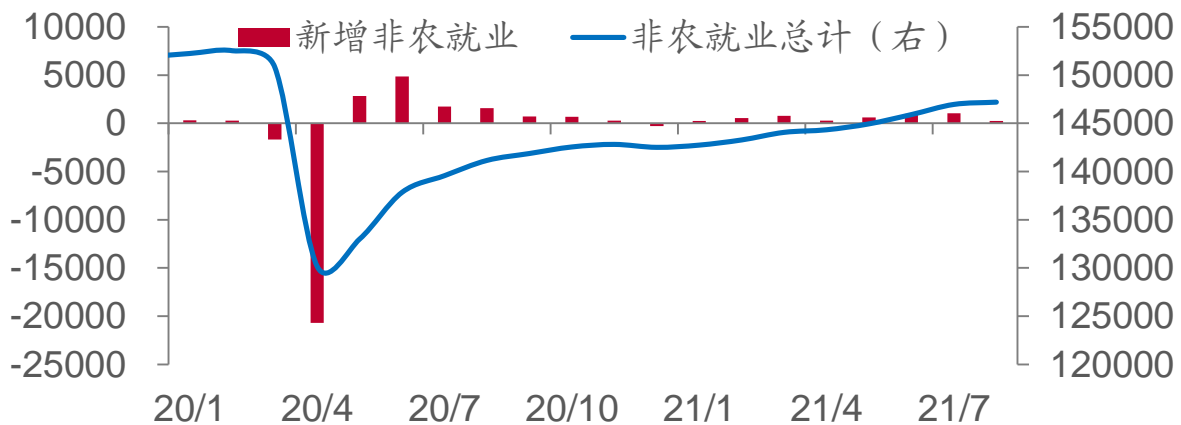
美债上行，有惊无险

领先指标

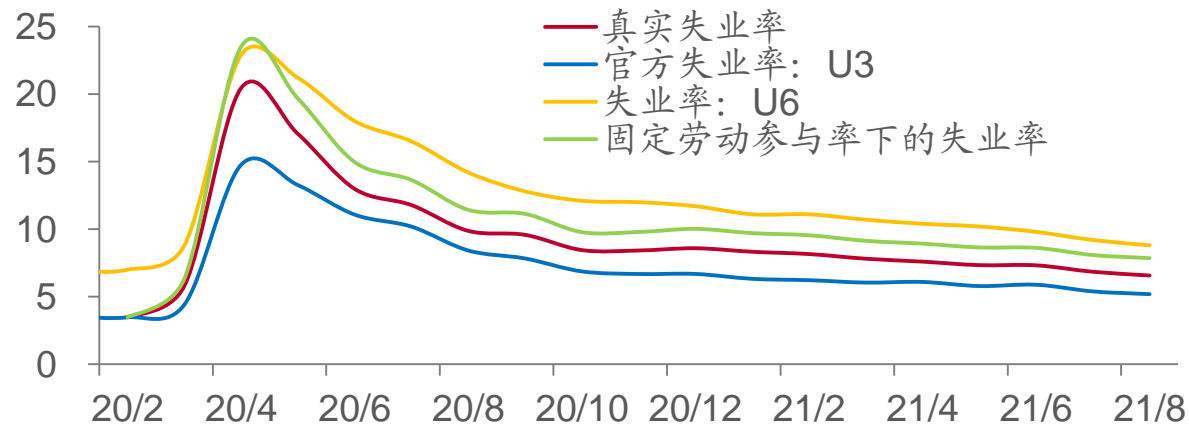
Taper 渐行渐近

- 美联储主席鲍威尔在 Jackson Hole 会议上表态，年内或将启动 Taper。不过从当前美国就业市场情况来看，离完全恢复尚有不小的距离，美联储的这一表态也明显偏鸽。
- 8月美国非农就业人数回补了疫情后缺口的76.2%，虽高于上一轮释放 Taper 信号时期，但较宣布实施 Taper 时期的88.2%仍有不小的距离。而且按照固定劳动参与率的失业率水平计算，当前仍有7.9%，远高于疫情前水平。

美国非农就业人数与新增就业（千人）



美国各类失业率水平 (%)

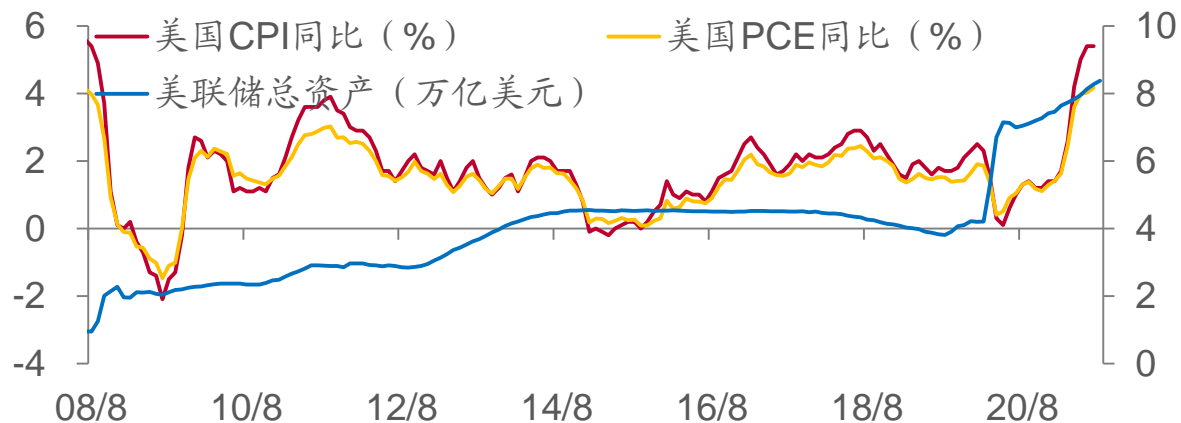


来源: WIND, 中泰证券研究所

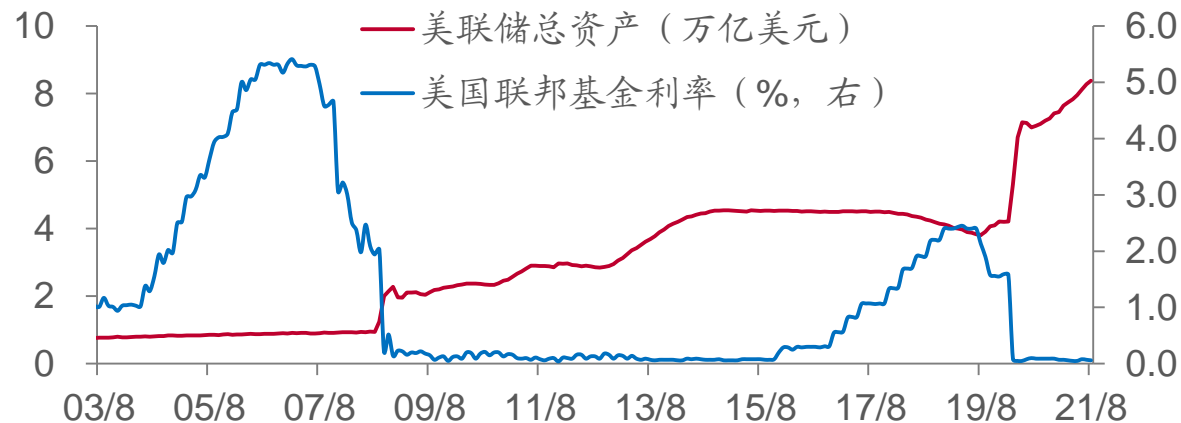
通胀倒逼政策转向

- 美联储大幅扩表购债，在一定程度上引发了通胀水平的高企，美国CPI同比增速已经超过5%，PCE同比增速也超过4%。虽然就业情况欠佳，但通胀会倒逼其货币宽松政策的转向。
- 不过，按照美联储上一轮QE退出的路径和当前鲍威尔的表态，美联储在购债退出之前应该不会启动加息。

美联储资产规模和通胀水平



美联储总资产与联邦基金利率

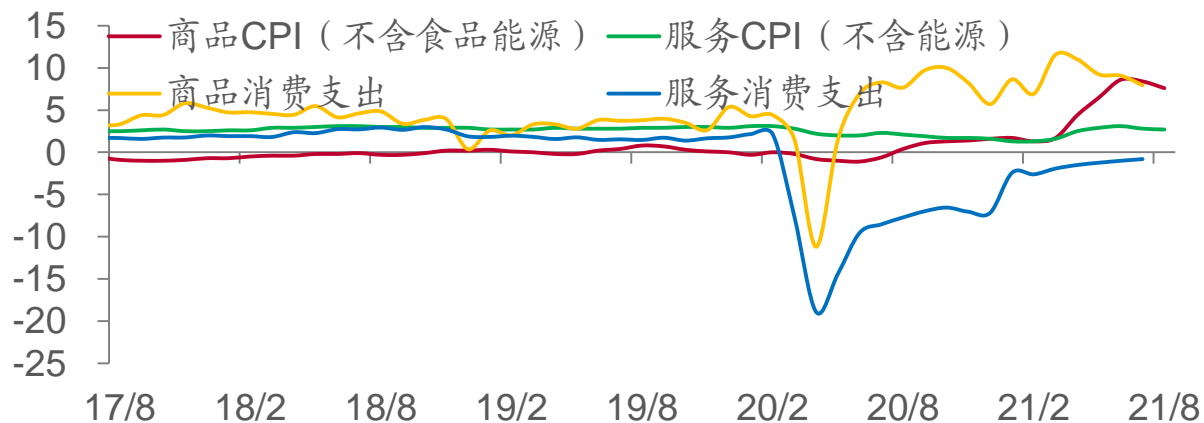


来源: WIND, 中泰证券研究所

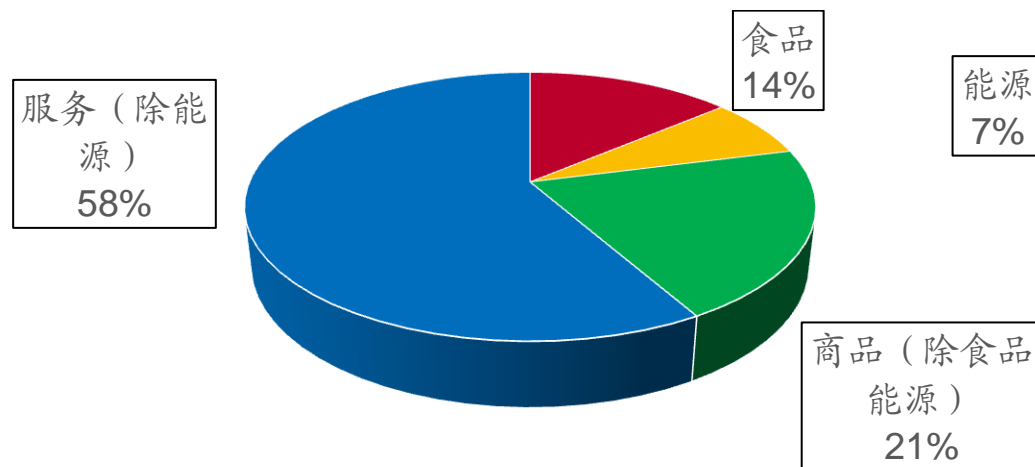
增速难以快速下行

- 美国通胀走高虽然和货币“放水”不无关系，不过，其也受到经济需求恢复的拉动。如果按照两年年均增速来看，今年美国商品消费支出增速一直处于5%以上，使得商品CPI增速也随之高企。而随着疫情制约逐渐减弱，服务消费支出增速的恢复也将带动相关价格的上行。美国通胀增速中枢短期难以显著下移。

美国消费支出与CPI同比增速 (%)



美国CPI各分项权重

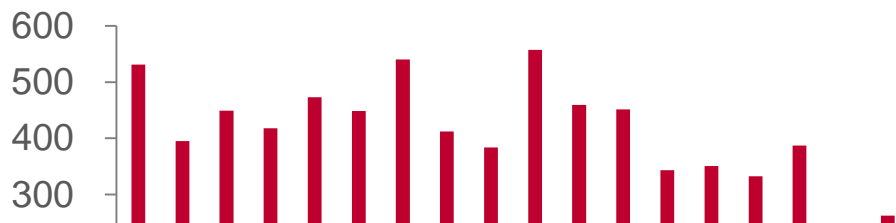


来源: WIND, 中泰证券研究所, 美国消费支出21年数据为两年复合增速

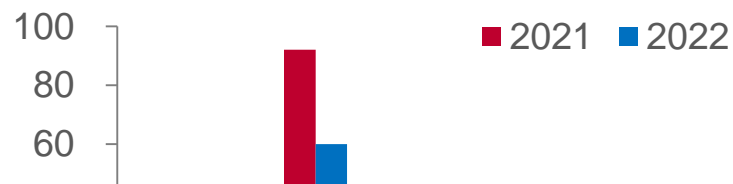
缩债暗含加息“指引”

- 相比于缩减购债而言，加息对于经济和资本市场的影响更大。若通胀高居不下，很可能使得美国货币政策加速收紧。而缩减购债的实施方式及结束购债时间，在一定程度上能够反映加息动向，上一轮Taper从实施到购债结束用时接近一年，如果本轮Taper宣布实施直至购债结束的时间缩短，或预示加息有所提前。

美联储持有美国国债环比增加值（亿美元）



纽约联储对市场参与者加息预期调查（%）



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_26835

