

Taper 靴子落地仅一步之遥

—9月FOMC会议点评



报告发布日期 2021年09月23日

研究结论

- 北京时间9月23日，美联储召开9月FOMC会议并公布纪要。决定继续维持0-0.25%的政策利率目标区间不变，维持每个月增持1200亿美元资产的QE规模不变，在小幅下修2021年经济增长预期的同时保持对后续经济修复的乐观预期。认为经济继续沿当前节奏改善的话，taper很快能够启动。同时利率点阵图显示，有更多的委员认为美联储将会在2022年启动加息。会后，市场整体反馈温和。美股大幅上涨，美债利率先上后下，黄金下跌。
- 9月会议继续强调taper临近，符合市场预期，taper或在年内靴子落地。市场距离taper的政策拐点越来越近。在此次会议纪要当中，美联储表述为“如果（经济）进展大致如预期，委员会认为资产购买步伐可能很快就会放缓。”相比于上一次鲍威尔的评述（如果经济符合预期，年内启动taper应当是合适的），这一次对taper接近靴子落地的信号释放更进一步。接下来美联储还有两个决策时点，一为11.2-3日，一为12.14-15日。按照2013年经验来看，taper可能先宣布、后启动，在Q4剩下的两个时间节点先后落地。
- 需要注意到，现在对于taper的市场预期相当一致地指向这一节奏判断。根据9月基金经理市场调查，84%的基金经理在9月会前认为美联储将在2021年内宣布加息。因此，如果真实政策节奏如此演绎，年内对利率和市场的影响将会比较有限。
- Taper启动后，约影响2022年万亿规模流动性释放，结合财政周期变化对市场流动性影响接近中性。在taper启动、政策预期靴子落地后，2022年需要转为关注taper对市场流动性环境的实质性影响。在基准情形下，我们认为taper在2021年12月启动，用半年时间完成对1200亿/月增持资产规模的削减，约在2022年6月，将QE计划资产增持规模归0。在这样的情形下，2022年美联储通过QE向市场增加释放的流动性规模，全年较2021年减少1.17万亿左右。但是，由于2022财年美国财政赤字大概率大幅削减，我们仍然认为，从财政货币政策组合的周期演进视角来评估，从2021年向2022年过渡，政策面整体对市场流动性的冲击接近于中性。
- 拜登基建、美债供给继续在年内为美债利率上行提供动力。虽然在充分预期下，taper已经逐渐淡出影响利率走向的关键因素序列，但是我们认为Q4美债利率仍有上行风险值得关注。首先，拜登基建在国会立法接近决胜阶段。5500亿两党基建法案预计在9月27日完成表决，送至拜登签字；3.5万亿支出方案在党内继续磨合，但是和解程序的立法通道已经搭建完成，后续立法仅需两院简单多数即可表决通过。拜登基建预计对未来经济预期造成显著影响；第二，在Q3的法定债务上限风波中，美债发行计划受到影响，发行规模缩减，而财政部原本的融资计划当中，下半年发债计划规模显著高于上半年。目前来看，美债供给压力已经严重堆积到Q4，不排除Q4美债供给也会对利率水平造成上行冲击。

风险提示

美国疫情反复，对就业继续造成严重扰动；Taper时点、节奏偏离预测情形，可能导致报告测算结果高估或者低估对流动性的影响。

证券分析师 王仲尧
021-63325888*3267
wangzhongyao1@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860518050001
香港证监会牌照：BQJ932

证券分析师 孙金霞
021-63325888*7590
sunjinxia@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860515070001

证券分析师 曹靖楠
021-63325888*3046
caojingnan@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860520010001

联系人 陈玮

chenwei3@orientsec.com.cn

相关报告

疫情反弹对就业影响浮现，而市场或已有预期：——8月美国非农数据点评 2021-09-05

乐观情形下年内可启动taper：Jackson Hole 央行峰会的影响与展望 2021-08-30

通胀环比增速下行：7月美国价格数据点评 2021-08-13

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

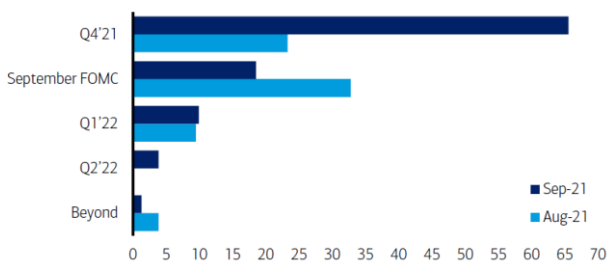
北京时间 9 月 23 日，美联储召开 9 月 FOMC 会议并公布纪要。决定继续维持 0-0.25% 的政策利率目标区间不变，维持每个月增持 1200 亿美元资产的 QE 规模不变，在大幅下修 2021 年经济增长预期的同时保持对后续经济修复的乐观预期。认为经济继续沿当前节奏改善的话，taper 很快能够启动。同时利率点阵图显示，有更多的委员认为美联储将会在 2022 年启动加息。

会后，市场整体反馈温和。美股大幅上涨，美债利率先上后下，黄金下跌。

9 月会议继续强调 taper 临近，符合市场预期，taper 或在年内靴子落地。市场距离 taper 的政策拐点越来越近。在此次会议纪要当中，美联储表述为“如果（经济）进展大致如预期，委员会认为资产购买步伐可能很快就会放缓。”相比于上一次鲍威尔的评述（如果经济符合预期，年内启动 taper 应当是合适的），这一次对 taper 接近靴子落地的信号释放更进一步。接下来美联储还有两个决策时点，一为 11.2-3 日，一为 12.14-15 日。按照 2013 年经验来看，taper 可能先宣布、后启动，在 Q4 剩下的两个时间节点先后落地。

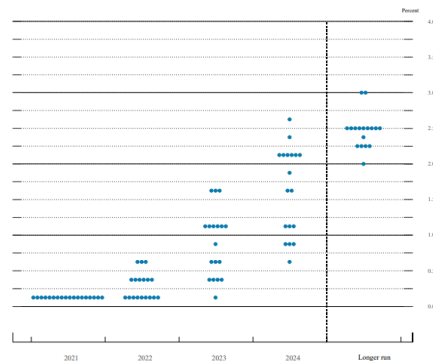
需要注意到，现在对于 taper 的市场预期相当一致地指向这一节奏判断。根据 9 月基金经理市场调查，84% 的基金经理在 9 月会前认为美联储将在 2021 年内宣布加息。因此，如果真实政策节奏如此演绎，年内对利率和市场的影响将会比较有限。这也是 9 月会议后美股大幅上涨，美债利率先上后下维持相对平稳的解释原因。

图 1：会前，9 月基金经理调查显示 84% 的参与者认为年内宣布 taper



数据来源：BofA、东方证券研究所

图 2：9 名委员认为 2022 年将会加息，较上次增加



数据来源：Fed、东方证券研究所

Taper 启动后，约影响 2022 年万亿规模流动性释放，结合财政周期变化对市场流动性影响接近中性。在 taper 启动、政策预期靴子落地后，2022 年需要转为关注 taper 对市场流动性环境的实质性影响。在基准情形下，我们认为 taper 在 2021 年 12 月启动，用半年时间完成对 1200 亿/月增持资产规模的削减，约在 2022 年 6 月，将 QE 计划资产增持规模归 0。在这样的形势下，2022 年美联储通过 QE 向市场增加释放的流动性规模，全年较 2021 年减少 1.17 万亿左右。但是，由于 2022 财年美国财政赤字大概率大幅削减，我们仍然认为，从财政货币政策组合的周期演进视角来评估，从 2021 年向 2022 年过渡，政策面整体对市场流动性的冲击接近于中性。

表 1: Taper 基准情形下, QE 资产增持规模变化 (亿美元)

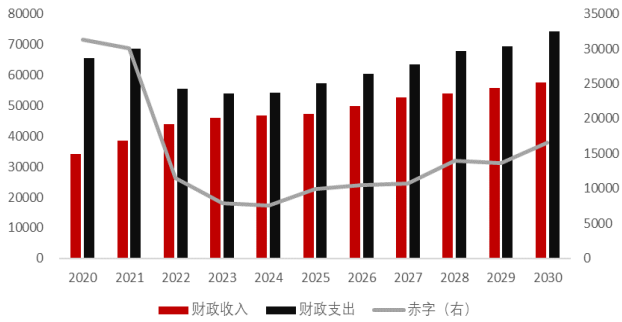
Taper 基准情形下, QE 资产增持规模变化 (亿美元)

		国债	MBS
2021	1 月	800	400
	2 月	800	400
	3 月	800	400
	4 月	800	400
	5 月	800	400
	6 月	800	400
	7 月	800	400
	8 月	800	400
	9 月	800	400
	10 月	800	400
	11 月	800	400
	12 月	686	343
2022	1 月	571	286
	2 月	457	229
	3 月	343	171
	4 月	229	114
	5 月	114	57
	6 月	0	0
	7 月	0	0
	8 月	0	0
	9 月	0	0
	10 月	0	0
	11 月	0	0
	12 月	0	0

数据来源: Fed、东方证券研究所

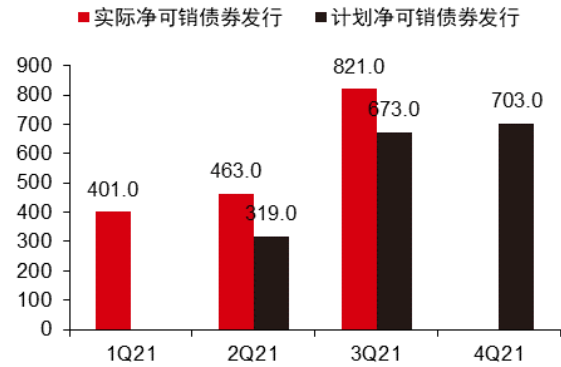
拜登基建、美债供给继续在年内为美债利率上行提供动力。虽然在充分预期下, taper 已经逐渐淡出影响利率走向的关键因素序列, 但是我们认为 Q4 美债利率仍有上行风险值得关注。首先, 拜登基建在国会立法接近决胜阶段。5500 亿两党基建法案预计在 9 月 27 日完成表决, 送至拜登签字; 3.5 万亿支出方案在党内继续磨合, 但是和解程序的立法通道已经搭建完成, 后续立法仅需两院简单多数即可表决通过。拜登基建预计对未来经济预期造成显著影响; 第二, 在 Q3 的法定债务上限风波中, 美债发行计划受到影响, 发行规模缩减, 而财政部原本的融资计划当中, 下半年发债计划规模显著高于上半年。目前来看, 美债供给压力已经严重堆积到 Q4, 不排除 Q4 美债供给也会对利率水平造成上行冲击。

图 3：CBO 对未来美国财政收支、赤字的预测



数据来源：CBO、东方证券研究所

图 4：2021 年美债净发行计划



数据来源：Wind、东方证券研究所

风险提示

美国疫情反复，对就业继续造成严重扰动；

报告预测的 taper 节奏基于联储官员表态和过去的政策操作经验。Taper 时点、节奏偏离预测情形，可能导致报告测算结果高估或者低估对流动性的影响。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

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_26910

