

Taper 信号如期而至，货币正常化路径逐渐清晰

——海外研究系列

报告要点:

● Taper 信号如期而至，美联储货币正常化路径逐渐清晰

会议内容基本符合市场预期，Taper 信号得到释放。会议维持联邦基金利率与购债规模不变的执行决议，以及经济预测下调和通胀预测上调幅度，基本符合市场预期，如果经济进展与预期一致，联储可能在 2021 年内开启 Taper 进程，并会提前与市场沟通，本次会议可以看作是未来 Taper 执行前与市场首次沟通的信号。缩减购债年底大概率落地，本次缩减进程完成周期更短。相比上次开启 Taper 到 QE 退出，整个进程约 10 个多月，而本次缩减购债假设明年年中结束，则较上次提前一个季度完成，实施力度更快更强。

Taper 从释放信号到靴子落地，美联储货币正常化路径逐渐清晰。货币政策在疫情后充分发挥出了支持经济复苏的重要作用，当下宽松货币政策逐步退出，再到加息随之而至，美联储货币政策向着正常化不断前行。疫情影响节奏但不改经济复苏趋势，随着疫情影响的减弱，消费及就业端恢复向好，经济复苏前景可期。

● 疫情仍然是当下最大的不确定性，通胀和就业问题是关注焦点

德尔塔毒株仍是主流毒株，变异病毒传播力更强，防范扩散难度提升，**疫情扩散超预期和秋冬季卷土重来是接下来的主要风险。**通胀和就业问题是关注焦点，数据的边际变化显示目前的高通胀是暂时的，就业与供应进一步恢复将加速通胀释压，同时，未来就业的恢复也比较有信心，修复可能延迟但不会持续缓慢。

● **Taper 信号释放符合市场预期，联储沟通积极，资产变化的反馈相对温和**上一轮 Taper 信号释放后，美债利率急剧上行，但真正 Taper 落地之时美债利率已几乎见顶，美股则是在小幅度调整后延续上行趋势，贵金属和商品则在 Taper 释放后表现偏弱。本轮信号释放，决议会议内容基本符合预期，联储更愿意保持与市场沟通，以上因素都将平滑本次货币政策方向改变过程中的各资产变化的幅度。

● 各类资产表现探讨

美股：货币政策变化可能加大美股的波动，考虑到本轮美股在宽松流动性环境中一路高歌，随着货币政策正常化进程的推进可能出现一定调整，但不改整体上行趋势。**美债：**市场预期充分，Taper 信号释放再到落地将助推美债利率上行，但反馈幅度相对温和。**美元：**短期变化尚不明朗，美元难找到较强的方向感，中期关注联储对加息的判断，可能会支撑美元出现突破。**黄金：**Taper 信号释放将带动一系列资产的相应变化，金价将出现调整，但幅度弱于 13 年。

● 货币政策正常化的一些思考

联储货币政策选择需要考虑 PMI 高位向下的过程中，货币政策的转向是否容易造成经济潜在增速下降的过程中紧缩性货币政策的实施引发债务违约情况的出现。**货币正常化三阶段：“缩减购债→QE 退出，基准利率不变→执行加息”中，每阶段均有面对的现实环境与选择，下一个阶段开启需要满足一定前提条件。**

在强有力的政策支持推动了强劲但不平衡的复苏下，当下政策更多是在暂时的通胀飙升与干预通胀引发其他复杂问题的二者之间寻求平衡，调整后的美联储的新货币政策框架，更关注劳动力市场和就业状况，增加了决策的难度，但“经济前景总是不确定的，对预测保持谦逊，持续跟踪，观察当下决策对前景和相关风险。”

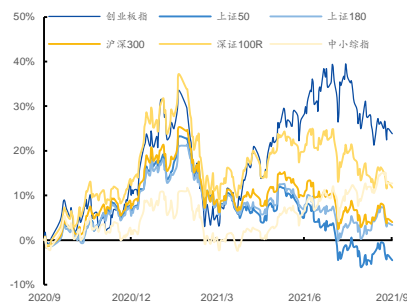
● 风险提示

关注疫情发展超预期、美债违约风险、联储货币政策超预期等风险。

主要数据:

上证综指:	3,613.07
深圳成指:	14,357.85
沪深 300:	4,849.43
中小盘指:	4,980.34
创业板指:	3,476.83

主要市场走势图



资料来源: Wind

相关研究报告

- 国元策略: 黄金定价机制探讨(一)从实际利率到高频数据, 2021.9.16
- 国元策略(2021年第8期)2021年9月金股组合及投资逻辑, 2021.8.31
- 国元策略: 当下依然是后周期, 2021.8.26
- 国元策略: 海外研究-Taper 信号渐行渐近, 2021.8.12

报告作者

分析师 陈大鹏
执业证书编号 S0020520070002
邮箱 chendapeng_sh@gyzq.com.cn
电话 021-51097188

内容目录

1. 美联储货币正常化路径逐渐清晰.....	4
1.1 会议摘要.....	4
1.2 官方声明.....	5
1.3 点评.....	5
2. 当下热点问题聚焦.....	5
3. 以史为鉴，上一轮 Taper 过程回顾.....	7
4. 各类资产表现探讨.....	9
补充一：货币政策正常化的相关思考.....	10
补充二：疫情时代，独特的货币政策.....	16
补充三：疫情跟踪及上次宽松货币政策退出过程经济指标对比.....	21
5. 风险提示.....	24

图表目录

图 1：联邦储备委员会成员和联邦储备银行行长的经济预测.....	4
图 2：2021 年 6 月美联储点阵图.....	4
图 3：2021 年 9 月美联储点阵图.....	4
图 4：Delta 毒株快速传播致使美国疫情出现了新一轮反弹.....	6
图 5：失业情况进一步修复.....	7
图 6：高职位空缺率表明美国企业招工方面仍面临困境.....	7
图 7：2013 年 5 月 Taper 信号释放后股债两类资产表现.....	8
图 8：2013 年 5 月 Taper 信号释放后贵金属和原油表现.....	8
图 9：美联储扩表增速减缓.....	10
图 10：04 年加息时处于 PMI 下行周期，15 年加息则是 PMI 上行周期.....	12
图 11：2004 年加息政策执行的宏观经济条件并不理想.....	13
图 12：各项指标已经达到预期的水平，加息政策徐徐展开.....	14
图 13：2015 年年中，美国经济先行指标仍处于下行通道.....	15
图 14：2014 年-2016 年间，全球经济景气下行，尚未确认底部.....	15
图 15：疫情冲击产出骤降，疫后复苏迅速超预期.....	17
图 16：经济复苏以来，耐用品支出激增，远高于服务.....	17

图 17: 耐用品支出激增, 而服务支出仍然疲软	17
图 18: 劳动力市场正在复苏, 但复苏远未完成	18
图 19: 总体通胀指标总体保持温和	20
图 20: 疫情前耐用品通胀率远低于服务业通胀率	20
图 21: 长期通胀预期已在很大程度上扭转了早先的下降趋势	20
图 22: 本轮 delta 病毒扩散已走过拐点	21
图 23: 疫苗接种增速稳定, 最新百人接种率已达 63.2%	21
图 24: 上一轮货币政策正常化进程中, 先行指标中信贷脉冲指数整体震荡下行	21
图 25: 金融危机后美国先行指标走势	22
图 26: 疫情冲击后美国先行指标走势	22
图 27: 金融危机后美国同步指标走势	22
图 28: 疫情冲击后美国同步指标走势	22
图 29: 金融危机后美国经济增长及分项拉动效果	22
图 30: 疫情后美国经济增长及分项拉动效果	22
图 31: 金融危机后与本轮疫情复苏中通胀水平对比	23
图 32: 疫情以来各类资产相对表现情况	23

1. 美联储货币正常化路径逐渐清晰

1.1 会议摘要

美联储9月会议维持基准利率和QE购买量不变，随后公布了9月议息会议声明与决议、经济预测摘要（SEP），以及点阵图等信息。

- **利率方面：**本次会议FOMC维持联邦基金目标利率在0-0.25%不变。
- **资产购买方面：**会议维持QE购买量至少1200亿美元/月不变（800亿国债+400亿MBS）。
- **经济预测：**GDP预测水平为5.9%，较上次预测调低了1.1个百分点，2022年、2023年预测值分别提高0.5和0.1个百分点；失业率水平最新预测为4.8%，较上次上调0.3个百分点，未来两年预测不变；PCE通胀水平预测值为3.7%，较上次上调0.8个百分点，未来两年小幅上调。
- **点阵图：**（1）明年需上调政策利率的委员增加2名，达到9名，之前认为明年利率维持不变的委员有所减少；相较6月份，更多数委员认为2023年需上调政策利率。

图1：联邦储备委员会成员和联邦储备银行行长的经济预测

Variable	Median ¹					Central Tendency ²					Range ³				
	2021	2022	2023	2024	Longer run	2021	2022	2023	2024	Longer run	2021	2022	2023	2024	Longer run
Change in real GDP	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	5.5-6.3	3.1-4.9	1.8-3.0	1.8-2.5	1.6-2.2
June projection	7.0	3.3	2.4		1.8	6.8-7.3	2.8-3.8	2.0-2.5		1.8-2.0	6.3-7.8	2.6-4.2	1.7-2.7		1.6-2.2
Unemployment rate	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	4.5-5.1	3.0-4.0	2.8-4.0	3.0-4.0	3.5-4.5
June projection	4.5	3.8	3.5		4.0	4.4-4.8	3.5-4.0	3.2-3.8		3.8-4.3	4.2-5.0	3.2-4.2	3.0-3.9		3.5-4.5
PCE inflation	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	3.4-4.4	1.7-3.0	1.9-2.4	2.0-2.3	2.0
June projection	3.4	2.1	2.2		2.0	3.1-3.5	1.9-2.3	2.0-2.2		2.0	3.0-3.9	1.6-2.5	1.9-2.3		2.0
Core PCE inflation ⁴	3.7	2.3	2.2	2.1		3.6-3.8	2.0-2.5	2.0-2.3	2.0-2.2		3.5-4.2	1.9-2.8	2.0-2.3	2.0-2.4	
June projection	3.0	2.1	2.1			2.9-3.1	1.9-2.3	2.0-2.2			2.7-3.3	1.7-2.5	2.0-2.3		
Memo: Projected appropriate policy path															
Federal funds rate	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	0.1	0.1-0.6	0.1-1.6	0.6-2.6	2.0-3.0
June projection	0.1	0.1	0.6		2.5	0.1	0.1-0.4	0.1-1.1		2.3-2.5	0.1	0.1-0.6	0.1-1.6		2.0-3.0

图2：2021年6月美联储点阵图

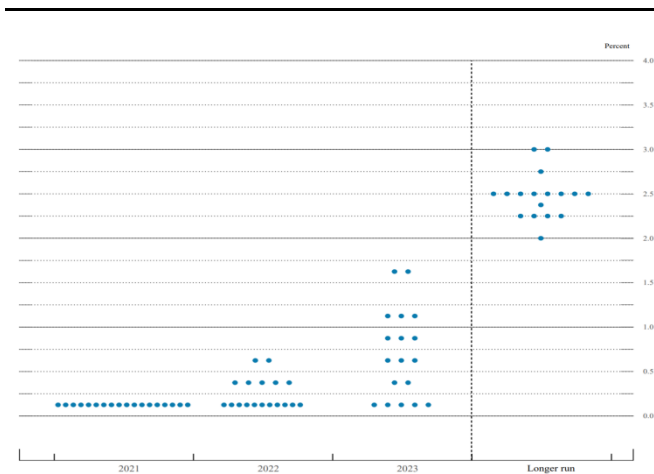
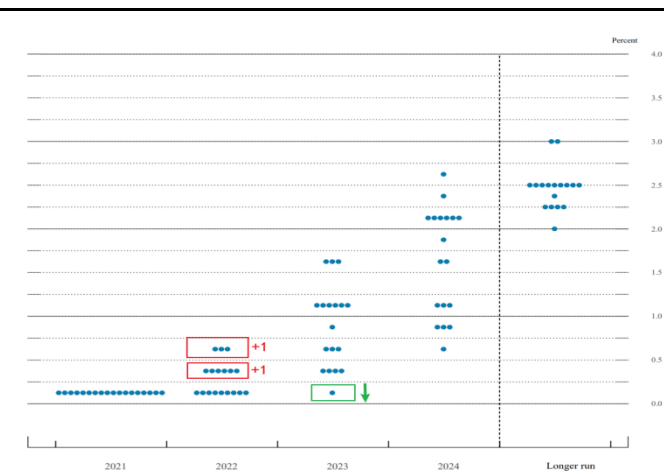


图3：2021年9月美联储点阵图



资料来源：Fed，国元证券研究所

1.2 官方声明

*“We are strongly committed to achieving the monetary policy goals that Congress has given us: **maximum employment and price stability.**”*

“If progress continues broadly as expected, the Committee judges that a moderation in the pace of asset purchases may soon be warranted.”

—— CHAIR POWELL. September 22, 2021

毋庸置疑，美联储依然坚定地致力于实现其货币政策目标：**就业最大化和价格稳定，确保货币政策继续支持经济，直到复苏完成。**

截至目前，美国经济已经朝着既定目标取得了进展，“如果进展与预期一致，FOMC 委员会判断，资产购买步伐可能很快就会放缓”。参会成员还讨论了一旦经济状况满足委员会指南中规定的标准，逐步减少资产购买的适当速度。虽然没有做出任何决定，但参与者普遍认为，只要复苏仍在轨道上，在明年年中左右结束的逐步缩减过程可能是合适的。

1.3 点评

● 会议内容基本符合市场预期，Taper 信号得到释放

会议维持联邦基金利率与购债规模不变的执行决议，以及经济预测下调和通胀预测上调幅度，基本符合市场预期，反应了 Q2 以来新冠疫情的反复和供应限制等影响对经济复苏造成的一定干扰。但未来如果经济进展与预期一致，联储可能在 2021 年内开启 Taper 进程，并会提前与市场沟通，本次会议可以看作是未来 Taper 信号的一种释放，类似 2013 年 5 月。

● 缩减购债年底大概率落地，本次缩减进程完成周期更短

接下来，本次缩减购债的幅度值得关注，联储多数委员认为“只要复苏仍在轨道上，在明年年中左右结束的逐步缩减过程可能是合适的”。相比上次，2013 年 12 月美联储正式开启 Taper，减少长期国债和 MBS 的购买，最终在 2014 年 10 月结束 QE，整个进程约 10 个多月，而本次计划时长较上次提前一个季度，实施力度更快更强。

● Taper 从释放信号到靴子落地，美联储货币正常化路径逐渐清晰

货币政策在疫情后充分发挥出了支持经济复苏的重要作用，当下宽松货币政策逐步退出，再到加息随之而至，美联储货币政策向着正常化不断前行。疫情的反复减缓了经济恢复的节奏，但不改复苏趋势，随着疫情影响的减弱，消费端以及就业端的恢复将持续向好，经济复苏的前景仍然可期。

2. 当下热点问题聚焦

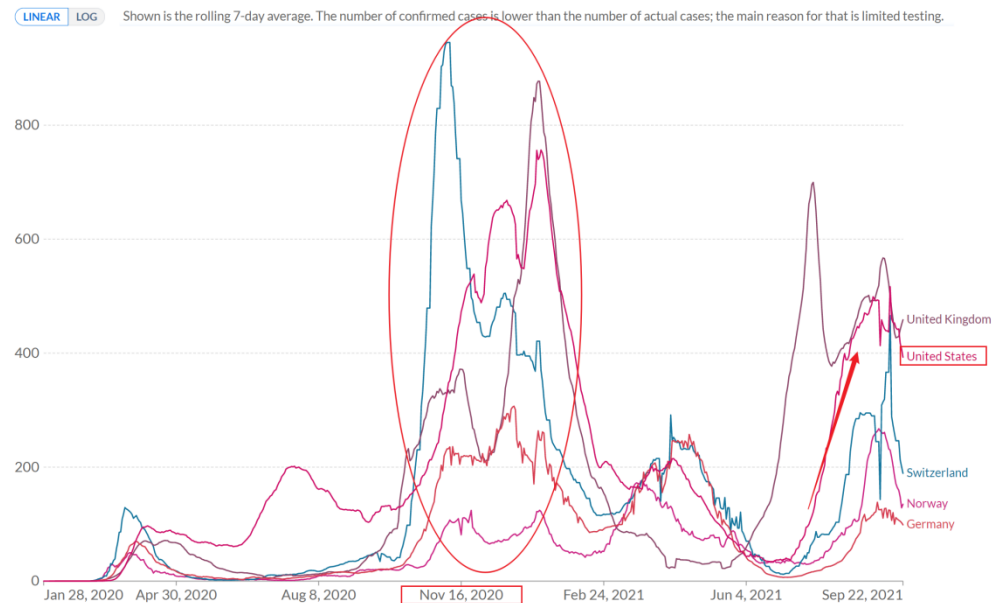
● 疫情仍然是当下最大的不确定性，变异病毒扩散超预期和秋冬季卷土重来是接下来的主要风险。

2021 年 7 月开始，Delta 毒株快速传播致使美国疫情出现了新一轮反弹，截止美国东

部时间 9 月 23 日，美国累计新冠肺炎确诊病例已超 4264 万例，死亡病例超过 68.2 万例，两项数据与 24 小时前相比，新增确诊病例 131441 例，新增死亡病例 2134 例。

根据美国疾控中心公示，德尔塔毒株仍是主流毒株，预计其感染病例占近期全美新增确诊病例的 93%。展望未来，变异病毒传播力更强，防范扩散难度提升，加之参考 2020 年秋冬季北半球国家疫情发展的历史数据，气温降低下病毒活性更强，变异病毒威胁增加与秋冬季卷土重来是接下来的主要风险。

图 4: Delta 毒株快速传播致使美国疫情出现了新一轮反弹



资料来源：Johns Hopkins University CSSE COVID-19 Data, Our word in data, 国元证券研究所

● **通胀：高通胀是暂时的，就业与供应进一步恢复将加速通胀释压**

如我们在《Taper 信号渐行渐近》提到：高通胀背后其实反映了疫后复苏下强需求与弱供给（供应链瓶颈、招工难、其他产能限制）不相匹配下供需失衡的主要矛盾，同时叠加了基数效应、进口产品价格上涨等多方面的因素。

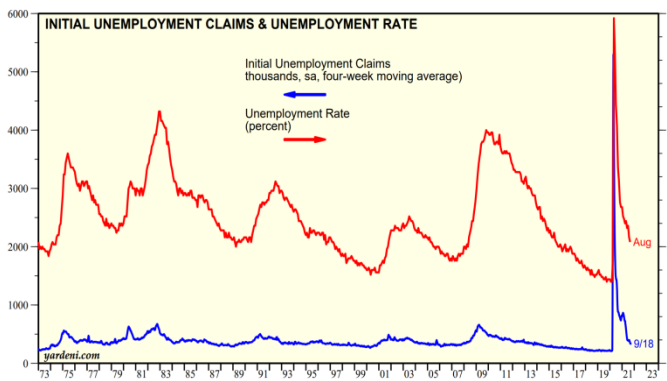
立足当下，疫苗的推广、美国经济与就业修复、全球供给的恢复都将对高通胀压力的释放起到积极作用，我们认为联储能够接受当下相对较高的通胀水平，也有足够的信心相信高通胀是不会永远持续的，维持前篇报告相同的观点：**高通胀是暂时的，且当下已经在通胀释压的路上，未来随着就业与供应进一步恢复，在疫情发展相对稳定的情况下，通胀压力将继续减弱。**

● **就业恢复仍有信心，修复可能延迟但不会持续缓慢**

美国失业率延续下降趋势，8 月数据环比下降 0.2 个百分点至 5.2%，但仍较去年 2 月份新冠疫情暴发前高 1.7 个百分点。但非农部门新增就业人数仅为 23.5 万人，较 7 月的 94.3 万人显著下降，远远不及预期。我们认为，8 月就业疲弱大概率是暂时的，美国就业复苏更可能延迟但并不会持续缓慢，原因有三：

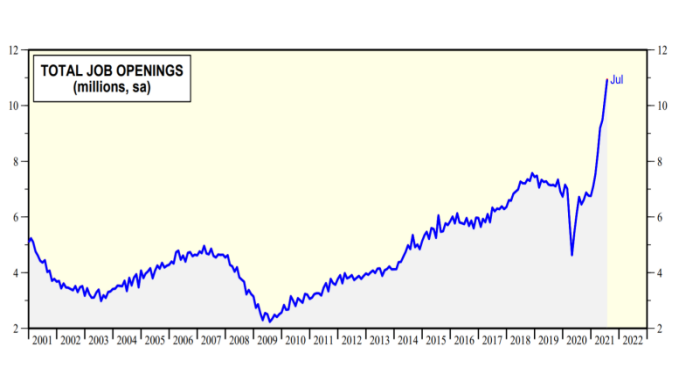
- 1) 变异毒株蔓延导致的感染病例激增，再次致使居民活动受到限制，影响劳动力供给，但疫苗保护以及美国货币和财政政策对居民和企业的扶持，以及供给缺口下劳动力价格上升等因素，均将对就业修复起到积极作用；
- 2) 9月以后疫情补贴与失业救济逐步退出，就业才是维持生活的合理途径，有望释放更大的就业复苏动能。
- 3) 秋季开学后美国成年女性劳动参与积极性提高，就业情况有望加速恢复。
- 4) 高职位空缺率表明美国企业在招工方面仍面临困境，也反映了劳动力需求增强，如果劳动参与意愿能够恢复，丰富的就业选择和薪资待遇的边际提升均有望加速就业修复。

图 5：失业情况进一步修复



资料来源：Yardeni Research，国元证券研究所

图 6：高职位空缺率表明美国企业招工方面仍面临困境



资料来源：Yardeni Research，国元证券研究所

3. 以史为鉴，上一轮 Taper 过程回顾

上轮 Taper 过程具有参考意义，但本轮也有特性存在，市场预期充分，联储更加成熟，都将平滑本次货币政策方向改变过程中的各资产变化的幅度。

2013 年 5 月 22 日，美联储明确发出 Taper 信号时间。时任美联储主席伯南克发出资产购买规模将很快缩减的信号，明确提出，“如果我们看到经济持续改善，并且有信心可以持续，那么在接下来的几次议息会议中，会放缓资产购买速度”。2013 年 12 月美联储正式开启 Taper，减少长期国债和 MBS 的购买，最终在 2014 年 10 月结束 QE，维持持债规模。

图 7：2013 年 5 月 Taper 信号释放后股债两类资产表现



资料来源：Wind，国元证券研究所

上一轮 Taper 信号释放后，美债利率急剧上行。在 5 月 22 日至 6 月 25 日期间，10 年期美债收益率上行了 50 多个 BP，但真正 Taper 落地（2013 年 12 月）之时美债利率已几乎见顶。

美股则是在小幅度调整后延续上行趋势。信号释放一个月内，标普 500 指数下跌 4.1%，随后有所回升 Taper 落地（2013 年 12 月），标普 500 指数上涨了 9.4%。纳指同样先调整后回升，一个月后 Taper 预期得到一定消化，纳指再次上行，表现优于 SPX。

图 8：2013 年 5 月 Taper 信号释放后贵金属和原油表现



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_27207



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn