



Research and
Development Center

美联储进入紧缩周期的路线图展望

2021年10月13日

解运亮
执业编号: S1500521040002
联系电话: 010-83326858
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

解运亮 宏观分析师
执业编号: S1500521040002
联系电话: 010-83326858
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

美联储进入紧缩周期的路线图展望

2021年10月13日

- **美国经济仍在良好修复，失业率首次达到预期水平，货币紧缩周期将至。**受前期疫情扰动，8月失业率虽然好转但并未达到预期，影响到9月FOMC会议决策，会议上美联储调高今年失业率预期至4.8%，随后9月公布的失业率数据首次达到4.8%，整体就业数据好转，Taper将至。疫情抑制了部分消费活动和个人消费支出，需求回落打压了工业制造商的补库意愿，大宗商品价格增速环比回落。供需缺口和极度宽松货币政策的共同影响下，美国通胀持续高位，美联储调高今年通胀预期，当下金融体系流动性过剩，隔夜逆回购交易量仍然处于前所未有的水平。
- **关于缩减购债的进程？我们认为疫情下就业和通胀水平，是影响缩减购债进程的最大变数。**关注疫情下失业率和PCE同比数据，判断Taper正式开启的时间，以及此后缩减购买债券的进程。我们认为，基准情形下，联邦公开委员会可能会在11月宣布、12月开启Taper，按照每个月缩减150亿元资产购买规模（缩减购买国债和MBS 100亿美元和50亿美元），可能在明年7月完成。如果此后就业不及预期，但是通货膨胀持续，很可能美联储会放慢宣布缩减购债的时间（例如在2022年1月宣布，在2月开始实施），同时加大缩减购债力度（比如每月分别缩减购买国债和MBS 200和100亿美元，可能4个月就能结束购买债券）；如果就业温和修复，通胀水平放缓，美联储有可能会放缓缩减购买债券的速度，比如每个月分别缩减购买国债和MBS 80亿美元和40亿美元，持续10个月可能会结束全部债券的购买。加息方面，首要考虑的是未来美国经济扩张的具体状况，最早在2022年。
- **结合2013年的市场变化，本次美联储进入紧缩周期，我们认为市场会比较此前反应更为温和，已经提前price-in资产价格变化的规律，同时，资产价格变动也应参照当前的宏观环境。**我们认为年底前，美元指数与美债收益率大概率维持偏强震荡，美国股市短期内会受到冲击，但中长期可能仍有支撑，中国股市受国内货币政策主导较大。美元指数短期上行，长期主要参看美国经济相对欧洲乃至全球经济的强弱，以及美联储的加息进程。
- **本次美国货币政策收紧，对我国货币政策如何影响？**我们认为四季度我国央行的货币政策“难紧难松”，既要防护外部风险，又要发展国内经济。我国会时刻着眼于疫情的修复态势和中小企业的恢复情况，货币环境大概率保持流动性合理充裕，支持信贷总量增长，推动实际贷款利率降低支持实体企业和中小企业的发展。同时在外汇市场上，央行同时防范联邦公开委员会宣布缩减购债带来的外部冲击，保持“汇率中性”。
- **风险因素：**全球疫情超预期，美联储债务上限风险。

目录

一、美国经济现状与展望.....	3
1.1 GDP：疫情拖累经济修复时间.....	4
1.2 通胀：仍然处于高位.....	8
1.3 就业：失业率首次达到预期水平，Taper 将至.....	9
二、美联储进入紧缩周期的时间和方式.....	11
2.1 2013 年缩减购债的进程回顾.....	11
2.2 此次缩减购债的进程判断.....	13
2.3 逻辑和依据.....	15
三、2013 年美联储 Taper 对于全球资产的影响.....	16
3.1 2013 年 Taper 前后全球资产的变化.....	16
3.2 2013 年 Taper 对于中国股市的影响.....	19
四、Taper 对于全球资本市场和中国的影响.....	20
4.1 Taper 对全球资本市场影响的判断.....	20
4.2 Taper 对中国货币政策的影响.....	21
风险因素.....	22

表目录

表 1：美联储 2013-2014 逐步退出 QE 历程.....	13
-----------------------------------	----

图目录

图 1：联邦公开委员会 2021 年 9 月会议公布的美国经济预期.....	3
图 2：美国新冠疫情病例确诊和死亡人数.....	4
图 3：美国 GDP 季度同比增速预测.....	4
图 4：美国、日本和欧元区零售销售情况.....	5
图 5：美国零售和食品服务销售额环比.....	5
图 6：美国个人消费支出同比和环比在 7 月份双双下滑.....	6
图 7：美国、欧洲和日本制造业 PMI 水平.....	6
图 8：美国制造商库存情况.....	7
图 9：美国批发商耐用品库存情况.....	7
图 10：美国大宗商品价格指数.....	8
图 11：美国隔夜逆回购交易量攀升至前所未有的水平.....	8
图 12：美国 CPI 持续位于高位.....	9
图 13：美国 PCE 持续位于高位.....	9
图 14：服务业、商品生产和政府就业对非农数据拉动力度减小.....	10
图 15：制造业分项新增就业人数.....	10
图 16：服务业分项新增就业人数.....	11
图 17：美国失业率水平.....	11
图 18：美联储资产负债表中美国国债、MBS 的规模.....	12
图 19：纽约联储银行发布的主要交易商预估的美国联邦证券的净购买情况.....	14
图 20：纽约联储银行发布的主要交易商预估的净购买 MBS 的速度.....	14
图 21：基准、偏慢、偏快情形下美联储利率水平.....	15
图 22：美国联邦基金利率体系中主要利率水平.....	16
图 23：美国金融市场表现.....	17
图 24：美元指数变化情况.....	17
图 25：美国股市和广义货币量的变化情况.....	18
图 26：美联储资产负债表增速和美国国债收益率.....	19
图 27：中国股市在上一轮美国 Taper 过程中的走势.....	19
图 28：美国 TIPS10 年期债券的走势.....	20

一、美国经济现状与展望

美联储在联邦公开委员会会议中会预期 GDP、失业率以及 PCE 等指标，相应政策更可能锚定此类指标而制定或实施。9 月 22 日结束的美国联邦公开委员会会议中，美联储下调今年经济预期（7%到 5.9%），上调明年经济预期（3.3%到 3.8%），上调今年通胀（3.4%到 4.2%）、失业率（4.5%到 4.8%）、和明年的加息预期（见图 1），保持中长期预期幅度不变。

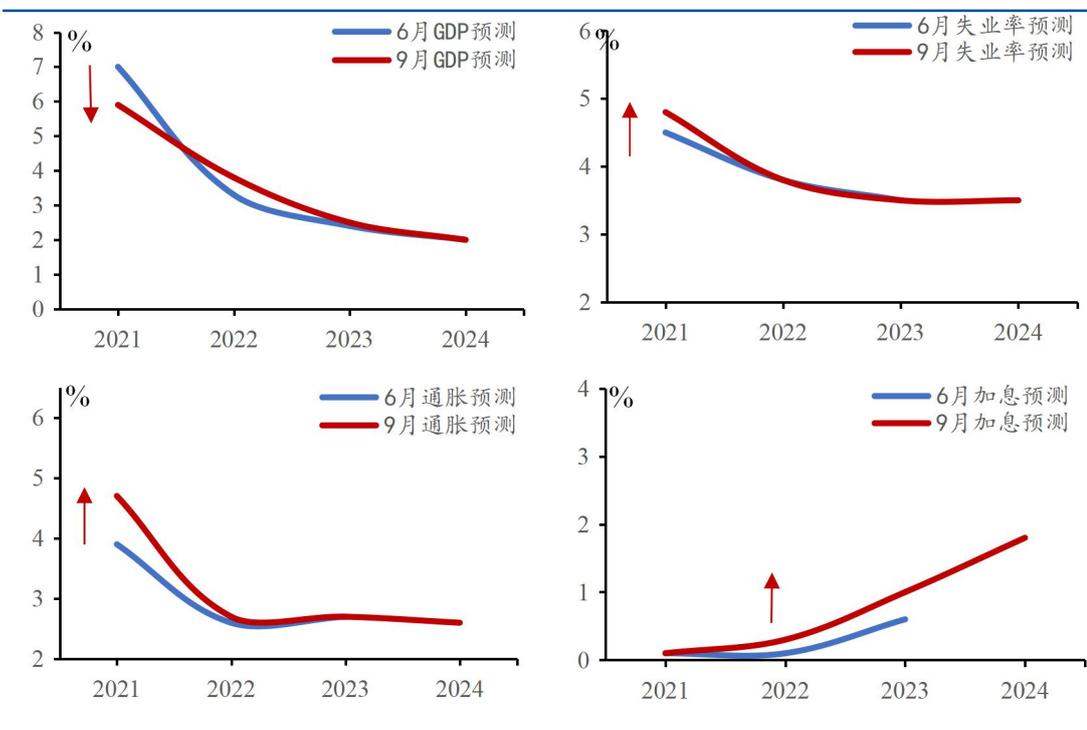
这说明美联储认为通货膨胀暂时仍处于较高水平，失业率受到疫情影响未及此前预期的乐观，经济仍然需要时间才能有充分修复，但是中长期来看，对明年经济修复进程较乐观，点阵图的加息预期中位值由 2023 年提前至了 2022 年。此前 2017 年联邦公开委员会曾经缩减资产负债表，但此次官方并未提及缩表计划。

本次 9 月会议仍未正式宣布缩减购债，提到“如果经济进展符合预期，可能很快缩减资产购买”。会后鲍威尔发言明确表示“如果经济发展符合预期，下次会议就将宣布缩减购债”。言论偏向鹰派，说明当下美联储认为经济有较好修复，但在疫情拖累就业的背景下，仍需时日。此项言论符合大众预期，市场小幅变化后，恢复此前水平。受联邦公开委员会收紧预期影响，美元指数小幅度走强：美债利率小幅走高，美股受鹰派言论影响轻微下跌，日内美债利率回落至会议前水平。会议后美股仍然保持上涨。

关于缩减购买债券的进程，结合联邦公开委员会会议，当下市场一致预期或将在 11 月宣布，12 月正式开启 Taper，明年年中结束，我们认为缩减购买债券的变数主要在于疫情。需要关注疫情下非农就业数据的变化来判断 Taper 正式开启的时间以及缩减购买债券的速度。如果按照当前每月 1200 亿美元资产购买量，每月 150 亿美元的速度缩减（长期国债每月缩减购买 100 亿美元，MBS 每月缩减购买 50 亿美元），明年 7 月可以结束。

10 月至 11 月为多事之秋，3.5 万亿美元财政计划表决、债务上限到期、Taper 接踵而至，美国金融市场风险可能放大，短期美国债券收益率可能短期飙升，美国股市可能受到轻度挫伤，之后会有所恢复。

图 1：联邦公开委员会 2021 年 9 月会议公布的美国经济预期

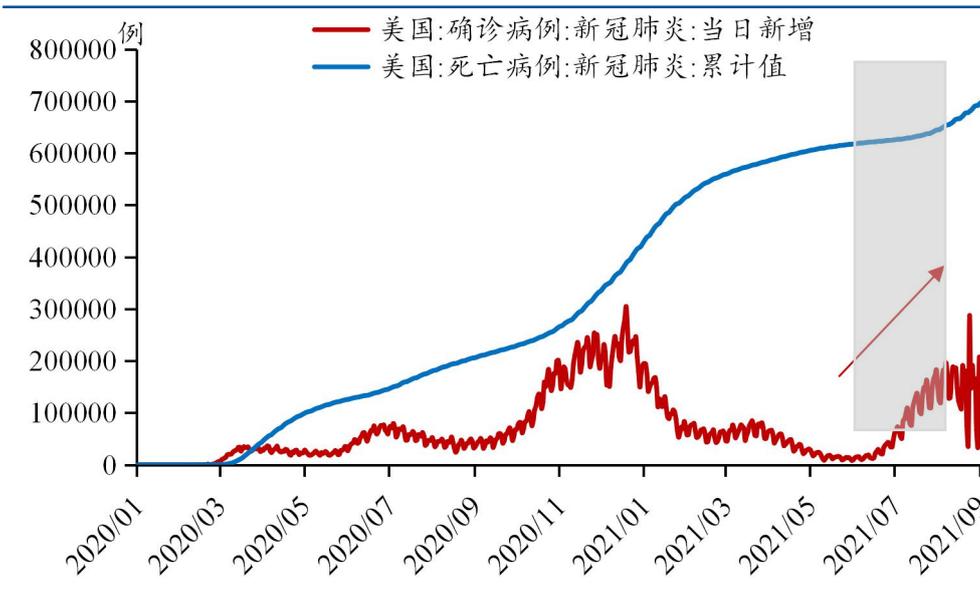


资料来源：Fed，信达证券研发中心

1.1 GDP：疫情拖累经济修复时间

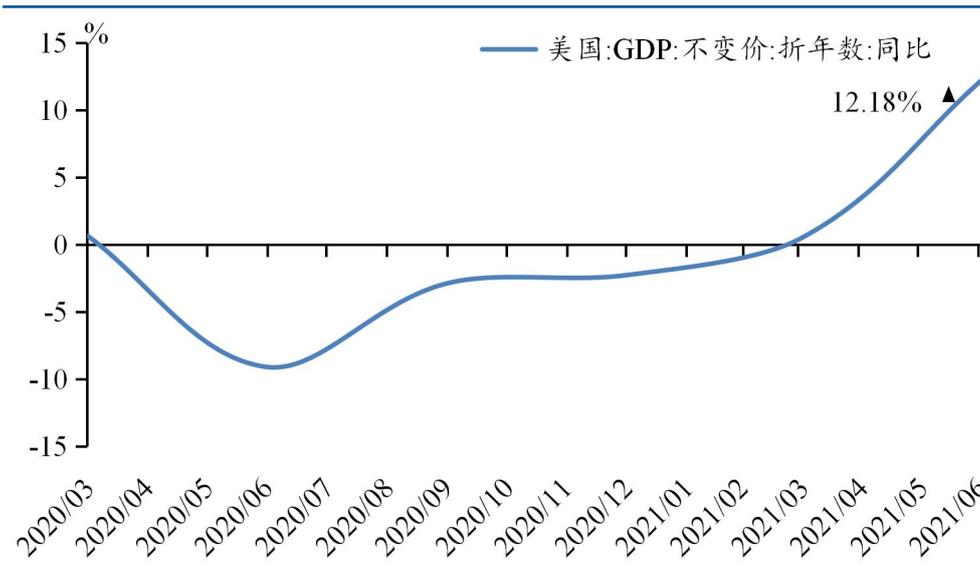
当下美国经济整体处于疫情后最优修复阶段，虽然短暂受到7月至9月疫情扰动（见图2），近期经济数据明显低于市场预期，客观上延长了美国经济修复时间，但是不影响整体增速。美联储更看好明年的经济增长，FOMC调高了明年的经济预期，放低了今年的经济预期，全年GDP增速由此前7%下调至5.9%。美国自7月起，新增确诊病例和新增死亡病例出现明显反弹，7月底到8月初，疫情每日新增确诊病例一度维持在10万以上的高位，单日最高新增确诊病例达到20万人次以上，虽然客观上拖延了美国经济修复的时间，但整体不会阻挡美国经济走强和修复。

图2：美国新冠疫情病例确诊和死亡人数



资料来源：Wind，信达证券研发中心

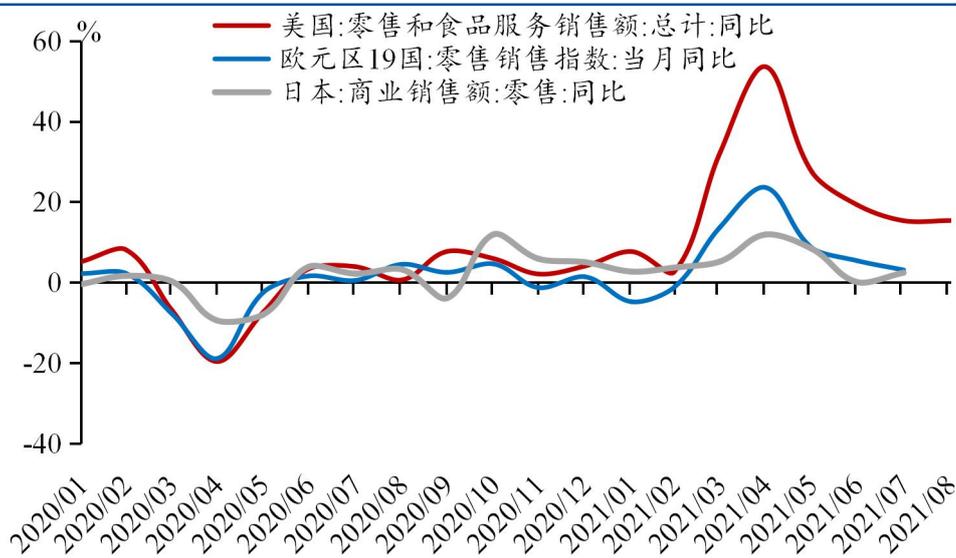
图3：美国GDP季度同比增速预测



资料来源：Wind，信达证券研发中心

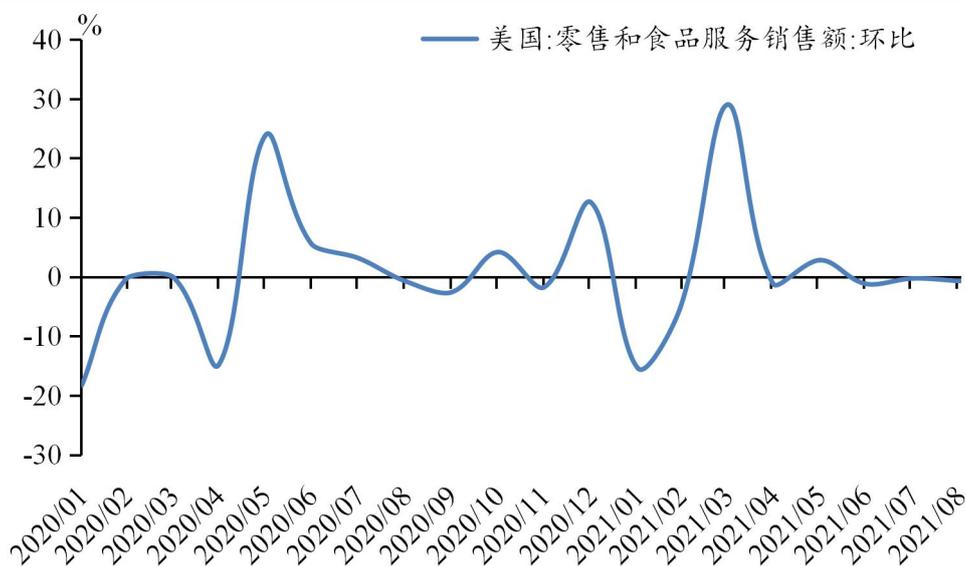
美国9月消费数据明显低于预期，疫情反复以及对疫情爆发的担忧，限制了消费活动和个人消费支出水平，对美国经济复苏产生短暂影响。美国商务部在8月公布了零售和食品服务销售额同比数据，录得15.37%，较6月份19.29%有所下滑（见图4），环比来看，8月零售销售额环比数据录得-0.71%，7月份零售销售额环比数据录得-0.27%，8月环比数据较7月回落了0.44个百分点（见图5）。7月美国个人消费支出水平也出现了较为明显的下滑（见图6），7月个人消费支出同比录得12.05%，较6月数据降低了1.63个百分点；个人消费支出环比录得0.26%，较6月环比数据收缩了0.8个百分点。

图4：美国、日本和欧元区零售销售情况

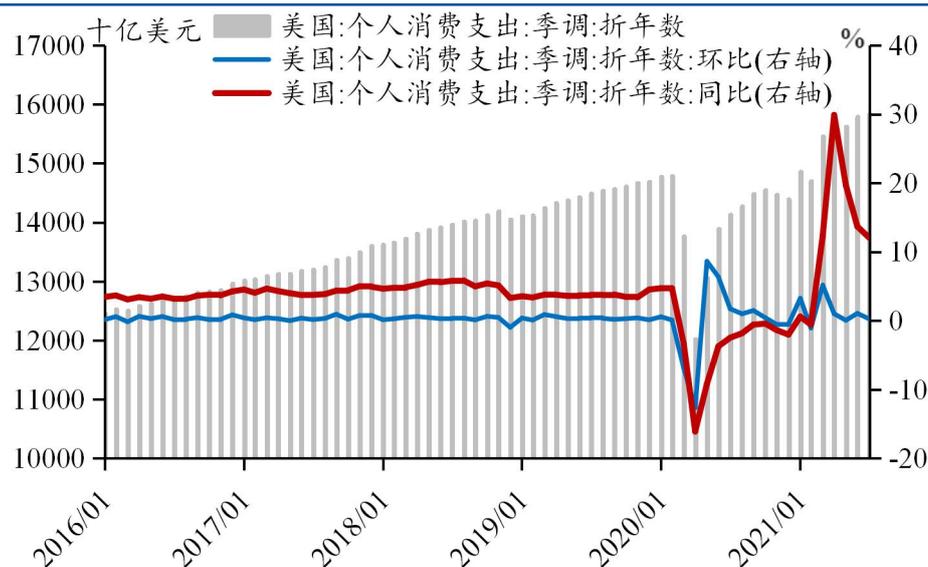


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图5：美国零售和食品服务销售额环比

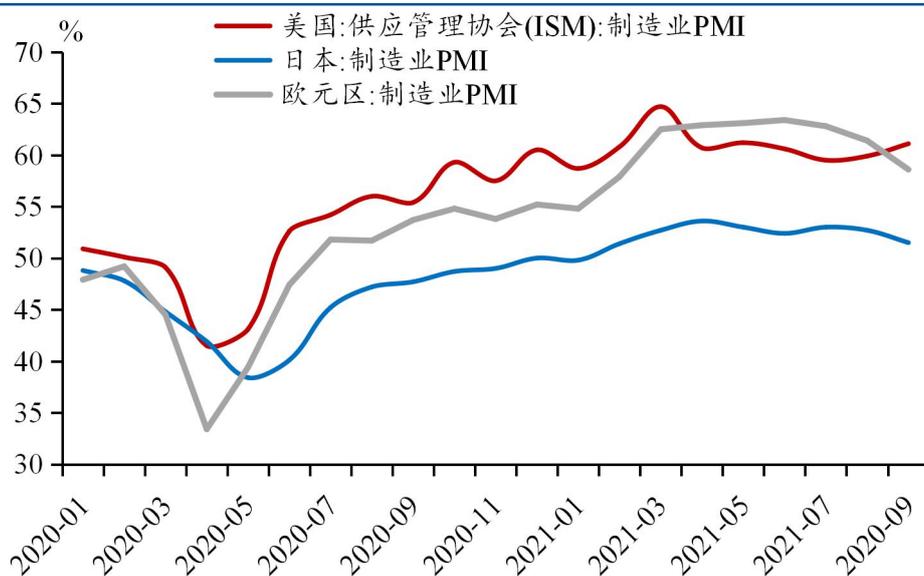


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图6：美国个人消费支出同比和环比在7月份双双下滑


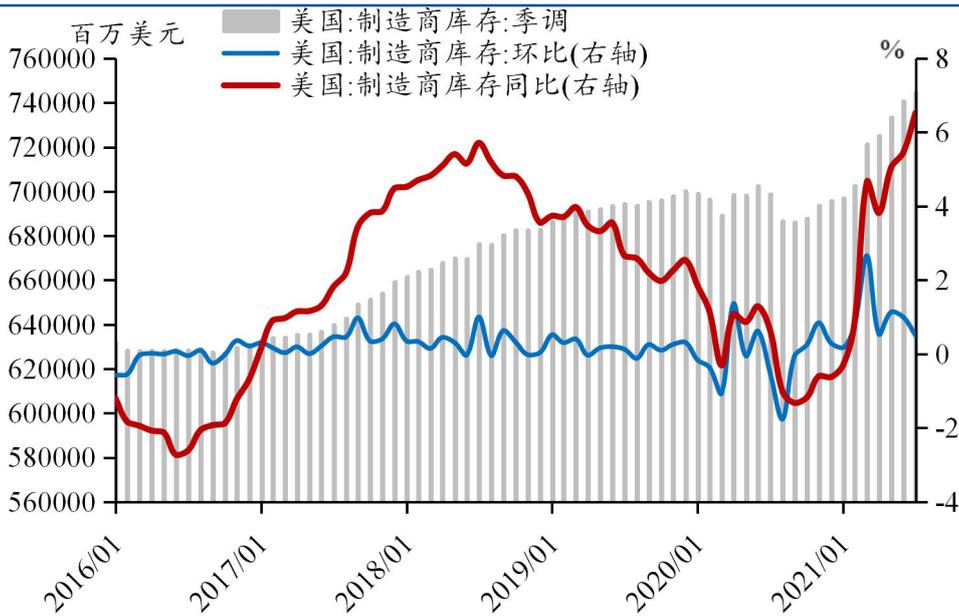
资料来源：Wind，信达证券研发中心

美国制造业景气指数同样也反映出疫情的影响，但整体仍较欧洲和日本偏强（见图7）。自7月以来，ISM制造业PMI指数降至60%以下，7月和8月分别录得59.5%和59.5%，整体制造业修复速度有所减缓，但是疫情修复之后，制造业PMI重新回到了61.1%的扩张区间。

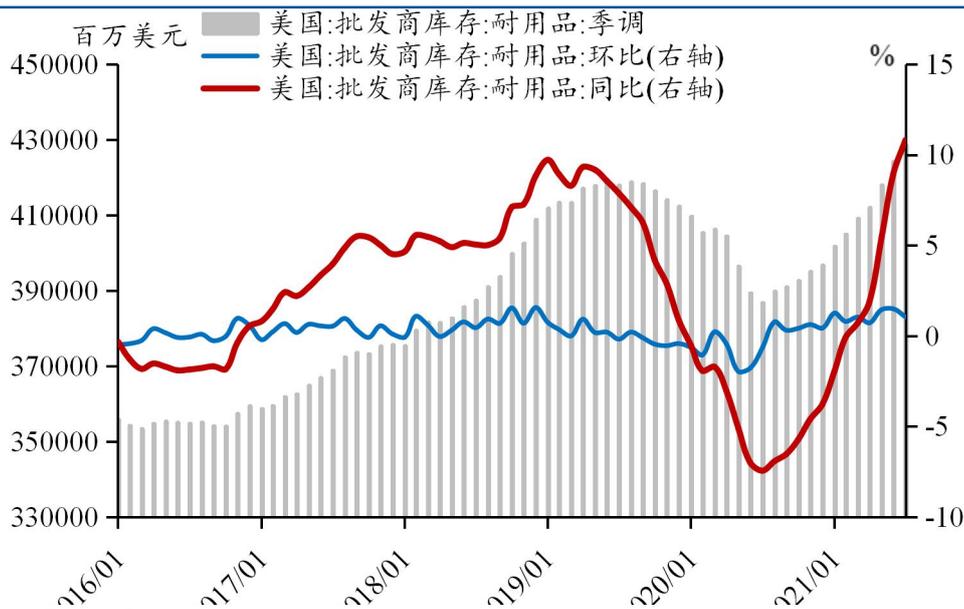
图7：美国、欧洲和日本制造业PMI水平


资料来源：Wind，信达证券研发中心

疫情下消费需求回落会打压工业制造商的补库意愿，近期制造商以及批发商补库环比轻微回落（见图8-9），大宗商品价格增速也出现环比回落（见图10）。美国制造商库存周期与大宗商品价格走势高度相关，疫情以来，产能缺口加速美国库存去化，在宽松的货币、财政刺激下，需求端的迅速恢复使美国进入补库周期，对大宗商品的价格有着明显的拉动作用，但是当下美国制造业修复已经进入后半程，但是整体仍然呈现比较强劲的状态，制造商补库存也可能会进入后半程。

图 8：美国制造商库存情况


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 9：美国批发商耐用品库存情况


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_27840

