

相对于 taper, 市场更需关注通胀强化下的加息节奏

宏观深度报告

2021年10月18日

摘要

- 2021年7月, 我们曾预测美联储缩减QE大概率会在今年年底发生。在9月的议息会议上, 美联储(fed)发出了明确的信号 - 表明经济情况正逐渐接近缩减量化宽松的条件并暗示可能在今年年底前开始缩减月度债券购买规模。此外, 9月的点阵图中, 加息节奏相较6月预期明显加快, 向市场释放了鹰派信号。如果后期通胀持续走高, 美联储有望以较快的速度推动货币政策收紧, 进而造成金融市场波动性提升。
- 复盘2013年的缩减恐慌: 美联储释放货币政策收紧信号将导致股市和债市下跌。但不同新兴经济体受到的影响程度存在差异, 这与各国经常账户赤字、外汇储备、外国证券投资流入规模等因素有关。但由于本次对于taper的节奏, 美联储一直保持着高度的透明度。缩减购债规模的时机和步伐基本在市场的预料之中, 因此我们并不认为后期缩减购债计划的宣布并不会造成资本市场的大幅波动。
- 近期, 由天气和需求快速复苏等因素引发的全球能源危机不仅导致了能源价格的飙升, 同时也影响了工厂的产出, 使阻碍全球经济复苏的供应链问题雪上加霜, 引起了通胀的快速走高。对持续通胀的担忧加剧了股市和固定收益市场的波动性。通胀压力的持续抬升可能会导致未来主要央行货币政策重新校准, 因此, 相较于Taper, 市场更需要关注未来美联储加息节奏进一步加快的可能, 这或将成为未来导致资本市场波动加大的潜在风险。
- 随着全球金融市场流动性面临收紧, 国际资金流向调整可能引发新兴市场波动和金融风险。复苏缓慢、通胀抬升、资本外流、货币贬值等问题或将影响新兴经济体未来的复苏前景, 部分国家或将面临被迫收紧国内流动性以应对通胀和资本外流的压力。
- 外部流动性的收紧将不利于我国资本市场的流动性, 短期内, 股债可能出现一定的震荡行情。另外, 全球能源危机的背景下, 我国可能将面临一定的输入通胀压力, 增加国内通胀形势的复杂性, 提升宏观调控的难度和不确定性, 进而可能抑制市场的风险偏好。
- 外资流入规模大幅增加、中美股市、债市之间的关联性增强以及我国金融体系中的潜在风险可能会导致美国流动性收紧在短期内增大我国金融市场的波动。然而, 良好的长期经济增长前景将为我国抵御外部冲击提供较厚的安全垫。

股市有风险入市须谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司
公司网址: www.avicsec.com
联系电话: 010-59562524
传真: 010-59562637

目 录

一、通胀超预期，美联储将在年底开始缩表	5
二、来自 2013 年的启示	6
2.1 2013 年版的缩减恐慌复盘	7
2.2 缩减购债规模对新兴经济体的影响各异	10
2.3 是什么造成了对不同新兴经济体的影响的差异?	10
三、2021 年美联储 QE 缩减将如何影响新兴经济体金融市场?	14
3.1 “缩减恐慌”会否再现?	14
3.2 市场已从上一部“缩减恐慌”中积累经验	17
3.3 相比于 Taper，通胀预期强化和流动性加速收紧的风险更值得关注	18
四、我国：短期金融市场波动可能加大，但长期增长前景将继续支撑市场 ..	20
4.1 短期内：Taper 和能源危机下中国股票市场波动或增大	20
4.2 中美股市、债市之间的关联性增强	21
4.3 我国金融体系仍存在潜在风险	21
4.4 未来股票市场的增长大概率会快于中国经济	22

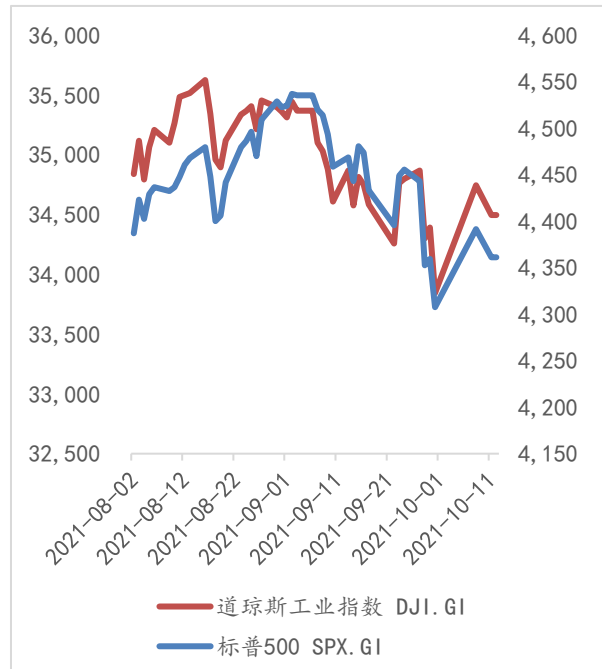
图表目录

图表 1 美国国债收益率.....	4
图表 2 美国股票市场近期走势.....	4
图表 3 美国的通胀情况.....	5
图表 4 美国的就业市场状况.....	5
图表 5 2021 年 9 月 FOMC 会议利率点阵图.....	6
图表 6 2021 年 6 月 FOMC 会议利率点阵图.....	6
图表 7 2008-2013 年间全球资本流动的变化（占总流动的股份）.....	7
图表 8 2007-2017 年主要发达国家政策利率.....	7
图表 9 海外投资组合中流入新兴市场的债券市场和股票市场的资金（百万美元）... ..	7
图表 10 2013 年亚洲和新兴经济体股票市场表现.....	8
图表 11 美元兑脆弱五国汇率（2013 年 5 月 21 日=100）.....	8
图表 12 2013 年新兴市场债市承压.....	9
图表 13 2013 年国内股票市场.....	10
图表 14 中债综合指数.....	10
图表 15 经常账户余额占国内生产总值的百分比.....	11
图表 16 2013 年各国可兑换的外汇储备（百万美元）.....	11
图表 17 新兴经济体各区域：资金流入占总流入的股份（百分比）.....	12
图表 18 1990-2008 年发达与新兴经济体平均实际 GDP 增长率（%）.....	13
图表 19 2010-2015 年发达与新兴经济体平均实际 GDP 增长率（%）.....	13
图表 20 1990-2008 年发达经济体和中国平均实际 GDP 增长率（%）.....	13
图表 21 2011-2015 年新兴经济体和中国实际 GDP 增速（%）.....	13
图表 22 美国利率大幅上升，带动新兴市场债券收益率上升.....	15
图表 23 2008 年金融危机后，发达及新兴经济体的基准利率变动.....	15
图表 24 2013 年市场对美联储在 2015 年之前加息的预期.....	17
图表 25 能源通胀导致的资本市场波动率提升.....	18
图表 26 境外机构和个人持有境内人民币金融资产（亿元）.....	20
图表 27 中国短期国债和美国标普波动率相关性增强.....	21
图表 28 中国和部分经济体非金融部门债务水平（占 GDP 百分比）.....	22
图表 29 IMF 预测的全球各经济体 2021-2022 年实际 GDP 增长（%）.....	23

随着疫苗接种率的提高，经济复苏、通胀抬升、货币政策收紧已成为市场的主流预期方向。2021年7月，我们曾预测美联储缩减QE大概率会在今年年底发生。在9月的议息会议上，美联储(fed)发出了明确的信号 - 表明经济情况正逐渐接近缩减量化宽松的条件并暗示可能在今年年底前开始缩减月度债券购买规模，在明年某个时候开始上调基准利率。美联储这一表态基本符合我们此前的预期。

目前市场上认为较为可能的Taper路径是美联储将在11月议息会议上宣布Taper，12月开始实施，每月缩减QE规模约150亿美元-200亿美元，至明年年中结束QE。随着QE缩减逐渐临近，资本市场出现一定波动，近期美国国债收益率不断走高。对利率上升的担忧促使美股市场在9月出现了今年以来幅度最大的月度回调。从近期资本市场的表现来看，本轮Taper对于金融市场的负面影响已在一定程度体现。

图表 1 美国国债收益率

图表 2 美国股票市场近期走势


数据来源: Wind, 中航证券研究所

由于美联储围绕Taper的启动计划已经对市场进行了充分的沟通和前瞻指引，市场近期也已持续消化其影响，预计未来Taper的启动将不会对市场产生过多的增量冲击。而相对于taper，目前我们更应该警惕的是能源价格上涨导致的通胀超预期风险以及由此可能引发的流动性加速收紧的风险。市场对通胀进一步加剧以及货币政策收紧进程提速的担忧可能会成为下一阶段引发资本市场动荡的主要因素。

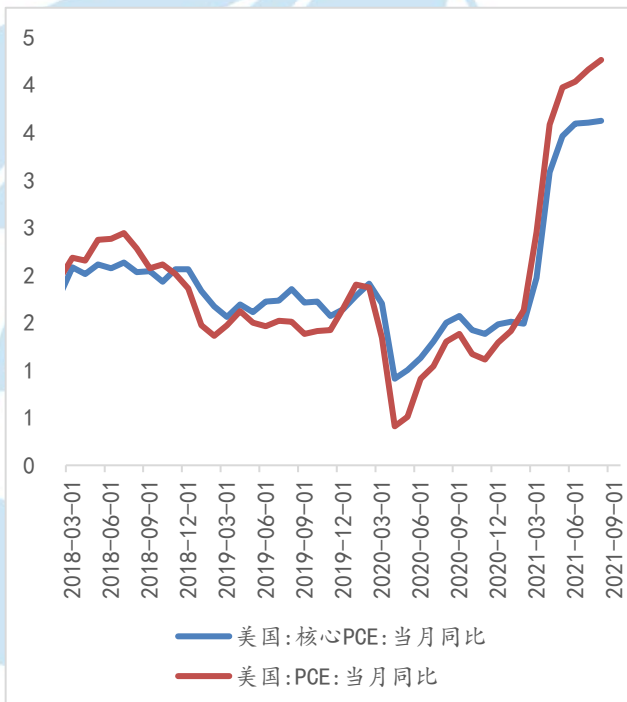
一、通胀超预期，美联储将在年底开始缩表

美国劳工部10月8日发布的非农就业报告显示美国的就业状况再遇波折。尽管失业率从8月份的5.2%降至4.8%，但美国9月份新增就业岗位仅19.4万个，这一数字远低于彭博此前预测的50万，是今年1月份以来的最低水平。这表明Delta变种和持续的劳动力短缺仍在给经济复苏带来压力。

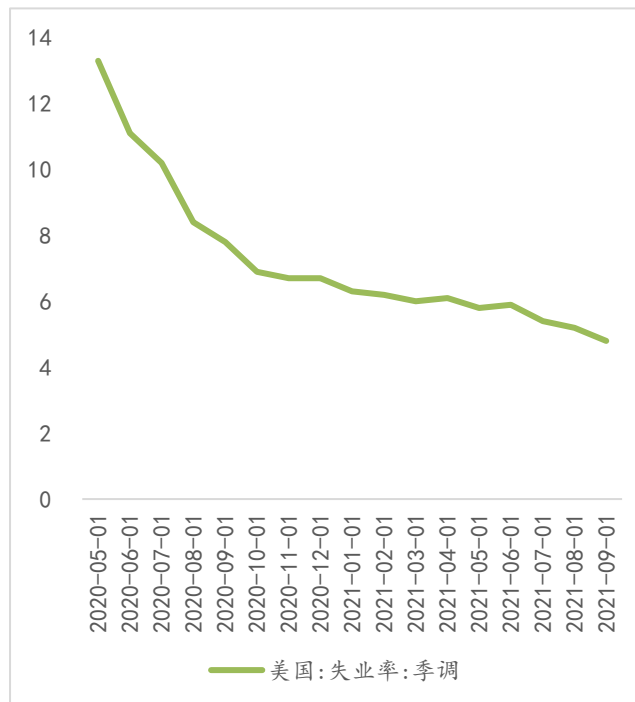
尽管就业数据不及预期，但受能源成本飙升以及供应链中断影响，通胀仍居高不下。美国商务部10月1日的报告称，供应链的中断、旺盛的市场需求以及大宗商品价格的快速上涨加剧了价格压力。8月份通胀率创30年来新高，不包括食品和能源成本的核心PCE环比上涨0.3%，同比上涨3.62%。

近期，受OPEC产能承诺不及预期以及欧洲天然气供需缺口扩大等因素影响，全球以天然气、原油为核心的能源价格大幅上涨并带动原材料价格上涨。10月12日，国际货币基金组织(IMF)警告称全球经济正进入通胀风险阶段，各国央行必须警惕能源价格上涨带来的通胀影响，即能源价格上涨可能会推高工资，然后推高核心价格。IMF呼吁各国央行需保持警惕，如果价格压力持续存在，应及早采取行动收紧货币政策。稳定的预期是控制整体通胀的关键，当通胀预期上升时，人们会在商品涨价前购买商品，这反过来会更快地推高通胀。考虑到短期通胀数据走高会进一步强化市场对未来通胀时间和幅度的预期，美国通胀率可能会进一步上升。此前，美国前财长劳伦斯·萨默斯就曾一直在警告通胀大幅上升的可能性，并预期美国通胀年底将触及5%，资本市场可能会出现更多动荡。

图表 3 美国的通胀情况



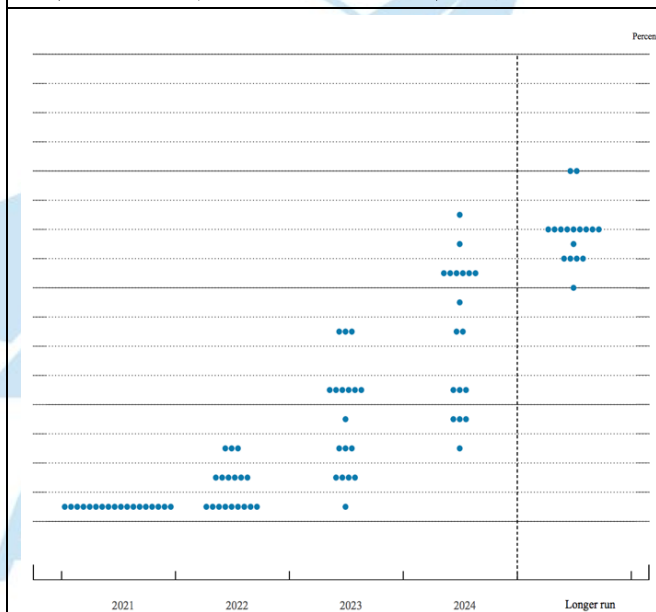
图表 4 美国的就业市场状况



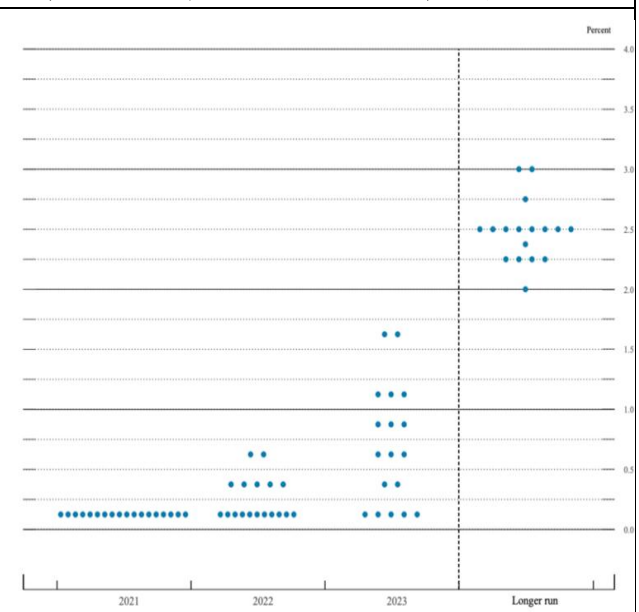
数据来源: Wind, 中航证券研究所

随着通胀继续飙升，美联储开始谈论缩减刺激计划。9月23日，美联储公布议息会议声明，决定将基准政策利率维持在0-0.25%的目标区间，并继续以每月1200亿美元的速度购买美国国债和抵押贷款支持证券。根据美联储主席鲍威尔的讲话，美联储可能最早于11月开始缩减资产购买规模，并在2022年年中之前完成这一过程。这意味着缩减规模将持续6至7个月。目前市场上认为较为可能的Taper路径是美联储将在11月议息会议上宣布Taper，12月开始实施，每月缩减QE规模约150亿美元-200亿美元。

此外，9月议息会议中，加息节奏相较6月预期明显加快，向市场释放了鹰派信号。目前利率点阵图显示，半数美联储官员（9位）预计最早在明年开始上调联邦基金利率，较6月会议中支持明年启动加息的官员增加了2位。目前，有9位委员预计将在2022年加息，17位委员预计将在2023年加息，至2024年共加息6-7次，加息节奏相较6月预期明显加快，向市场释放了鹰派信号。同时，鲍威尔强调，Delta变种的增加可能对本季度的经济增长产生了负面影响，而供应链中断可能继续推动通胀压力。如果后期通胀持续走高，美联储有望以较快的速度推动货币政策收紧。因此，未来需警惕美联储加息进程进一步加快的可能。美联储货币政策周期上领先于欧央行和日本央行，这将有助于推动美元指数走强。

图表 5 2021 年 9 月 FOMC 会议利率点阵图


资料来源：美联储官网，中航证券研究所

图表 6 2021 年 6 月 FOMC 会议利率点阵图


资料来源：美联储官网，中航证券研究所

二、来自 2013 年的启示

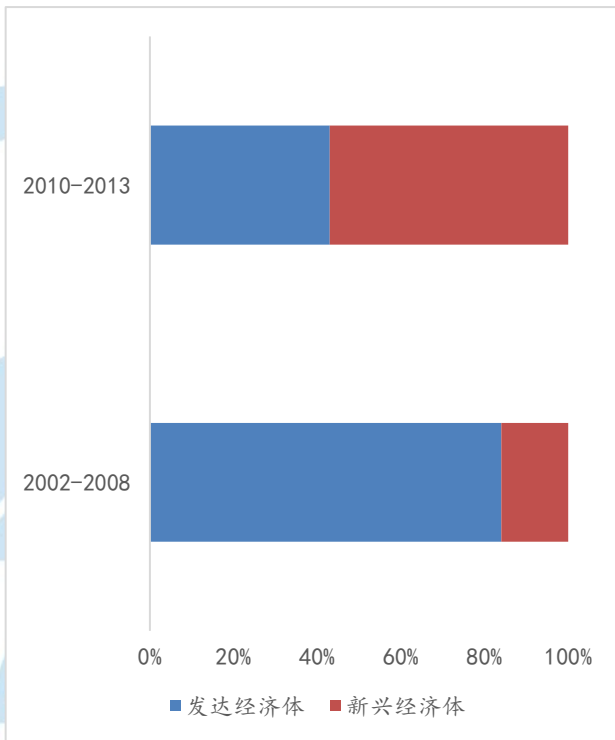
缩减恐慌给市场带来的更多是短期的扰动。2013 年的缩减恐慌中，发展中国家的货币和债务暴跌了约六周，然后开始逐步复苏。其中，一些国家金融市场的影响更加严重。如今，美国经济面的超预期修复加剧了市场对重现 2013 年恐慌的担忧。虽然历史不会简单重复，但回顾上次的 taper 将帮助我们了解哪些国家受到了 2013 年 6 月缩减购债规模的冲击，以及为什么一些国家会受到更严重的冲击。

2.1 2013年版的缩减恐慌复盘

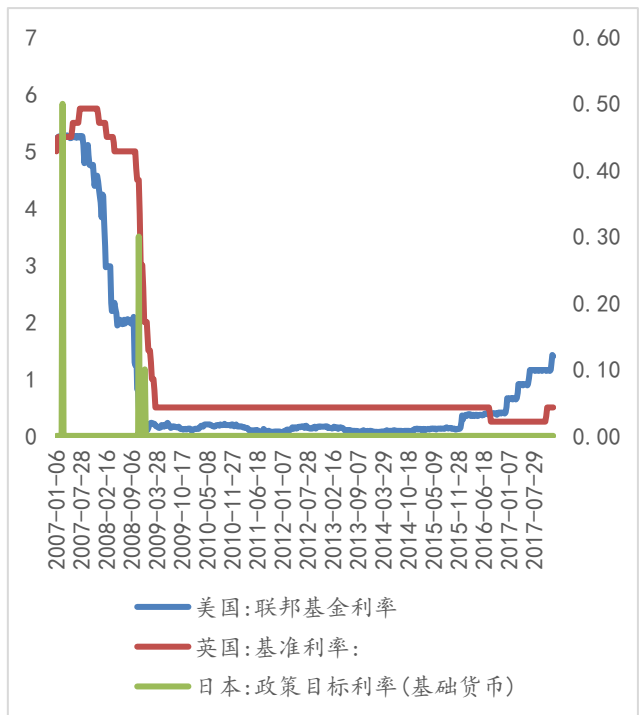
2008年，当整个金融部门在崩溃的边缘摇摇欲坠时，美联储——由当时的主席本·伯南克(Ben Bernanke)领导——推出了现在众所周知的量化宽松政策(QE)。这其中包括购买大量债券和其他证券并鼓励放贷。超宽松的政策导致了利率的下降，欧美的超低利率导致追逐收益的投资者纷纷涌入收益率更高、风险更高的新兴市场资产。

从危机开始到2013年5月，源自美国的宽松货币政策促成了大量资本流入新兴市场经济体，将它们的股票和债券价格推高，并对它们的货币造成了强劲的升值压力。根据货币基金组织2014年的报告，2010-2013年间，新兴市场吸纳了全球近一半的资金流入，而之前这一比例不到20%。

图表 7 2008-2013 年间全球资本流动的变化 (占 图表 8 2007-2017 年主要发达国家政策利率
总流动的股份)



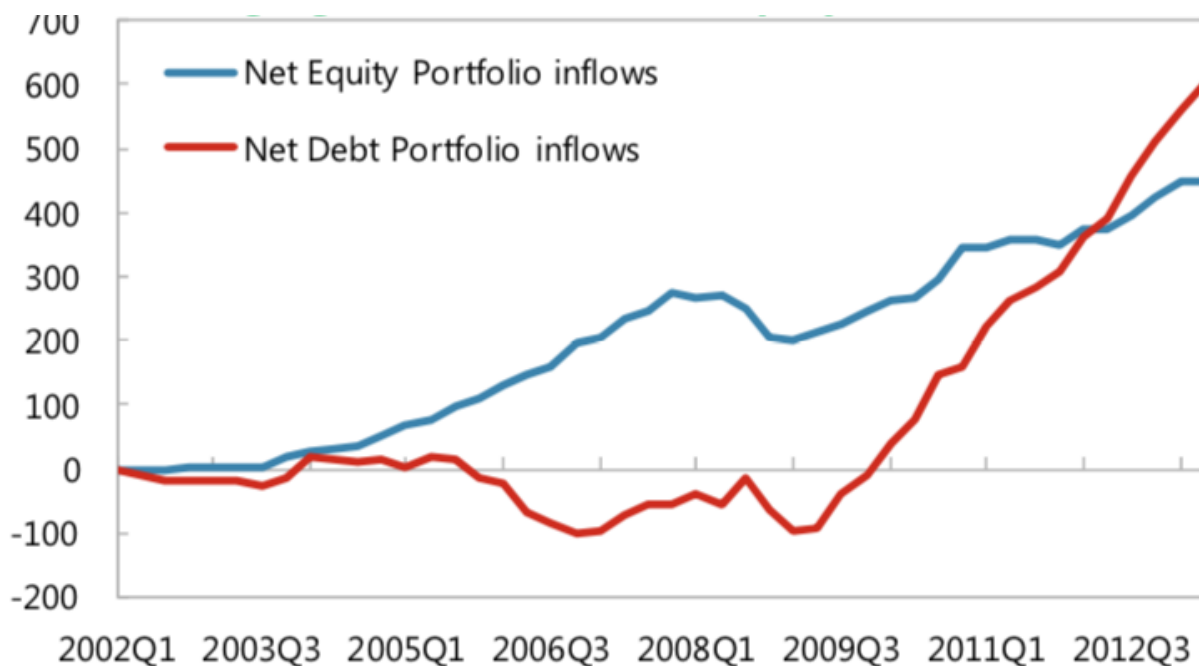
数据来源: IMF 报告, 中航证券研究所



数据来源: Wind, 中航证券研究所

从性质来看，金融危机后，新兴市场资本流入大幅提高的主要来源是强劲的投资组合资产流入，特别是债券市场。外国投资在新兴市场本币政府债券市场持有比例的大幅上升使得新兴经济体资本市场与外部资本的关联度提升，从而也就更容易受到全球避险情绪突然上升的影响。

图表 9 海外投资组合中流入新兴市场的债券市场和股票市场的资金 (百万美元)



数据来源: IMF2014 年报告, 中航证券研究所

2013 年, 当美联储发出信号——表示曾给新兴市场带来巨大提振的超宽松货币政策即将结束时, 对美国货币政策将收紧的预期导致投资者纷纷逃离新兴市场。在伯南克讲话后的一个月里 (2013 年 5 月 22 至 6 月 28 日), 美联储可能缩减量化宽松规模的声明引发了全球风险厌恶情绪急剧上升, 股价下跌, 长期债券收益率上升, 美元汇率走高。

在美债收益率提升叠加美元转强的环境下, 新兴市场货币急剧贬值, 新兴市场国家的债券、股票、主权信用违约互换 (CDS) 和外汇 (FX) 市场严重动荡——富时新兴市场政府债券指数回报率在 2013 年为 -10%。股票价格的下跌扭转了早先由于大量资本流入而导致的资产价格上涨和货币升值, 以“脆弱五国” (巴西、印度、印度尼西亚、土耳其和南非) 为代表的过于依赖外国投资的新兴经济国家货币大幅贬值。

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_27891

