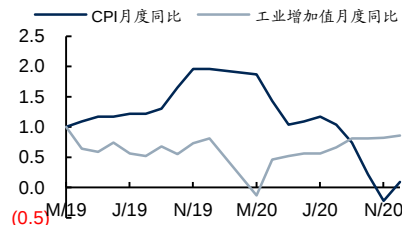


宏观经济

海外市场一周概览

2021年03月30日

CPI与工业增加值月度同比增速



宏观数据

固定资产投资累计同比	35.00
社零总额当月同比	33.80
出口当月同比	154.9
M2	10.10

相关研究报告:

《海外市场一周概览: 美国制造业整体景气度高, 部分因素形成拖累》——2021-03-24
 《宏观经济周报: 国内通胀预期还未明显扩散》——2021-03-22
 《宏观经济周报: 需警惕工业品通胀预期向食品、服务价格扩散》——2021-03-15
 《海外市场一周概览: 对于美国通胀的观察与思考》——2021-03-10
 《宏观经济周报: 3月中旬流通领域生产资料价格继续上涨》——2021-03-29

证券分析师: 董德志

电话: 021-60933158
 E-MAIL: dongdz@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980513100001
联系人: 王艺熹
 电话: 021-60893204
 E-MAIL: wangyixi@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

宏观周报

美联储 Taper 怎么走?

● 美联储怎么执行 Taper? 七问七答

Taper 具体指什么? 指美联储缩减购债规模和缩小美联储资产负债表的动作。上轮 Taper 主要可分为两个阶段, 一是 2013 年年末至 2014 年的缩减购债规模的阶段。二是 2017 年开启的量化紧缩 (QT), 即持有债券到期不续做, 减少债券持有规模以达到缩小美联储资产负债表目的的阶段。

次贷危机后美联储首次提到 Taper 时就业和通胀是什么水平? 2013 年 5 月 22 日时任美联储主席伯南克在美国国会发表证词, 首次提及缩减购债, 当时美国实际 GDP 增速为 1.57%, PCE 通胀为 1.25%, 失业率为 7.5%。2012 年美国财政赤字与 GDP 的比值已从 2009 年高点 9.79% 下降至 6.71%, 2013 年进一步下降至 4.09%。2020 年美国财政赤字与 GDP 比值为 14.91%。美联储提出 Taper 很可能导致利率上行, 加大美国财政还债压力。

从美联储提到 Taper 到实际开始 Taper 有多长时间? 在经济数据不大幅度走弱的情况下, 沟通到执行在半年内。

Taper 时市场是如何反应的? 美债利率: 2013 年 5 月 22 日伯南克提到 Taper 后, 10 年期美债利率从 1.92% 左右开始迅速飙升, 9 月上行 75bp 至 2.69%。2014 年美联储持续推进 Taper, 但 10 年期利率回落至 2.07%。**美股市场:** 初期反应比较激烈, 当美联储实际开始执行计划时, 市场已充分 price-in 紧缩因素。总体来看, 2013 年标普涨 26.04%, 2014 年标普涨 11.39%。

美联储目前的资产负债表的构成是怎样的? 美联储持有的证券类资产占其总资产的 92.73%, 美国国债占总资产的 63.75%, MBS 占 28.95%, 构成绝对大头。

Taper 时美联储资产负债表会如何变化? 若美联储开启 Taper, 其资产负债表扩张速度将会减缓, 直至美联储彻底退出 QE。若美联储开启量化紧缩 (QT), 美联储的资产负债表将被缩小。

美联储会直接在市场上抛售国债和 MBS 吗? 概率不大。我们认为, 美联储这一次 Taper 会选择与上次一样的方式, 即被动等待手上的债券到期不再续买。

● 海外疫情与疫苗接种进度追踪

海外疫情方面, 美国疫情有反弹之势, 欧洲疫情未有明显好转。美国新增病例数再次抬头, 住院数也有所上升。美国复活节假日假期将至, 恐在复活节后迎来新一轮疫情高峰。欧洲方面德、法、意等欧盟国家疫情形势严峻。

● 上周主要资产走势概览

美股: 标普 3 月 29 日收 3971.09 点, 一周涨 30.50 点, 涨幅为 0.77%。道指 3 月 29 日收盘报 33171.37 点, 一周共涨 440.17 点, 涨幅为 1.34%。纳指 3 月 29 日报 13059.65 点, 一周共跌 317.89 点, 跌幅为 2.38%。

美债: 美国 10 年期国债利率上周上升 7.1bp, 截至 30 日报 1.745%, 期间最高曾报 1.747%。2 年期国债利率一周下行 0.5bp, 截至 30 日报 0.148%。

伦敦金: 3 月 30 日报 1711.69 美元/盎司, 一周跌 1.46%。

美元指数: 3 月 30 日报 92.76, 一周上行 0.9 点。

布油价格 3 月 30 日报 65.03 美元/桶, 一周涨 1.04%。

伦铜价格 3 月 29 日收盘报 8873.0 美元/吨, 一周跌 2.81%。

内容目录

美联储怎么执行 Taper? 七问七答	4
Taper 具体指什么?	4
次贷危机后美联储首次提到 Taper 时就业和通胀是什么水平?	5
从美联储提到 Taper 到实际开始 Taper 有多长时间?	6
Taper 时市场是如何反应的?	6
美联储目前的资产负债表的构成是怎样的?	7
Taper 时美联储资产负债表会如何变化?	8
美联储会直接在市场上抛售国债和 MBS 吗?	9
美联储上一次 Taper 历程梳理	9
海外疫情与疫苗接种进度追踪	10
上周主要资产走势概览	12
美股	12
美债	13
伦敦金和美元指数	13
布伦特原油和伦敦铜	14
国信证券投资评级	15
分析师承诺	15
风险提示	15
证券投资咨询业务的说明	15

图表目录

图 1: 美联储资产负债表中美国国债、MBS 和其他项目规模 (百万美元)	4
图 2: 美联储资产中 MBS 和长期债券规模 (2017-2021, 百万美元)	5
图 3: 美国财政赤字 (十亿美元) 和占 GDP 比例 (%)	6
图 4: 美国联邦债务规模预期 (十亿美金)	6
图 5: Taper 期间美国 2 年期与 10 年期国债收益率 (%)	6
图 6: 美联储 2013-2014 缩减 QE 期间美股走势	7
图 7: 美联储 2017-2019 量化紧缩期间美股走势	7
图 8: 美联储资产组成	8
图 9: 美联储扭曲操作期间持债规模 (百万美元)	8
图 10: 美联储持有的美国国债和 MBS 规模 (百万美元)	9
图 11: 美联储 SOMA 账户债券到期分布 (百万美元)	9
图 12: 美日德英法意六国每日新冠病例新增数 (7 天移动平均)	11
图 13: 美日德英法意六国群体免疫建立进度 (粗略估计)	11
图 14: 3 月 18 日-29 日标普 500 指数	12
图 15: 3 月 18 日-29 日道琼斯工业指数	12
图 16: 3 月 18 日-29 日纳斯达克指数	13
图 17: 3 月 23 日-30 日美国 10 年期国债利率 (%)	13
图 18: 3 月 23 日-30 日美国 2 年期国债利率 (%)	13
图 19: 3 月 23 日-3 月 30 日伦敦金价与美元指数 (伦敦金: 美元/盎司)	14
图 20: 3 月 19 日-29 日布油价格走势 (美元/桶)	14
图 21: 3 月 19 日-29 日伦铜价格走势 (美元/吨)	14
表 1: 美联储 2013-2014 年逐步退出 QE 历程	4
表 2: 2013 年 5 月伯南克首提 Taper 时美国各项经济指标	5
表 3: 美联储资产负债表中资产项目及占比 (2021-3-24, 规模为 0 项目已省略)	8
表 4: 美联储关于次贷危机后货币政策正常化的声明内容总结	10
表 5: 美日德英法意六国疫苗供应和接种情况	12

美联储怎么执行 Taper? 七问七答

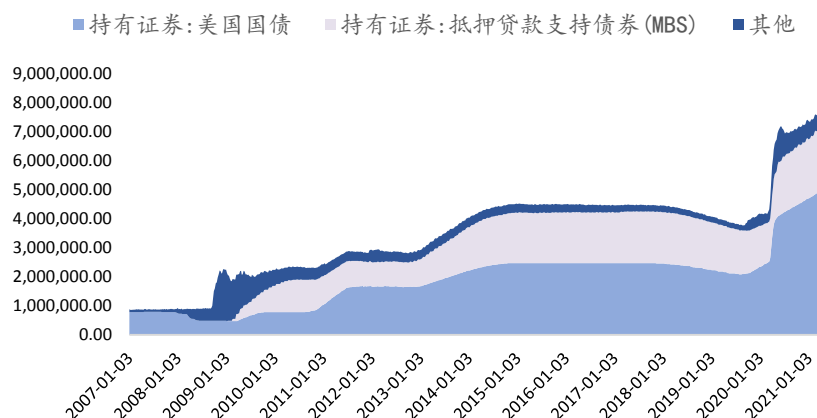
Taper 具体指什么?

美联储在经济危机中使用的量化宽松 (QE) 是一种非常规的货币政策工具, 使用方式是使用其公开市场账户 (SOMA, 由纽约联储管理) 在公开市场中购买美国各种期限的国债 (目前是以长期债券为主) 及房地产抵押支持债券 (MBS), 目的是给市场提供流动性支持。目前美联储的购债速度是每月增持 800 亿美金的国债和 400 亿美金的 MBS。

Taper (缩减) 被美联储用来指代缩减购债规模的动作, 是经济危机后美联储货币政策正常化 (Normalization) 的重要环节。在量化宽松中, 美联储资产负债表会持续扩大。Taper 的最终目的是缩小美联储的资产负债表。

美联储 Taper 主要可分为两个阶段, 首先是 2013 年年末至 2014 年的缩减购债规模 (逐步退出 QE), 即放缓扩大联储资产负债表速度的阶段。其次是 2017 年开启的 QT (Quantitative Tightening), 即持有债券到期不续做, 减少债券持有规模以达到缩小联储资产负债表目的的阶段。

图 1: 美联储资产负债表中美国国债、MBS 和其他项目规模 (百万美元)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所

与操作 QE 一样, 美联储也会控制 Taper 的速度。2013 年 12 月起, 美联储每次议息会议宣布将月度 QE 购债规模减少 100 亿美金, 此后每次议息会议均将 QE 规模削减 100 亿美金, 直至 2014 年 10 月彻底结束 QE 债券购买。

表 1: 美联储 2013-2014 年逐步退出 QE 历程

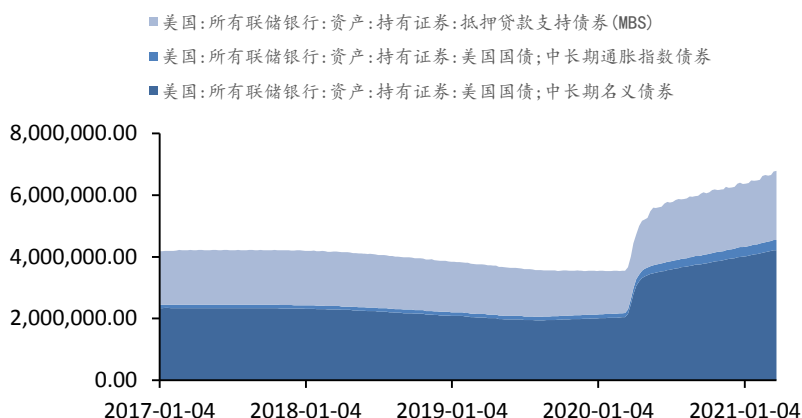
议息会议日期	宣布的 QE 购债规模
2012-12-13 (QE)	2013 年 1 月起每月 400 亿美金 MBS+450 亿美金长期国债
...	...
2013-12-18 (Taper 开启)	2014 年 1 月起每月 350 亿美金 MBS+400 亿美金长期国债
2014-1-29	2014 年 2 月起每月 300 亿美金 MBS+350 亿美金长期国债
2014-3-19	2014 年 4 月起每月 250 亿美金 MBS+300 亿美金长期国债
2014-4-30	2014 年 5 月起每月 200 亿美金 MBS+250 亿美金长期国债
2014-6-18	2014 年 7 月起每月 150 亿美金 MBS+200 亿美金长期国债
2014-7-30	2014 年 8 月起每月 100 亿美金 MBS+150 亿美金长期国债
2014-9-17	2014 年 10 月起每月 50 亿美金 MBS+100 亿美金长期国债
2014-10-29	结束 QE, 维持当前持债规模不再扩大

资料来源: Fed、国信证券经济研究所整理

在 2014 年 10 月美联储彻底退出 QE 后, 美联储资产负债表规模维持稳定水平,

直至 2017 年 10 月开启量化紧缩（QT）以达到缩表的效果。具体操作是，“将联储 SOMA 中持有的债券以缓慢且可预测的方式将持有至到期并不续做”（原文：reduce the Federal Reserve's securities holdings in a gradual and predictable manner primarily by ceasing to reinvest repayments of principal on securities held in the SOMA）。减持速度方面，国债减持以每月 60 亿美金起，每三个月扩大 60 亿美金，直到每月减少 300 亿美金的水平，之后维持每月减少 300 亿美金；MBS 减持以每月 40 亿美金起，每三个月扩大 40 亿美金，直到每月减少 200 亿美金的水平，之后维持每月减少 200 亿美金。

图 2：美联储资产负债表中 MBS 和长期债券规模（2017-2021，百万美元）



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

美联储缩表后资产负债表规模为 3.76 万亿美金，比缩表前少 7000 亿美金。

次贷危机后美联储首次提到 Taper 时就业和通胀是什么水平？

2013 年 5 月 22 日时任美联储主席伯南克在美国国会发表证词，首次提及缩减购债，引起市场喧哗。当时，美国实际 GDP 增速为 1.57%，PCE 通胀为 1.25%，失业率为 7.5%。

当时美国的财政赤字规模显著小于 2009 年，美国政府偿债压力逐步降低，这意味着留给利率上行空间愈发充足。2012 年美国财政盈余为-1.08 万亿美元，2013 年降低到-6797.7 亿美元，较 2009 年的 1.4 万亿美元大幅缩小。

表 2：2013 年 5 月伯南克首提 Taper 时美国各项经济指标

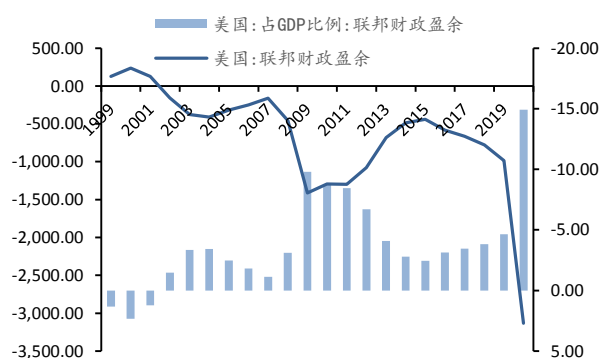
	次贷危机/欧债危机中低（高）点	2013 年 5 月	变化
PCE 通胀	-1.92%	1.25%	+ 3.17%
核心 PCE 通胀	0.90%	1.42%	+ 0.52%
失业率（U3）	10%	7.5%	- 2.5%
个人消费支出同比	-2.35%	1.25%	+ 3.6%
实际 GDP 增速（同比）	-3.92%	1.57%（Q1）	+ 5.49%
联邦财政盈余（十亿美元）	-1412.69（2009 年）	-1076.5（2012 年）	缩小 336.19
10 年期美债利率	1.62%	2.2%	+ 58 bp

资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

今年 2 月 PCE 通胀同比上涨 1.6%已超越 2013 年 5 月水平，核心 PCE 同比上升 1.4%，与 2013 年 5 月持平。失业率低于 2013 年 5 月，而实际 GDP 增速预计将因为强基数效应飙升。虽然美联储几乎不可能在年内和明年上半年加息，但按照目前的经济复苏的态势和 1.9 万亿美元财政刺激给美国经济带来的提振来看，美联储非常可能在年内与市场沟通缩减购债规模，节点可能在美国实现群体免疫时。

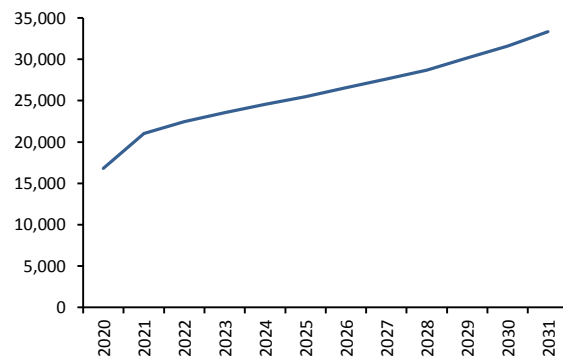
牵制美联储开始 Taper 的因素之一是美国前所未有的财政赤字水平。2012 年美国财政赤字与 GDP 的比值已从 2009 年高点 9.79% 下降至 6.71%，2013 年进一步下降至 4.09%。2020 年美国财政赤字与 GDP 比值为 14.91%。美联储提出 Taper 意味着利率上行，加大财政还债压力。不过，美联储各方官员均表示，货币政策将独立于财政赤字水平。

图 3：美国财政赤字（十亿美元）和占 GDP 比例（%）



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

图 4：美国联邦债务规模预期（十亿美元）



资料来源:CBO、国信证券经济研究所整理

从美联储提到 Taper 到实际开始 Taper 有多长时间？

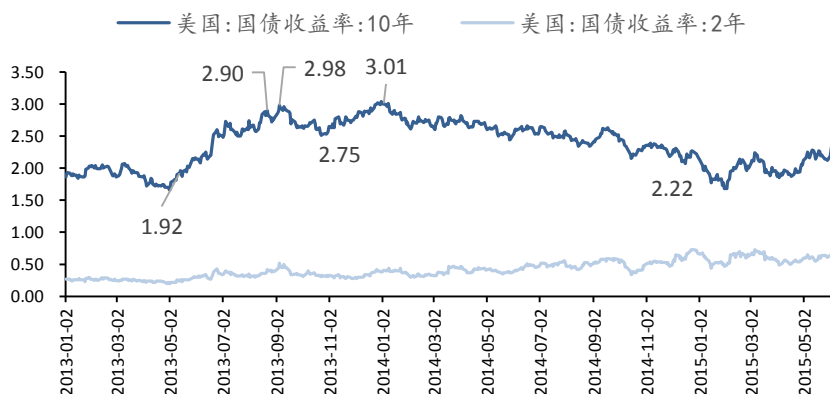
在经济数据不大幅度走弱的情况下，与市场沟通到实际落地在半年内。时任美联储主席伯南克于 2013 年 5 月 22 日在美国国会提到 Taper，6 月 19 日 FOMC 议息会议后宣布 Taper 时间表。随后美国经济数据略微走弱，美联储在 2013 年 12 月正式开始缩减 QE 购债规模。

现任美联储主席鲍威尔也在多个场合数次提到，退出 QE 一定会跟市场提前沟通，美联储非常强调货币政策实施的透明度。

Taper 时市场是如何反应的？

美债利率：2013 年 5 月 22 日伯南克提到 Taper 后，10 年期美债利率从 1.92% 左右开始迅速飙升，至 9 月 18 日已上行 75bp 至 2.69%，到美联储开启 Taper 时报 2.89%。2014 年美联储持续推进 Taper，但 10 年期美债利率并未一路上行，而是回落一路回落至年末的 2.07%。

图 5：Taper 期间美国 2 年期与 10 年期国债收益率（%）

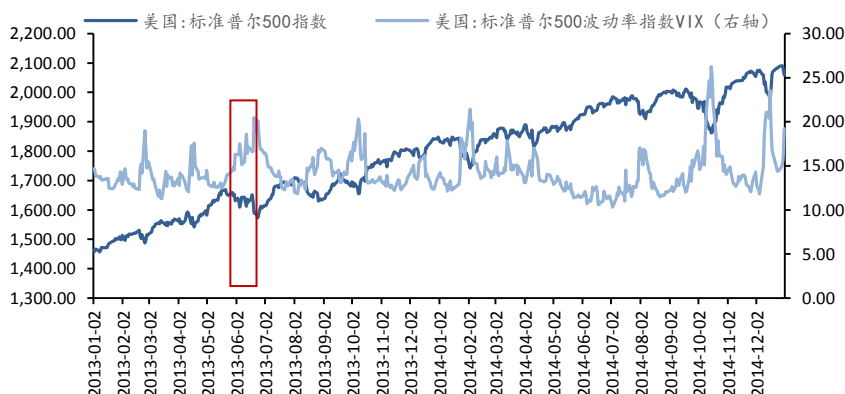


资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

相对于 10 年期美债利率来说，2 年期美债利率在 Taper 冲击下变化不大，从 5 月 22 日的 0.26% 上升至 2013 年年末的 0.34%，共 8bp。

美股市场：美股市场对于美联储宣布退出 QE 计划的反应比较激烈（下图红框，该段时间被称作 Taper Tandum（紧缩恐慌）。但当美联储实际开始执行计划时，市场已充分 price-in 紧缩因素。总体来看，2013 年标普指数上涨 26.04%，2014 年标普 500 指数上涨 11.39%。

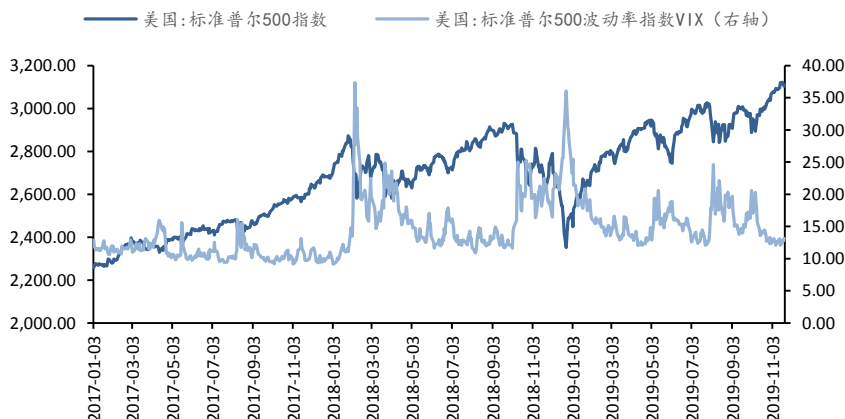
图 6：美联储 2013-2014 缩减 QE 期间美股走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相比 2013 年美联储初宣布 Taper 时引发的市场动荡而言，2017 年市场对于美联储宣布的量化紧缩关注度并不高。然而，2018 年美股市场走势动荡，除了中美贸易战因素，量化紧缩操作也是导致当时股市波动性强的原因之一。

图 7：美联储 2017-2019 量化紧缩期间美股走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

美联储目前的资产负债表的构成是怎样的？

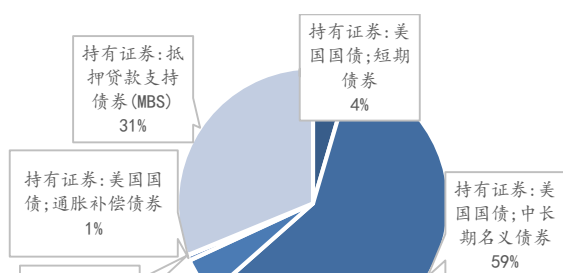
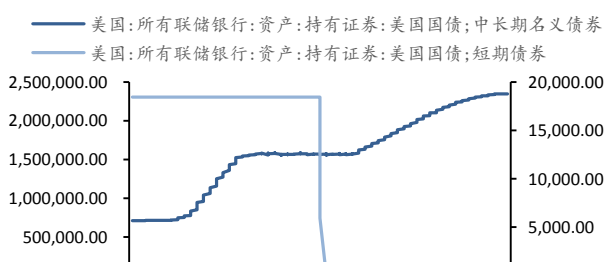
目前，美联储持有的证券类资产占其总资产的 92.73%，美国国债占总资产的 63.75%，MBS 占 28.95%，构成绝对大头。

表 3: 美联储资产负债表中资产项目及占比 (2021-3-24, 规模为 0 项目已省略)

项目	规模 (百万美元)	占总资产比例
黄金证券账户	11,037.00	0.14%
特别提款权账户	5,200.00	0.07%
硬币	1,516.00	0.02%
持有证券:合计	7,158,456.00	92.73%
持有证券:美国国债	4,921,302.00	63.75%
持有证券:美国国债:短期债券	326,044.00	4.22%
持有证券:美国国债:中长期名义债券	4,218,391.00	54.65%
持有证券:美国国债:中长期通胀指数债券	331,223.00	4.29%
持有证券:美国国债:通胀补偿债券	45,644.00	0.59%
持有证券:联邦机构债券	2,347.00	0.03%
持有证券:抵押贷款支持债券(MBS)	2,234,807.00	28.95%
当前持有的未摊销证券溢价	352,461.00	4.57%
当前持有的未摊销证券折扣	-9,013.00	-0.12%
其他贷款	58,981.00	0.76%
储备银行信贷:持有的商业票据融资公司的投资组合净额	8,556.00	0.11%
储备银行信贷:有限责任公司的公司信用贷款投资组合净值	26,023.00	0.34%
储备银行信贷:MS Facilities LLC 的净投资组合持有量	30,945.00	0.40%
储备银行信贷:市政流动性基金有限责任公司持有的净投资组合	11,553.00	0.15%
持有 TALF II LLC 投资组合净额	5,649.00	0.07%
托收中项目	45.00	0.00%
银行不动产	1,919.00	0.02%
中央银行流动性互换	832.00	0.01%
外币计价资产	21,372.00	0.28%
其他联储资产	34,089.00	0.44%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

美联储在此次 QE 中以购买中长期债券为主, 短期债券仅占其持有债券中的 4%。手上无短债可卖可能是美联储未必会如市场预期一般推出扭曲操作 (Operational Twist) 来压低长债利率的部分因素。

图 8: 美联储资产组成

图 9: 美联储扭曲操作期间持债规模 (百万美元)


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_18669

