

宏观点评

4 月美联储会议纪要和纽约联储调查的 Taper 信号

事件：北京时间 5 月 20 日，美联储公布 4 月 FOMC 会议纪要，随后纽约联储公布 4 月“一级交易商”和“市场参与者”调查结果。在前期报告《如何预判美联储缩减 QE 时点？》中我们曾指出，为避免缩减恐慌再度上演，市场对 QE 规模的预期情况将成为美联储决定是否缩减的重要依据，而纽约联储的两份调查报告可以很好地观测市场对缩减 QE（Taper）以及加息的预期。

核心结论：美联储最快年底宣布缩减 QE，未来几个月将开始讨论并陆续释放信号。

信号 1：美联储对经济更乐观，重申距离“进一步实质性进展”仍需时间。

4 月 FOMC 会议纪要显示，委员们为 4 月的 FOMC 会议准备的美国经济预测略强于 3 月的预测，并且大部分与会者认为“前景的风险已不再像前几个月那样高”，因此在会议声明中删掉了“经济前景仍面临相当大的风险”；但同时也指出“变异病毒的传播对经济带来风险，因此前景预测的不确定性有所增加”。此外，委员们继续认为“政策目标取得进一步实质性进展可能还需要一段时间”，这一表述与前几次会议一致。

信号 2：美联储仍认为通胀上升是暂时的，但可能比之前预期的更持久。

委员们认为，通胀上升主要反映了暂时性因素，由于低基数、能源价格上涨、进口价格上涨以及供应链条瓶颈，“年底前 PCE 和核心 PCE 通胀都将高于 2%，2022 年预计略低于 2%，2023 年预计回归至 2% 左右”。但部分参会者指出，“供应链瓶颈和投入短缺可能无法迅速解决，同时劳动力需求旺盛已经开始对工资造成上行压力”，因此“若暂时性因素持续时间超预期，通胀前景的上行风险可能会出现”。

信号 3：首次提到“讨论调整购债规模”，但这一表述其实并不新鲜。

一些委员认为“如果经济继续朝着目标快速迈进，在接下来某次会议上开始讨论调整购债规模是合适的”。这一表述为首次出现，但其实并不新鲜，早在 3 月底鲍威尔接受采访时就曾表示“随着在实现目标方面取得更大的进步，将逐步减少购债规模”。

“开始讨论”也不意味着做出决定，根据 2013 年经验，从美联储内部开始讨论缩减到最终决策，往往还要经历数个月的时间。此外，委员们再次强调“在目标进展大到足以改变政策之前，应早日传达这一评估结果”，表明美联储十分担心“缩减恐慌”再度上演，这与我们在前期报告《如何预判美联储缩减 QE 时点？》中的判断一致。

信号 4：纽约联储调查显示，市场对缩减 QE 和加息的预期保持不变。

>缩减 QE 预期：一级交易商和市场参与者的中位数预期均为，美联储将于 2022Q1 开始缩减，至 2022 年底完全退出 QE，与 3 月的调查结果一致。

>加息预期：一级交易商中位数预期首次加息时点在 2023Q3，市场参与者中位数预期首次加息时点在 2023Q4，均与 3 月的调查结果一致；但市场参与者预期 2023Q3 首次加息的概率比 3 月有所提升。

信号 5：资产价格走势表明，本次会议纪要被市场解读为偏鸽。

4 月会议纪要公布后，应是其中的“讨论调整购债规模”这一表述引起了市场的恐慌，标普 500 指数和黄金快速跳水，10Y 美债收益率和美元指数快速走高；但随后市场发现其他内容依然偏鸽，因此开始进行反向交易，标普 500 指数和黄金持续大幅走高，10Y 美债收益率和美元指数持续大幅下行。

美联储政策前景展望：年内开始缩减 QE 概率较低，首次加息最快 2022 年底。

一方面，在 8 月底失业补贴到期前，预计美国就业改善速度将持续放缓；另一方面，近期美国疫苗接种速度明显下降，主要原因在于尚未接种人群的接种意愿较低，预计后续接种速度难有明显加快，按当前速度计算，实现 75% 的接种率要到 11 月下旬。再结合当前市场预期情况和美联储的态度，我们认为，年内美联储开始缩减 QE 的概率较低，最有可能的情况是：在未来几次会议上讨论缩减并逐步释放信号，在 12 月会议上宣布，自 2022 年 1 月开始缩减（与 2013 年的节奏一致）；目前看来 2022 年首次加息的概率依然不大，但若通胀持续超预期，仍不能排除 2022 年底首次加息的可能性。此外，当前美股的核心支撑是巨额货币宽松，而下半年市场将开始逐步 price-in 缩减 QE 的影响，再次提示美股将面临大幅回调的风险。

风险提示：美国疫情超预期演化；美联储政策立场超预期调整。

作者

分析师 熊国

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

分析师 刘新宇

执业证书编号：S0680521030002

邮箱：liuxinyu@gszq.com

相关研究

1、《基调仍偏鸽，Taper 指引更清晰——美联储 4 月会议纪要点评》2021-4-29

2、《如何预判美联储缩减 QE 时点？》2021-4-23

3、《美联储“不够鹰就是鸽”——3 月 FOMC 会议点评》2021-3-18

4、《美债收益率后续怎么看？对美股影响多大？》2021-2-27

5、《美债收益率上行会有多快？——兼评 1 月 FOMC 会议》2021-1-28



图表 1: 纽约联储调查的一级交易商和市场参与者对美联储 QE 规模的预期

一级交易商QE预期									市场参与者QE预期									
Net purchases of U.S. Treasury securities (\$ billions)									Net purchases of U.S. Treasury securities (\$ billions)									
	Apr. 2021	May 2021	Jun. 2021	Jul. 2021	Aug. 2021	Sep. 2021	2021 Q4			Apr. 2021	May 2021	Jun. 2021	Jul. 2021	Aug. 2021	Sep. 2021	2021 Q4		
25th Pctl	80	80	80	80	80	80	240		25th Pctl	80	80	80	80	80	80	240		
Median	80	80	80	80	80	80	240		Median	80	80	80	80	80	80	240		
75th Pctl	80	80	80	80	80	80	240		75th Pctl	80	80	80	80	80	80	240		
	2022 Q1	2022 Q2	2022 Q3	2022 Q4	2023 Q1	2023 Q2	2023 Q3	2023 Q4			2022 Q1	2022 Q2	2022 Q3	2022 Q4	2023 Q1	2023 Q2	2023 Q3	2023 Q4
25th Pctl	180	98	15	0	0	0	0	0		25th Pctl	180	120	45	0	0	0	0	0
Median	190	145	90	25	0	0	0	0		Median	200	150	115	55	0	0	0	0
75th Pctl	220	180	120	73	0	0	0	0		75th Pctl	225	180	120	105	50	20	0	0
Net purchases of agency MBS (\$ billions)									Net purchases of agency MBS (\$ billions)									
	Apr. 2021	May 2021	Jun. 2021	Jul. 2021	Aug. 2021	Sep. 2021	2021 Q4			Apr. 2021	May 2021	Jun. 2021	Jul. 2021	Aug. 2021	Sep. 2021	2021 Q4		
25th Pctl	40	40	40	40	40	40	120		25th Pctl	40	40	40	40	40	40	120		
Median	40	40	40	40	40	40	120		Median	40	40	40	40	40	40	120		
75th Pctl	40	40	40	40	40	40	120		75th Pctl	40	40	40	40	40	40	120		
	2022 Q1	2022 Q2	2022 Q3	2022 Q4	2023 Q1	2023 Q2	2023 Q3	2023 Q4			2022 Q1	2022 Q2	2022 Q3	2022 Q4	2023 Q1	2023 Q2	2023 Q3	2023 Q4
25th Pctl	83	38	0	0	0	0	0	0		25th Pctl	82	55	15	0	0	0	0	0
Median	95	65	40	8	0	0	0	0		Median	93	70	43	13	0	0	0	0
75th Pctl	108	85	58	25	0	0	0	0		75th Pctl	113	95	60	45	20	5	0	0

资料来源: 纽约联储, 国盛证券研究所

图表 2: 纽约联储调查的一级交易商和市场参与者对联邦基金利率 (区间中值) 的预期

	2022 Q1	2022 Q2	2022 Q3	2022 Q4	2023 Q1	2023 Q2	2023 Q3	2023 Q4
25th Pctl	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%
Median	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%	0.38%	0.38%
75th Pctl	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%	0.38%	0.38%	0.63%
# of Responses	24	24	24	24	21	21	21	21

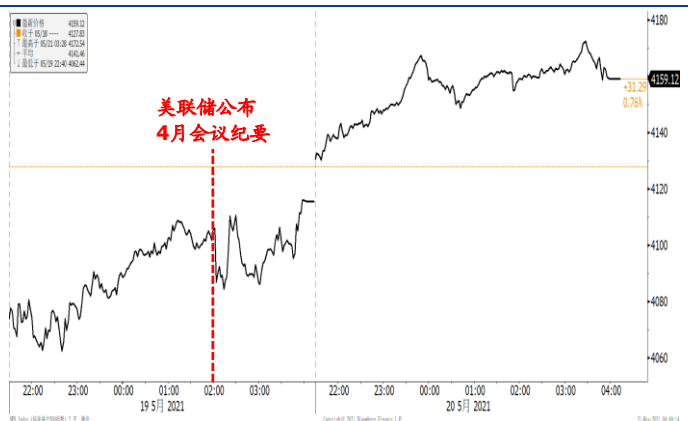
一级交易商 联邦基金利率预期		2024	2025	2026	2027
	25th Pctl	0.63%	1.38%	1.88%	2.13%
	Median	1.13%	1.75%	2.00%	2.38%
	75th Pctl	1.63%	2.38%	2.50%	2.63%
	# of Responses	19	19	19	19

	2022 Q1	2022 Q2	2022 Q3	2022 Q4	2023 Q1	2023 Q2	2023 Q3	2023 Q4
25th Pctl	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%
Median	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%	0.25%	0.38%
75th Pctl	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%	0.38%	0.38%	0.63%
# of Responses	28	28	28	28	28	28	28	28

市场参与者 联邦基金利率预期		2024	2025	2026	2027
	25th Pctl	0.75%	1.25%	1.63%	1.63%
	Median	0.88%	1.63%	2.13%	2.13%
	75th Pctl	1.63%	2.28%	2.50%	2.38%
	# of Responses	28	28	28	28

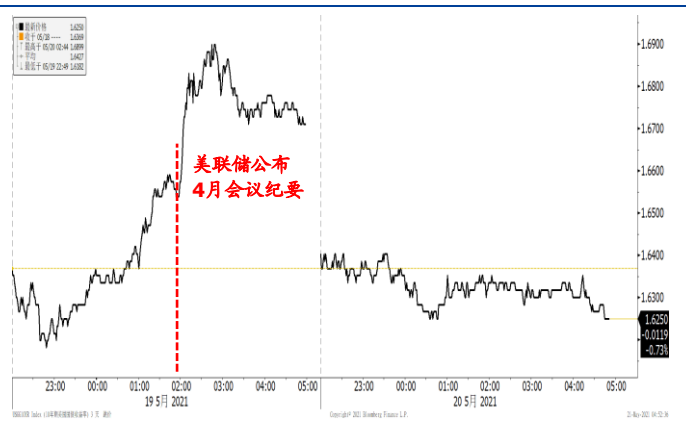
资料来源: 纽约联储, 国盛证券研究所

图表 3: 美联储 4 月会议纪要公布前后标普 500 指数走势



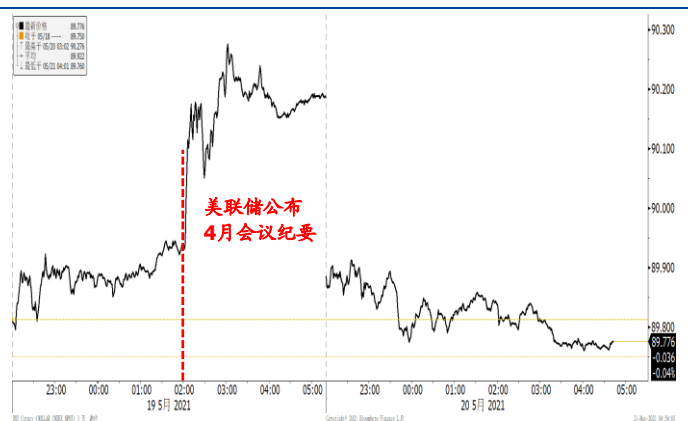
资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

图表 4: 美联储 4 月会议纪要公布前后 10Y 美债收益率走势



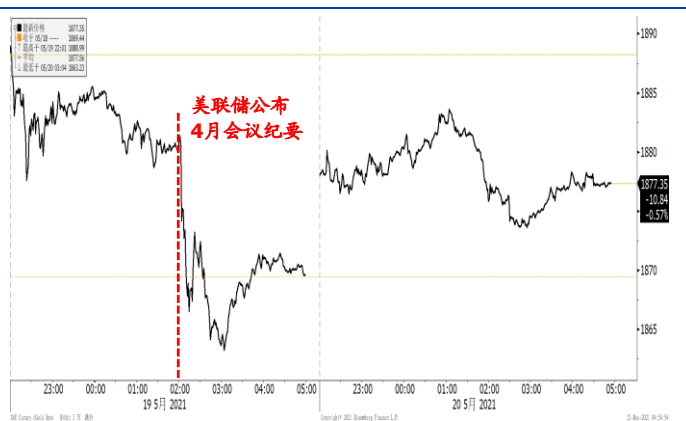
资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

图表 5: 美联储 4 月会议纪要公布前后美元指数走势



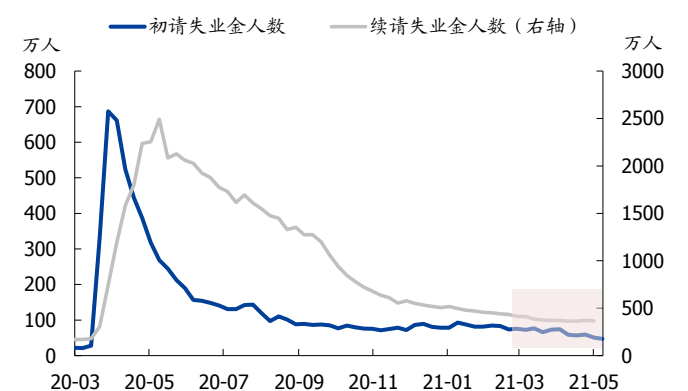
资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

图表 6: 美联储 4 月会议纪要公布前后现货黄金价格走势



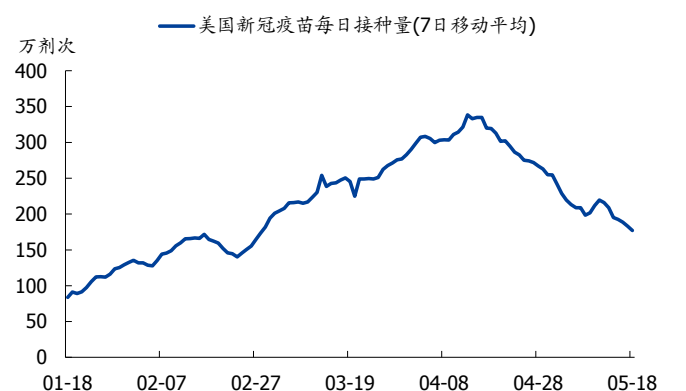
资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

图表 7: 8 月底失业补贴到期前美国就业改善速度趋于放缓



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 8: 近期美国疫苗接种速度明显放缓



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 9: 年内美联储重要事件日程表

时间	事件
6 月 17 日	6 月 FOMC 会议，更新经济预测和点阵图，可能释放较为明确的缩减信号
7 月 8 日	公布 6 月 FOMC 会议纪要，同时纽约联储公布 6 月“一级交易商调查”和“市场参与者调查”结果
7 月 29 日	7 月 FOMC 会议，可能释放较为明确的缩减信号
8 月 19 日	公布 7 月 FOMC 会议纪要，同时纽约联储公布 7 月“一级交易商调查”和“市场参与者调查”结果
9 月 23 日	9 月 FOMC 会议，更新经济预测和点阵图，可能释放较为明确的缩减信号
10 月 13 日	公布 9 月 FOMC 会议纪要，同时纽约联储公布 9 月“一级交易商调查”和“市场参与者调查”结果
11 月 4 日	11 月 FOMC 会议，可能决定开始缩减 QE
11 月 25 日	公布 11 月 FOMC 会议纪要，同时纽约联储公布 11 月“一级交易商调查”和“市场参与者调查”结果
12 月 16 日	12 月 FOMC 会议，更新经济预测和点阵图，可能决定开始缩减 QE

资料来源: FED, 国盛证券研究所

风险提示

美国疫情超预期演化；美联储政策立场超预期调整。

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_19721

