

本次美联储 Taper 和上次有何不同？

引言：6月FOMC会议后鲍威尔回答记者问题表现偏鹰，另外美联储隔夜逆回购用量规模大幅激增和宣布逐步抛售SMCCF都不乏是货币政策边际转变的信号。我们分别讨论了美联储当前最关注的劳动力市场和通胀指标的走势以及对货币政策的影响。在此基础上，我们进一步分析了本次美联储退出QE相较于08年有何不同，以及本次taper对大类资产价格的影响。

一、近期美联储流动性边际收紧。美联储在6月FOMC会议上的上调超额准备金利率和隔夜逆回购利率，以及近期美联储的天量隔夜“逆回购”，均指向流动性的边际收缩。逆回购操作的作用除了充当利率走廊下限作用之外，也为了降低市场的波动率。之前无上限的QE和财政部大规模的财政刺激是当前逆回购用量规模激增的主要原因。

二、美联储 Taper 临近。除了应对流动性过剩的因素，从经济角度来看，**通胀和劳动力市场是否满足美联储 Taper 的条件？本轮劳动力市场的结构性问题取决于财政刺激和疫情本身，而非货币政策。长期维持超低利率会加速长期劳动力市场扭曲和薪资中枢回落。**次贷危机之后，美国进入了较强的资本开支周期，对大型设备和电脑软件系统需求较高的批发贸易、建筑业、运输仓储、金融保险在2010-2014年的年均固定资产投资率高于总行业投资率，但是高投资并没有带来高就业，证明企业在低利率环境下大量增加固定资产投资，可能会对高收入劳动力形成长期和稳定的代替，导致收入处于中上的资本和智能密集行业劳动力人员逐渐向低收入行业转移，对整体薪资增幅形成抑制。本轮疫情对中高收入就业市场的影响不大，这也意味着美国就业市场长期结构性问题并没有加剧，随着疫情的好转，低收入行业的就业人数复苏势必会回归均值。**持续宽松的货币政策可能让通胀成为一个“永久性的而非暂时性”的问题，通胀的重要性随着服务业修复有所回归。**在通胀预期已经回落的背景下，核心PCE持续上涨超过2%并不符合美联储货币政策的框架，此外短期全球复苏不均衡带来的供需错配若导致通胀的持续性超预期，货币政策对通胀的约束力将上行。这也是除了疫情好转、流动性泛滥之后，经济层面上支持美联储 Taper 的主要因素。

三、本次美联储 Taper 与上次有何不同？我们之前提出过美联储退出的策略应该是**遵循自动—>主动—>全面退出**的机制。美联储在6月2日宣布，将逐步且有序地抛售SMCCF，意味着退出机制已经从自动到主动过程中，当前市场对减债的预期较2013年定价较充分，但是仍需关注6月FOMC后三个周纽约联储公布的一级交易商对于减债的预期是否和会议纪要相匹配。**我们认为美联储本轮缩减QE之后，在去杠杆压力、需求回落以及拜登政府加税背景下，美联储难以走上加息之路，且不排除后续货币政策宽松预期重新回升：首先，疫情后不可抗力因素将美国政府和企业杠杆率推升至历史新高，且非金融私营部门的杠杆率缺口已经临近阈值。其次，美国整体需求在2Q2022见顶概率较高，领先指标Sentix投资者信心高位回落，美国成屋销售作为耐用品订单的领先指标向下拐点已显。第三，在需求回落的背景下，拜登政府翻倍征收资本利得税和建立全球最低税率将进一步对私人企业杠杆率将形成挤兑。**

四、美联储 Taper 对资产价格的影响几何？未来美债短端利率上行，收益率曲线走平；美股确定性调整，先杀估值，在加税落地和需求回落后企业盈利下滑；在需求回落和美元走强下，本轮商品牛市逐渐步入尾声；黄金价格仍存最后一跌；美元企稳回升，美元兑人民币升值，但是人民币贬值幅度并不大；从A股来看，海外货币政策收紧将带动资本市场波动加大，但是整体A股走势主线依然取决于我国基本面和货币政策应对，科技成长股优势逐渐显现。

风险提示：疫情出现新的变化、美联储收紧货币政策超预期、需求回落超预期。

段小乐 分析师 SAC 执业编号：S1130518030001
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

杨一凡 联系人
yangyifan@gjzq.com.cn

内容目录

一、美联储近期流动性边际收紧	3
二、美联储 Taper 临近	5
2.1 通胀指数和通胀预期出现背离	5
2.2 非农数据“降温”和财政刺激相关性较大	6
三、美联储本次 Taper 与上次有何不同?	11
四、美联储 Taper 对资产价格的影响几何?	15

图表目录

图表 1: 美联储以超额准备金利率作为利率走廊上限, 隔夜逆回购协议利率作为利率下限的非对称利率走廊模式	3
图表 2: 美联储隔夜逆回购用量规模大幅激增	4
图表 3: 美国财政部在美联储一般账户大幅缩减	4
图表 4: 银行准备金存款在美联储资产负债表上处于历史高位	4
图表 5: CPI 中能源和交通运输同比回升	5
图表 6: 达拉斯联储公布的 Trimmed Mean PCE4 月再 2.4%	5
图表 7: 5 月非农数据距离疫情前的水平	6
图表 8: 当前就业缺口还差 1000 万人	7
图表 9: 实际失业率和官方失业率距离疫情前还存在一定的距离	7
图表 10: 学历较低的劳动力市场复苏不如高学历	7
图表 11: 服务业整体较前值好转, 但是受疫情严重的行业表现仍不佳	7
图表 12: 失业人数/职位空缺数当前已经处于较低的位置	8
图表 13: 职位空缺率和退出率都处于历史高位	8
图表 14: 堪萨斯城联储储备银行显示当前劳动力市场状况指数已经恢复到阈值以上	8
图表 15: 四大行业固定资产投资平均同比增速回升但是新增就业表现疲软	9
图表 16: 前 5% 富有的家庭收入占比在 2008 年-2013 大幅回升	10
图表 17: 服务业占 PCE 权重的 65% 左右	11
图表 18: 美国页岩油产量处于低位	11
图表 19: 美国 ISM 供应商交付时间延长	11
图表 20: SMCCF 到期量	12
图表 21: 4 月一级交易商预期美联储在明年一季度正式减债	13
图表 22: 2013 年缩减恐慌市场预期并不足, 一级交易商预计 2014 年上半年才开始正式减债	13
图表 23: 美国非金融私营部门的杠杆率缺口处于高位	14
图表 24: 美国 Sentix 投资者信心指数和 OECD 商业信心指数回落	14
图表 25: 美国成屋销售见顶回落意味着耐用品订单也将在明年上半年回落	15
图表 26: 后续实际利率的上行约束通胀预期的回升	16
图表 27: 标普 500 风险溢价回落	16
图表 28: 纳斯达克指数估值压力较标普 500 更强	16
图表 29: 原油供需高点逐步显现	17
图表 30: 实际利率约束黄金上行空间	17
图表 31: 三季度通胀压力回落使得黄金价格上行动力减弱	17
图表 32: 美德利差未来走阔带动美元指数回升	18

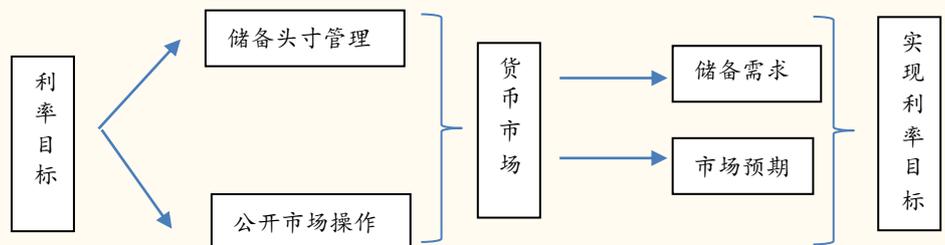
引言：6月FOMC会议后鲍威尔回答记者问题表现偏鹰，另外美联储隔夜逆回购用量规模大幅激增和宣布逐步抛售SMCCF都不乏是货币政策边际转变的信号。我们分别讨论了美联储当前最关注的劳动力市场和通胀指标的走势以及对货币政策的影响。在此基础上，我们进一步分析了本次美联储退出QE相较于08年有何不同，以及本次taper对大类资产价格的影响。

一、美联储近期流动性边际收紧

6月FOMC会议纪要显示美联储将超额准备金利率上调5bp至0.15%，同时上调隔夜逆回购利率5bp至0.05%，比起货币政策转向，这个操作更指向近期流动性过剩。美联储为了抑制市场资金价格的波动，会使用正回购（RP）和隔夜逆回购（ON RRP）来调节美元流动性。正回购操作是美联储资产端工具，对象仅限于做市商，通过向交易对手方购买证券，并约定在一定期限后将证券返还交易对手，向市场释放流动性。隔夜逆回购工具是美联储的负债端工具，是美联储将自己公开市场账户（SOMA）投资组合中的证券出售给交易对手方，对象除了做市商之外还包括货币市场基金和联邦支持机构等，约定在一定期限后购回，逆回购交易的主要证券就是美国国债和MBS。5月27日上午，美联储通过隔夜“逆回购”向50家对手方出售了创纪录的4850亿美元的国债，打破了2015年12月31日创下的纪录，进而从市场上抽走大量流动性，表明美国金融市场流动性确实处于过剩泛滥的趋势。

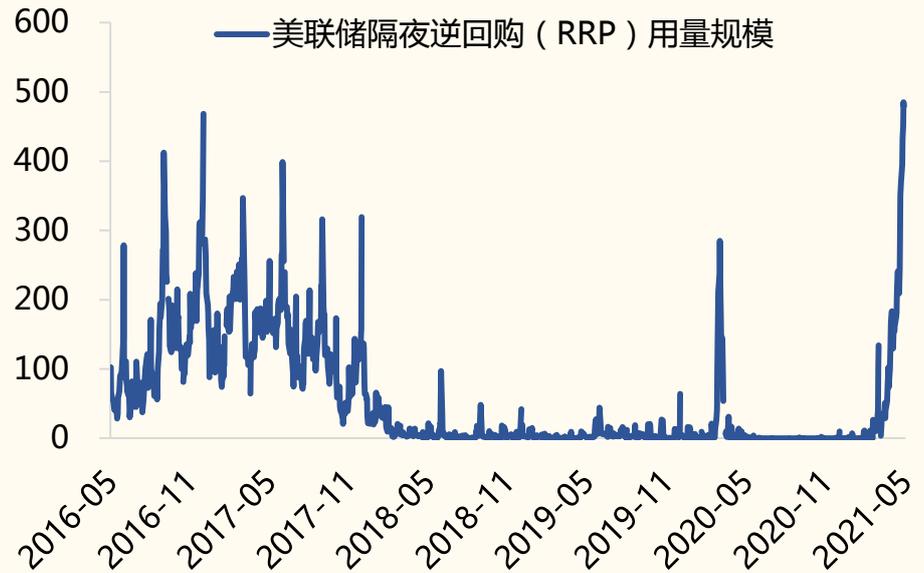
逆回购操作的作用除了充当利率走廊下限作用之外，也为了减少市场的波动性。08年金融危机后，美联储推出了一系列非常规的货币政策，导致美国债券回购市场利率出现了负值的现象，并且和联邦基金利率的相关性持续走弱，波动率持续上行。在此背景下，美联储推出了隔夜固定利率逆回购操作，具体操作的主要作用包括：1）保证货币政策的精准实施，尤其是当存款类金融的准备金增加和美联储资产负债表扩大时，联邦基金利率维持在0-0.25%的水平其实存在着一定的困难，而隔夜逆回购协议充当着美联储利率走廊下限的作用，确保货币市场利率水平处于上限；2）由于隔夜固定利率逆回购操作时基于预期理论，所以除了向市场提供一个无风险资产的同时，也可以减少市场的波动性。

图表 1：美联储以超额准备金利率作为利率走廊上限，隔夜逆回购协议利率作为利率下限的非对称利率走廊模式



来源：国金证券研究所

图表 2：美联储隔夜逆回购用量规模大幅激增



来源：St. louisFed、国金证券研究所

之前无上限的 QE 和财政部大规模的财政刺激是当前逆回购用量规模激增的主要原因。首先，数据显示 4 月美联储超额存款准备金规模为 388.7 万亿美元，处于历史高位。其次，在美联储的资产负债表上，美国财政部在美联储一般账户（TGA）与银行准备金一样，均为美联储负债端。由于美联储的负债必须与其资产相匹配，因此 TGA 账户余额缩减的同时，银行准备金则需要相应的增加。疫情后，美国财政部大规模举债以此刺激经济需求，推动 TGA 余额飙升，数据显示截至到 2020 年 7 月，美国财政部总账户的余额激增至 1.8 万亿美元，远高于危机前为 1000 亿至 4000 亿美元。随着今年以来经济的恢复，耶伦领导的财政部于 2 月初正式宣布，将在 6 月前将剩余资金降至 5000 亿美元，导致市场上的基础货币量不断增加。在流动性过剩和短端利率几乎为零的背景下，美联储只能利用逆回购工具来接受金融机构对流动性的抛售。

图表 3：美国财政部在美联储一般账户大幅缩减



来源：St. louisFed、国金证券研究所

图表 4：银行准备金存款在美联储资产负债表上处于历史高位



来源：Wind、国金证券研究所

二、美联储 Taper 临近

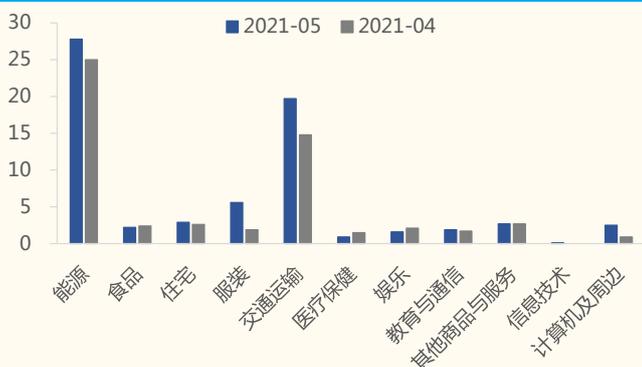
近期部分美联储官员对于 QE 的态度已经发生了转变。5 月 26 日，美联储负责银行监管的副主席夸尔斯(Randal Quarles)讲话称，在对今后几个月美国经济数据预测准确的情况下，美联储应该在未来几个月的会议上开始讨论减少 QE 购债。他强调，近期通胀飙升是暂时性的，预计通胀率将在未来几个月开始回落，并在 2022 年再次接近 2%，不会出现 1970 年代那样的通胀爆发。6 月 3 日，费城联储主席哈克(Patrick Harker)提到，美联储应开始讨论缩减购债计划的时间框架。早在 5 月 21 日，他就转变了认为“谈论缩减资产购买还为时过早”的鸽派立场，转而表示美联储应该尽早开始讨论减少购债规模的最佳方案。6 月 3 日，达拉斯联储主席卡普兰(Robert Kaplan)重申了对调整 QE 购债“宜早不宜迟”的态度。他认为，有证据显示经济开始朝着美联储的双重目标取得进展，如果取消这些非常规措施，从中长期来看，市场和经济将更加健康。

介于当前市场对通胀和劳动力市场指标的预期分歧仍存，我们分别研究一下当前通胀和劳动力市场的真实表现，以及两者未来的走势：

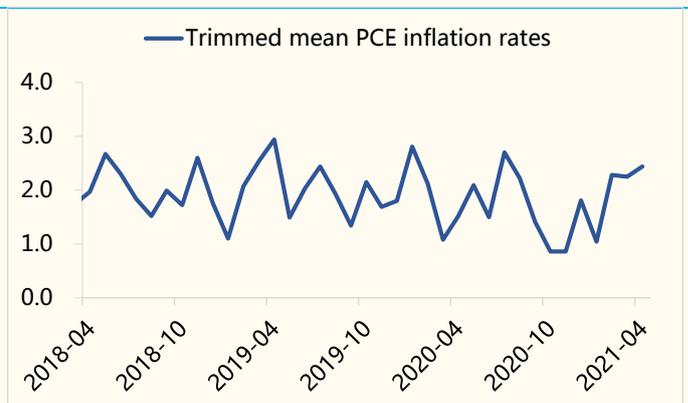
2.1 通胀指数和通胀预期出现背离

5 月美国 CPI 超预期但是通胀预期回落，这种背离说明了什么？美国 5 月 CPI 同比上升 4.9%，创下美国 2008 年 8 月以来的最大增幅，核心 CPI 同比上升 3.8%，虽然大部分分项指标均对本月的 CPI 形成提振，但主要集中在原油等能源相关的交运领域中。数据显示，能源价格同比上涨 28.5%，拉动对 CPI 影响较大的交通运输价格上涨，叠加供应链恶化情况下的芯片供应短缺，带动交运分项中的二手车价格同比上升 29.7%。但是无论是从近期通胀预期还是公布 CPI 之后市场反应来看，都较为平淡，表明市场开始相信美联储所说的“通胀压力只是暂时性不可持续”逻辑，另外达拉斯联储公布的 Trimmed Mean PCE 通货膨胀率排除了给定月份中涨跌幅最大的离群价格指数，在 4 月同比为 2.4%，略高于 3 月 2.2%，但是仍然低于 BEA 公布的 3.1%。

图表 5：CPI 中能源和交通运输同比回升



图表 6：达拉斯联储公布的 Trimmed Mean PCE 4 月再 2.4%



来源：Wind、国金证券研究所

来源：达拉斯联储、国金证券研究所

2.2 非农数据“降温”和财政刺激相关性较大

5月非农数据反应的是什么呢？大规模财政刺激使得部分就业意愿下降，部分州未完全解封约束就业恢复，以及疫情后的结构性问题仍存。二季度以来，实际国内生产总值（GDP）大概率超过2019年四季度的峰值，这表明经济衰退和复苏初期已经过去，美国经济正式进入经济扩张周期，但劳动力市场的许多指标仍低于之前的峰值，具体如下：

图表 7：5月非农数据距离疫情前的水平

劳动力市场指标	5月	距离疫情前的差距
非农就业人数（千人）	559	-9959
失业率	5.8%	2.3pp
真实失业率	7.3%	3.9pp
劳动参与率	61.6%	-1.4pp
就业率	58.0%	-2.8pp
职位空缺率	5.9%	1.5pp

来源：St. louisFed、国金证券研究所

总量上来看就业低于正常水平，从结构上来看劳动力市场结构问题依然存在。

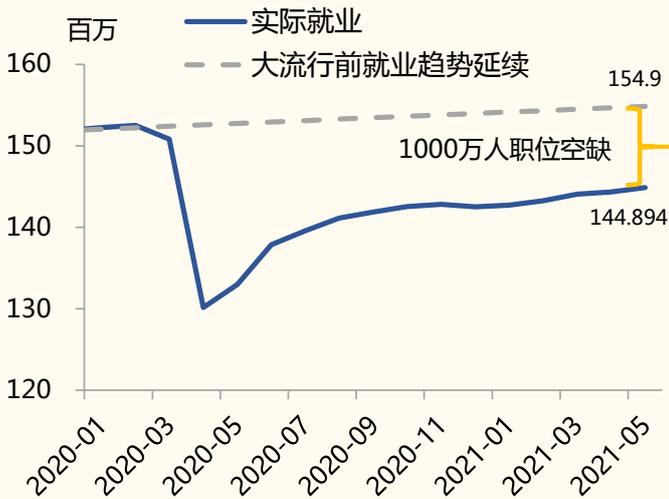
1) 新增非农低于预期，且距离疫情前还存在较大的缺口。5月新增非农就业55.9万人，不及预期，且距离疫情前依然差1000万个左右的工作岗位。

2) 失业率回落带动劳动参与率回落。虽然失业率和真实失业率分别回落至5.8%和7.3%，但是距离疫情前的3.5%仍然存在缺口，劳动参与率从4月的61.7%回落至61.6%。

3) 学历较低的就业人群恢复力度减弱。BLS公布的数据显示，高中及以下学历劳动参与者距离去年2月的缺口差9.2个百分点，且较上个月增加了0.2个百分点。相较之下，大学或大专学历劳动参与者距离去年2月的缺口差4.8个百分点，较上个月减少了0.6个百分点。本科以及以上学历劳动参与者距离去年2月的缺口差2.2个百分点，较上个月减少了0.9个百分点。

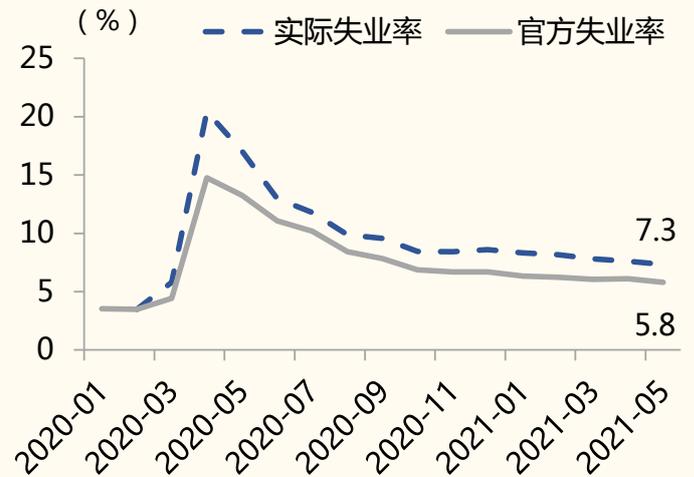
4) 服务业新增人数较4月好转，但是整体恢复强度并不高。数据显示，5月新增非农服务业人数为48.9万人，高于4月的25.5万人，但是仍然不及2月和3月的64.2万人和56.5万人，且本月部分服务业新增人数是由临时支持的12万人提振，受疫情影响较严重的休闲和酒店业本月环比减少6.6万人。另外，去年3月和4月服务业减少人数为1879万人，之后恢复新增1313.5万人，但依然存在565.2万人的缺口。

图表 8：当前就业缺口还差 1000 万人



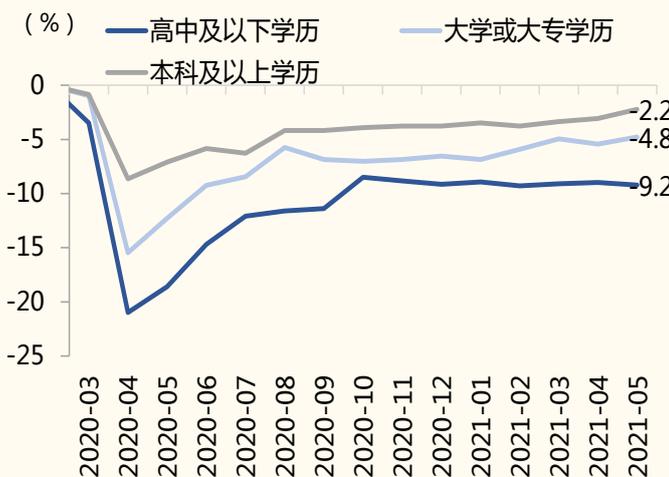
来源：BLS、国金证券研究所

图表 9：实际失业率和官方失业率距离疫情前还存在一定的距离



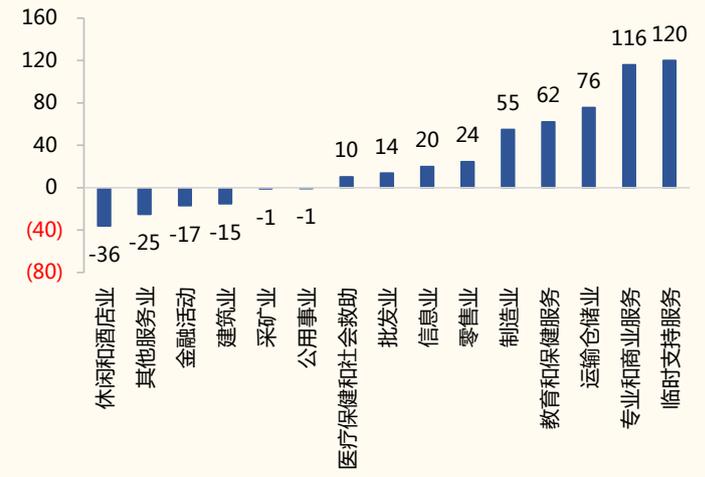
来源：BLS、国金证券研究所

图表 10：学历较低的劳动力市场复苏不如高学历



来源：BLS、国金证券研究所

图表 11：服务业整体较前值好转，但是受疫情严重的行业表现仍不佳



来源：BLS、国金证券研究所

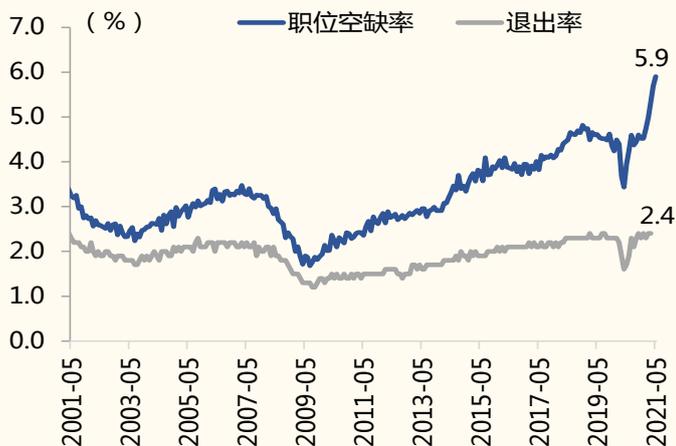
但是部分指标却显示劳动力市场较紧张。首先，学术文献中衡量劳动力市场紧张的程度指标主要是失业数量/职位空缺数，该指标从 2020 年 4 月的 4.99 回落到今年 4 月的 1.056，低于 2007-09 年经济衰退前的扩张期间，但略高于疫情前经济扩张的后期 (<1)，说明了劳动力市场基本回到了经济扩张中期的水平。其次，失业人数/职位空缺数比率在 4 月已经回落到 1.06，较疫情前的 0.82 的低位差距并不大。第三，在需求大幅回升但是供给不足的背景下，薪资环比增速连续两个月超预期，且主要集中在基数含量不高的低收入行业-休闲住宿、交运仓储和其他服务业。

图表 12：失业人数/职位空缺数当前已经处于较低的位置



来源：St. louisFed、国金证券研究所

图表 13：职位空缺率和退出率都处于历史高位



来源：St. louisFed、国金证券研究所

图表 14：堪萨斯城联邦储备银行显示当前劳动力市场状况指数已经恢复到阈值以上



来源：St. louisFed、国金证券研究所

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_20347

