

宏观点评

Taper 要提前了？——7月 FOMC 纪要与纽约联储调查的信号

事件：北京时间 8 月 19 日凌晨两点，美联储公布 7 月 FOMC 会议纪要；晚些时候，纽约联储公布 7 月“一级交易商”和“市场参与者”调查结果。

核心结论：7 月纪要并不能表明年内会实施 Taper，近期就业数据是关键。

1、7 月美联储 FOMC 纪要的要点总结：

>政策目标完成情况：**多数**（most）与会者认为，“进一步实质性进展”在就业方面尚未达成，但在通胀方面已经达成；但**少数**（a few）与会者认为，鉴于今年的通胀上升是暂时的，并且近期长期国债收益率和市场隐含的通胀预期在下降，让人怀疑通胀目标的完成度。

>缩减购债规模：**多数**（most）与会者认为，如果经济符合预期，在**今年**开始缩减（start reducing）购债规模是合适的；但**一些**（several）与会者认为，由于就业目标尚未取得“实质性进展”或由于通胀目标的达成存在不确定性，从**明年早些时候**开始缩减购债规模是更合适的。此外，**多数**（most）与会者支持按比例缩减国债和 MBS，以便两者的购买同时结束。

>加息时点：**一些**（several）与会者强调，宣布缩减购债不应被理解为美联储即将加息，加息与缩减购债的评估是分开的，加息需要满足更高的标准。**许多**（many）与会者认为，最好在加息条件满足之前结束购债。

>经济展望：**许多**（many）与会者认为，经济前景的不确定性相当高（quite high），疫苗接种放缓和 Delta 病毒的传播对经济前景构成下行风险。与会者**普遍**（generally）预期随着暂时性因素消退，通胀压力将缓解；**一些**（several）与会者认为暂时性因素可能比预期的更高、更持久。

2、7 月纽约联储调查的 Taper 和加息预期：

>Taper 预期：纽约联储在 7/14-7/19 进行的调查显示，不论一级交易商还是市场参与者，中位数预期均为从明年初开始 Taper，与 6 月的预期保持一致，美联储纪要中也提到，有大约 60% 的受访者预期将从明年 1 月开始 Taper。此外，市场预期 10-12 个月完成 Taper 的概率最高，其次是 7-9 个月。

>加息预期：不论一级交易商还是市场参与者，中位数预期均为在 2023Q3 首次加息，与 6 月的预期保持一致。此外，市场预期 2022 年加息的概率约为 40%，相较 6 月的 37% 左右小幅提升。

3、本次纪要意味着 Taper 将从年内开始实施？其实未必。

美联储的 FOMC 会议，其参会者既包含理事和今年有投票权的地方联储主席，也包含今年没有投票权的地方联储主席以及一些经济学家和顾问，因此与会者的观点并不能完全代表美联储决策者的观点。从近期表态看，主张加快 Taper 的大多不是今年的 FOMC 票委，包括鲍威尔在内的大多数票委仍主张继续等待一段时间，这意味着美联储不会急于宣布 Taper。

前期报告中我们多次指出，市场预期和就业状况是美联储 Taper 的核心考虑因素，同时参照 2013 年的经验，我们认为当美国失业率降至 4.9% 左右时将满足宣布 Taper 的条件。目前市场一致预期依然是从明年初开始 Taper，而美国 7 月失业率为 5.4%，近期疫情的大幅反弹也会对就业恢复产生一定的扰动，失业率降至 4.9% 仍需时日。因此，我们对 Taper 的中性预期仍维持年底宣布、明年初开始实施。但如果未来 2-3 个月美国疫情和就业显著改善，不排除从 12 月开始实施 Taper 的可能性。

4、近期重点关注：月底的杰克逊霍尔会议和 8 月非农就业数据。

美国时间 8/26-8/28 将举行杰克逊霍尔全球央行年会，届时鲍威尔可能会对 Taper 和加息做出更为明确的指引。年内还有 3 次 FOMC 会议，分别在 9/23、11/4、12/16，如果要在年内开始实施 Taper，则 9/23 的 FOMC 会议将释放明确的信号，而这么做的前提是 8 月就业数据（9/3 公布）改善明显。

风险提示：美国疫情超预期演化，美国通胀持续超预期。

作者

分析师 熊园

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、《7 月非农进一步明确 Taper 节奏》2021-8-7
- 2、《年初以来美债收益率走势复盘与展望》2021-8-3
- 3、《Taper 的一小步——美联储 7 月议息会议点评》2021-7-29
- 4、《正式转向的开始——美联储 6 月议息会议点评》2021-6-17
- 5、《如何预判美联储缩减 QE 时点？》2021-4-23



图表 1: 7月纽约联储调查的市场对购债规模的预期

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)								
	Aug. 2021	Sep. 2021	Oct. 2021	Nov. 2021	Dec. 2021	Jan. 2022	Feb. 2022	Mar. 2022		Aug. 2021	Sep. 2021	Oct. 2021	Nov. 2021	Dec. 2021	Jan. 2022	Feb. 2022	Mar. 2022
25th Pctl	80	80	80	80	75	60	53	50	25th Pctl	80	80	80	80	70	60	50	50
Median	80	80	80	80	80	70	60	60	Median	80	80	80	80	80	70	60	56
75th Pctl	80	80	80	80	80	70	60	60	75th Pctl	80	80	80	80	80	72	70	60

Net purchases of U.S. Treasury securities (\$ billions)									Net purchases of U.S. Treasury securities (\$ billions)								
	2022 Q2	2022 Q3	2022 Q4	2023 Q1	2023 Q2	2023 Q3	2023 Q4			2022 Q2	2022 Q3	2022 Q4	2023 Q1	2023 Q2	2023 Q3	2023 Q4	
25th Pctl	90	25	0	0	0	0	0	25th Pctl	90	10	0	0	0	0	0	0	25th Pctl
Median	120	60	0	0	0	0	0	Median	120	60	0	0	0	0	0	0	Median
75th Pctl	140	70	20	0	0	0	0	75th Pctl	160	110	50	0	0	0	0	0	75th Pctl

Net purchases of agency MBS (\$ billions)									Net purchases of agency MBS (\$ billions)								
	Aug. 2021	Sep. 2021	Oct. 2021	Nov. 2021	Dec. 2021	Jan. 2022	Feb. 2022	Mar. 2022		Aug. 2021	Sep. 2021	Oct. 2021	Nov. 2021	Dec. 2021	Jan. 2022	Feb. 2022	Mar. 2022
25th Pctl	40	40	40	40	33	28	22	20	25th Pctl	40	40	40	40	30	25	20	20
Median	40	40	40	40	40	35	30	25	Median	40	40	40	40	40	30	30	25
75th Pctl	40	40	40	40	40	35	30	30	75th Pctl	40	40	40	40	40	36	33	30

Net purchases of agency MBS (\$ billions)									Net purchases of agency MBS (\$ billions)								
	2022 Q2	2022 Q3	2022 Q4	2023 Q1	2023 Q2	2023 Q3	2023 Q4			2022 Q2	2022 Q3	2022 Q4	2023 Q1	2023 Q2	2023 Q3	2023 Q4	
25th Pctl	30	0	0	0	0	0	0	25th Pctl	30	5	0	0	0	0	0	0	25th Pctl
Median	45	18	0	0	0	0	0	Median	60	24	0	0	0	0	0	0	Median
75th Pctl	70	35	8	0	0	0	0	75th Pctl	75	40	20	0	0	0	0	0	75th Pctl

资料来源: 纽约联储, 国盛证券研究所

图表 2: 7月纽约联储调查的市场对 Taper 时点和节奏的预期

	首次缩减购债时点的概率分布					
	21-09	21-10	21-11	21-12	22-01	22-02
一级交易商	3%	12%	10%	22%	27%	9%
市场参与者	4%	8%	9%	16%	27%	10%
	22-03	22-04	22-05	22-06	更晚	
一级交易商	6%	5%	1%	1%	2%	
市场参与者	8%	5%	3%	3%	6%	

	Taper持续时间（月数）的概率分布						
	3及以下	4-6	7-9	10-12	13-15	16-18	19及以上
一级交易商	1%	14%	29%	33%	9%	5%	8%
市场参与者	2%	11%	27%	36%	15%	7%	4%

资料来源: 纽约联储, 国盛证券研究所

图表 3: 7月纽约联储调查的市场预期的联邦基金目标利率区间概率分布

		联邦基金目标利率区间								
		0-0.25%	0.25-0.5%	0.5-0.75%	0.75-1.0%	1.0-1.25%	1.25-1.5%	1.5-1.75%	1.75-2.0%	2.0%以上
一级交易商	2021年底	93%	5%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	2022年底	59%	24%	10%	4%	1%	1%	0%	0%	0%
	2023年底	19%	25%	22%	13%	9%	6%	3%	2%	1%
市场参与者	2021年底	92%	5%	2%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	2022年底	60%	23%	9%	4%	1%	1%	0%	0%	0%
	2023年底	30%	24%	22%	11%	7%	2%	1%	1%	1%

资料来源: 纽约联储, 国盛证券研究所

图表 4: 7 月纽约联储调查的市场对联邦基金目标利率 (中位数) 的预期

一级交易商 前联邦基金利率 预期		Jul. 27-28	Sep. 21-22	Nov. 2-3	Dec. 14-15	Jan. 25-26	Mar. 15-16	May 3-4
	25th Pctl	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%	0.13%
	75th Pctl	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%
	# of Responses	24	24	24	24	24	24	24
市场预期 与前者 联邦基金利率 预期		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%	0.38%	0.38%
	Median	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%	0.38%	0.63%
	75th Pctl	0.13%	0.13%	0.13%	0.38%	0.38%	0.63%	0.63%
	# of Responses	24	24	24	22	22	22	22
市场预期 与前者 联邦基金利率 预期		Jul. 27-28	Sep. 21-22	Nov. 2-3	Dec. 14-15	Jan. 25-26	Mar. 15-16	May 3-4
	25th Pctl	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%	0.13%
	75th Pctl	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%
	# of Responses	28	28	28	28	28	28	28
市场预期 与前者 联邦基金利率 预期		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%
	Median	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%	0.38%	0.38%
	75th Pctl	0.13%	0.13%	0.13%	0.38%	0.38%	0.63%	0.63%
	# of Responses	28	28	28	28	28	28	28

资料来源: 纽约联储, 国盛证券研究所

图表 5: 7 月底以来, 2021 年 FOMC 票委表态汇总

时间	2021 票委	职位	表态
8 月 18 日	鲍威尔	主席	新冠疫情仍在给经济活动蒙上阴影。服务行业仍有数百万人没有工作, 这是经济复苏的一部分, 而这还远远没有完成。
8 月 11 日	巴尔金	里士满联储主席	劳动力市场还有很大改善空间。可能还需要几个月才能达到缩减购债规模的基准。在缩减购债方面, 并未关注日程表, 而是关注就业改善状况。
8 月 11 日	埃文斯	芝加哥联储主席	希望在美联储决定缩减资产购买之前看到更多就业报告, 一两个月的时间差距并不重要。
8 月 9 日	博斯蒂克	亚特兰大联储主席	认为美联储可能会在 10 月到 12 月之间开始缩减债券购买, 但对此持开放态度。赞成在比前几轮更短的时间内完成缩减购债计划。如果经济继续改善, 预计利率将在 2022 年底提高。
8 月 5 日	戴利	旧金山联储主席	预计美联储将能够在今年晚些时候或明年初缩减购债。高通胀并不意味着美联储需要改变方向。
8 月 4 日	克拉里达	副主席	肯定会看到美联储在今年晚些时候宣布缩减购债规模。美联储不会有让人感到意外的缩减计划。加息的条件可能在 2022 年底能满足。
8 月 4 日	鲍曼	理事	劳动力市场还需要一段时间才能从疫情造成的影响中恢复, 而经济要完全回到正轨需要做更多工作。
8 月 3 日	沃勒	理事	如果 8 月和 9 月的就业报告显示每月就业增长在 80 万左右, 美联储可以在 9 月宣布缩减购债。如果这两份报告比较让人失望, 那么要再推后几个月。美联储可能会以比上次更快的速度缩减购债规模。
7 月 31 日	布雷纳德	理事	失业率仍相当高。缩减购债的时机将主要取决于就业方面是否存在取得实质性进展的证据。等到 9 月经济数据出炉后, 预计将在评估朝就业目标前进的速度方面更有信心。

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，美国通胀持续超预期。

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_25384

