

乐观情形下年内可启动 taper

Jackson Hole 央行峰会的影响与展望

研究结论

事件：8月末，Jackson Hole 全球央行峰会召开，美联储主席鲍威尔发表讲话。此前市场高度关注在此次峰会上宣布 taper 的可能性，但讲话中鲍威尔并未宣布 taper，只是确认了经济修复的乐观情景下，将于年内启动 taper（也就是 taper 启动的最早时点）。这个最早时点，与市场中枢预期一致，而证伪了提早启动 taper 的风险。同时鲍威尔还告知，taper 的时间和节奏与加息并无关联。以上几点关键信息向市场传递出偏鸽信号，会后美股上涨，美元下探，美债利率走低。

- **鲍威尔没有宣布 taper，只是有条件地确认年内或启动 taper。**根据美银全球基金经理调查，峰会之前，有近 30% 的市场参与者认为美联储将在此次峰会宣布 taper。然而鲍威尔在会上没有宣布 taper，只是确认了一个有条件的政策承诺：在经济修复节奏理想的情形下，可以在年内启动 taper。这意味着，美联储确认年底之前是启动 taper 的最早时点，这一时点符合市场对 taper 启动时点的中枢预期，同时证伪了 taper 提前启动的风险。
- **taper 落地时点预期松动，疫情反弹扰动就业修复将是主要变数。**Delta 疫情反弹对就业修复的影响，将会是 taper 能否在年内启动的主要变数。7 月利率会议上，美联储一度认为 Delta 疫情对经济复苏的实质性影响消退，但根据我们的观察，8 月之后，Delta 疫情对经济的负面影响开始显现，体现在大城市公共交通指数大滑坡下行、零售数据疲弱、部分地区管控措施升级等。由于 taper 启动的核心决策依据仍然是就业修复，因此 8 月及此后就业是否能够维持前期强势，成为影响 taper 在年内启动的关键条件。从 3-4 月美国疫情反弹经验来看，疫情发展确实有可能在短期对就业市场造成明显扰动。我们发现 8 月以来，市场已经开始重视 Delta 疫情的影响并小幅向后修正 taper 宣布、启动的时点预期。
- **鲍威尔承诺 taper 的时间和节奏与加息并无关联。**taper 的时点和节奏与加息无关，首先意味着 taper 的结束并不意味着加息即将启动，其次意味着在 taper 启动时点延后的情况下，美联储亦无需加快 taper 节奏以满足加息启动或有的时点要求。政策利率决策回归未来的就业与通胀水平，这是市场乐见的政策承诺。
- **taper 靴子落地对市场影响有限，拜登基建年内仍有可能推动利率上行。**8 月份以来，美债利率水平结束趋势下行，企稳反弹。但是从结构来看，实际利率走高、隐含的通胀预期走低，市场更多是在交易 taper 靴子落地的时点临近。而鲍威尔确认年内启动 taper 的政策承诺后，美债利率下行，证实未来在接近市场预期的 taper 时点过程中，taper 对美债利率的上行驱动有限。年内美债利率上行的更重要潜在支撑来自于拜登基建的立法推进。目前 5500 亿基建法案和 3.5 万亿支出方案均已通过参议院表决，3.5 万亿支出方案本周通过了众议院表决，美国年内如出现大规模的财政支出法案落地，无论是对未来增长和通胀预期的提振，还是从美国政府债务融资的角度来说，均有大概率推动美债利率上行。
- **风险提示：**Delta 疫情发展失控，扰动经济修复、预期和政策抉择。



东方证券
ORIENT SECURITIES

报告发布日期

2021 年 08 月 30 日

证券分析师

王仲尧

021-63325888*3267

wangzhongyao1@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860518050001

香港证监会牌照：BQJ932

证券分析师

孙金霞

021-63325888*7590

sunjinxia@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860515070001

证券分析师

曹靖楠

021-63325888*3046

caojingnan@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860520010001

联系人

陈玮

chenwei3@orientsec.com.cn

相关报告

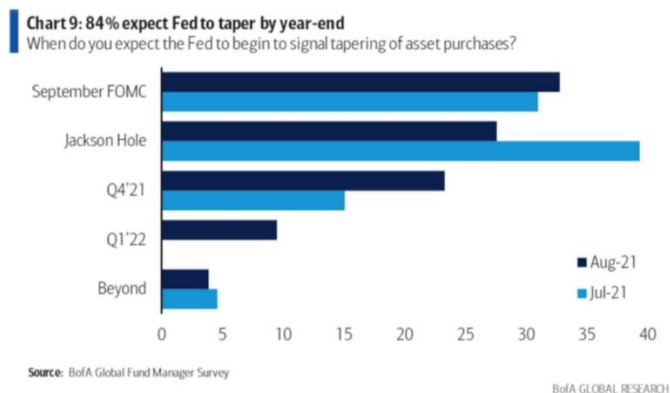
服务业如期引领就业修复：7 月美国非农数据点评	2021-08-09
政策面提供利率短期反弹动能：7 月美联储议息会议点评	2021-08-02
就业修复仍是触发 taper 核心条件：6 月美联储利率会议点评	2021-06-22

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

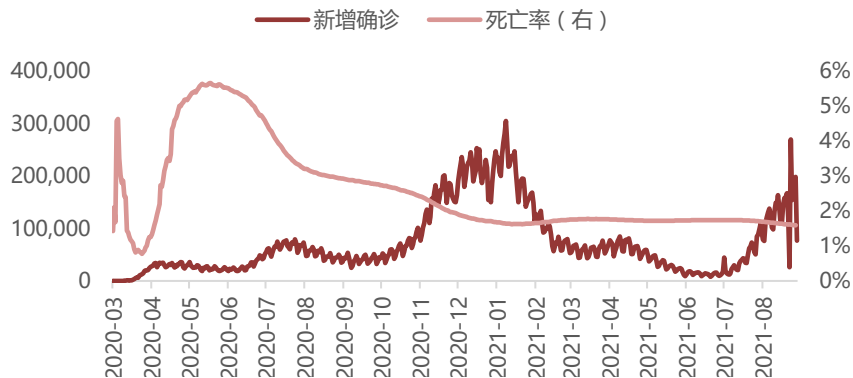
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 1：美银基金经理调查显示的 taper 宣布时间点预期



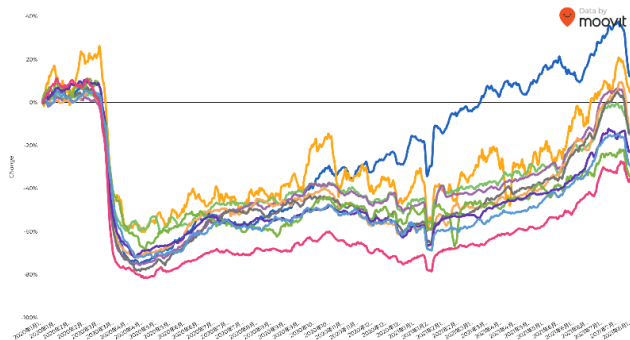
数据来源：美银，东方证券研究所

图 2：美国每日新增确诊、死亡率



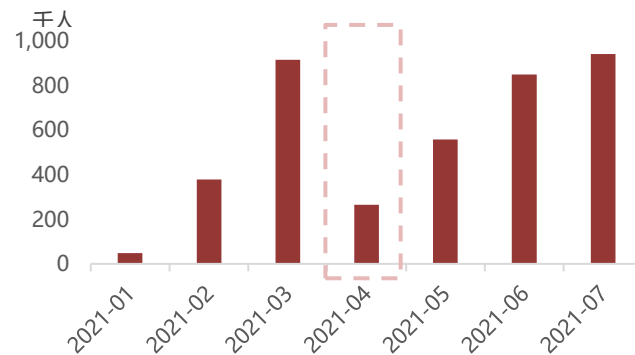
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 3：美国大城市交通指数滑坡



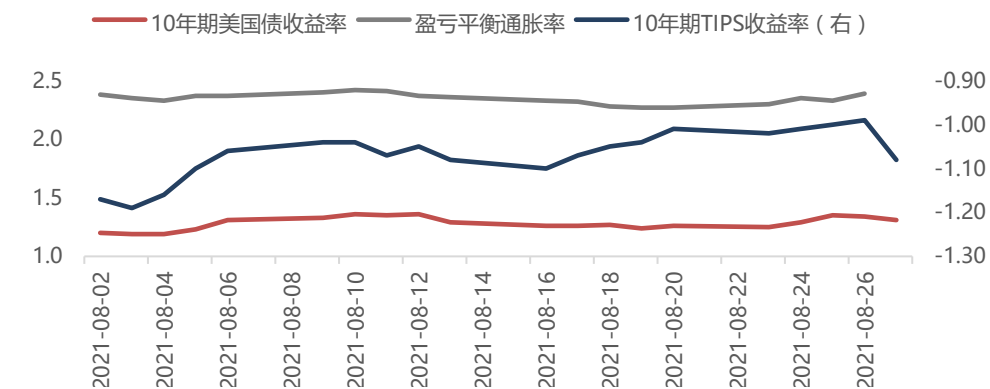
数据来源：moovit，东方证券研究所

图 4：2021 年以来美国月度非农就业新增



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 5：美债 10 年期收益率实际、名义、隐含通胀预期变化



数据来源：Wind，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

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_25912

