宏观点评

Taper 大局已定，加息也有提前——美联储 9 月议息会议点评

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、《拜登一揽子财政计划：内容、进展、后续节奏》2021-9-11
2、《Taper 不会提前——2021 年杰克逊霍尔会议点评》2021-8-28
3、《美元反弹，人民币为何坚挺？能否持续？》2021-8-24
4、《Taper 要提前了？——7 月 FOMC 纪要与纽约联储调查的信号》2021-8-20
5、《年初以来美债收益率走势复盘与展望》2021-8-3

事件：北京时间 9 月 23 日凌晨两点，美联储公布 9 月 FOMC 会议决议。

核心结论：Taper 大概率 11 月宣布，缩债速度可能较快，明年加息概率进一步提升。

1、美联储如期按兵不动，暗示 11 月宣布 Taper，并将于明年中期结束购债。

9 月 FOMC 会议中，美联储维持联邦基金目标利率 0-0.25%不变，维持购债规模不变，符合市场预期。会议声明与 7 月相比有两处变化：一是新增了“如果经济按照预期继续取得进展，预计资产购买步伐可能很快就会放缓”；二是认为受疫情影响严重的部门有所改善，但“疫情反弹减缓了这些部门的复苏”。

鲍威尔在发布会上释放了三个重要信息：

（1）就业目标已经“几乎达成”，若经济继续符合预期，可能在下次会议上（11/4）采取缩减购债计划，并且这么做并不需要看到“非常强劲”的非农就业报告；

（2）预计将在 2022 年中期结束购债，可以根据情况适当调整缩债步伐；

（3）购债结束前不会加息，如果 2022 年通胀水平仍高，可能会满足加息条件。

综合 FOMC 声明与鲍威尔讲话，美联储 Taper 路线图已基本确定：11 月宣布 Taper，从 12 月开始实施，平均每次会议缩减 200 亿购债规模，至 2022 年 7 月结束购债。

2、美联储下调今年 GDP 预测、上调通胀预测，点阵图显示半数官员支持明年加息。

>经济预测：与 6 月相比，美联储对 2021 年底 GDP 增速预测由 7.0%下调至 5.9%，2022 和 2023 年小幅上调；对 2021 年底失业率预测由 4.5%上调至 4.8%，2022 和 2023 年保持不变；对 2021 年底的 PCE 通胀预测由 3.4%上调至 4.2%，核心 PCE 通胀由 3.0%上调至 3.7%，2022 和 2023 年小幅上调。

>点阵图：支持 2022 年加息 1 次及以上的官员增加至 9 人（6 月为 7 人），占比达到一半；支持 2023 年底前加息 4 次及以上的官员增加至 9 人（6 月为 5 人），仅有 1 人支持 2023 年底前不加息（6 月为 5 人）；支持 2024 年底前加息 7 次及以上的官员也达到 9 人，且 2024 年底前至少加息 2 次。

3、本次会议释放的 Taper 信号并未大幅超预期，但加息信号更加强烈。

>关于 Taper：纽约联储 7 月调查显示，市场预期概率最高的情景为从明年 1 月开始 Taper，共持续 10-12 个月，但今年 12 月开始 Taper、持续 7-9 个月的概率也不低。考虑到 7 月 FOMC 会议后美国就业数据改善明显，且美联储官员多次吹风，市场对 Taper 的预期已经有所升温，因此本次会议暗示的 Taper 路线图并未大幅超预期。

>关于加息：点阵图相较 6 月明显更加鹰派，若按鲍威尔预计的在 2022 年中期结束购债，还将有半年时间作为缓冲期，因此明年底加息的条件更加成熟。本次 FOMC 会议后，联邦基金利率期货隐含的 2022 年加息次数由 0.7 次升至 0.9 次。

>资产价格表现：本次 FOMC 声明公布后，美元与美债收益率快速下行，美股与黄金快速走高；鲍威尔开始讲话后，各类资产价格出现明显反转。截至收盘，美股和美债收益率与 FOMC 声明公布前基本持平，美元指数上涨 0.28%，现货黄金下跌 0.39%。美元指数上涨更多反映了明年很可能加息的信号，也拖累了黄金价格的表现，而美股与美债收益率对较长时间之后的加息并不敏感，更多反映的是 Taper 的信号。

4、美联储政策前景已经明朗，短期内更应关注拜登财政计划和债务上限问题。

本次会议基本明确了 Taper 节奏，市场只需等待 11 月的靴子落地，预期之内的 Taper 不会对市场产生较大冲击，同时明年加息的可能性也已经很大程度上被市场 price-in。因此，美联储货币政策的前景已经十分明朗，我们维持此前判断：年底前，美元指数与美债收益率大概率维持震荡，难大幅上行。

短期内，更应关注拜登的财政计划和债务上限问题。美国 2022 财年将从 10 月 1 日开始，若在此之前不能通过财政预算案或临时拨款法案，美国政府将面临停摆风险。与此同时，美国债务上限很可能在 10 月底之前触及，若不能上调或暂停债务上限，美国政府同样会面临停摆甚至违约的风险。目前无论是 3.5 万亿的财政预算案，还是包含暂停债务上限的临时拨款法案，均难以快速在参议院通过。随着最后期限临近，市场风险偏好将逐渐承压，未来一个月美股的波动可能会显著放大。

风险提示：美联储政策立场超预期调整，美国政府陷入停摆。

图表 1：近 3 次 FOMC 会议声明对比（红色表示声明变化）

	2021 年 6 月 FOMC 声明	2021 年 7 月 FOMC 声明	2021 年 9 月 FOMC 声明
利率	维持 0-0.25%不变，直到就业达到预计的充分就业水平、平均通胀达到 2%的目标。	维持 0-0.25%不变，直到就业达到预计的充分就业水平、平均通胀达到 2%的目标。	维持 0-0.25%不变，直到就业达到预计的充分就业水平、平均通胀达到 2%的目标。
QE	每月继续购买至少 800 亿美元国债、400 亿 MBS（与当前一致），直至最大就业和物价稳定的目标取得实质性进展。	每月继续购买至少 800 亿美元国债、400 亿 MBS（与当前一致），直至最大就业和物价稳定的目标取得实质性进展。	每月继续购买至少 800 亿美元国债、400 亿 MBS（与当前一致），直至最大就业和物价稳定的目标取得实质性进展。**如果经济按照预期继续取得进展，预计资产购买步伐可能很快就会放缓。**
经济	**疫苗接种方面的进展减少了新冠病毒在美国的传播。**随着疫苗接种推进和强有力的政策支持，经济活动和就业指标得到了加强。受大流行影响最严重的部门仍然疲弱，但已有改善。**经济路径很大程度上取决于疫情（删掉了“和疫苗”）状况，疫苗接种推进可能会继续减少公共卫生危机对经济的影响，但经济前景仍然面临风险。**	随着疫苗接种推进和强有力的政策支持，经济活动和就业指标**继续加强。受大流行影响最严重的部门已显示出改善，但尚未完全恢复。**经济路径**继续**取决于疫情状况，疫苗接种推进可能会继续减少公共卫生危机对经济的影响，但经济前景面临的风险仍然存在。**经济已经朝着缩减购债的目标取得进展，委员会将在接下来的会议上继续评估这一进展。**	随着疫苗接种推进和强有力的政策支持，经济活动和就业指标继续加强。近几个月，受大流行影响最严重的部门有所改善，**但疫情反弹减缓了这些部门的复苏。**经济路径继续取决于疫情状况，疫苗接种推进可能会继续减少公共卫生危机对经济的影响，但经济前景面临的风险仍然存在。经济已经朝着缩减购债的目标取得进展。（删掉了“在接下来的会议上继续评估这一进展”）
通胀	通货膨胀率上升，主要反映了暂时性因素。美联储将允许一段时间内通胀适度高于 2%，以便平均通胀和长期通胀预期达到 2%。	通货膨胀率上升，主要反映了暂时性因素。美联储将允许一段时间内通胀适度高于 2%，以便平均通胀和长期通胀预期达到 2%。	通货膨胀率上升，主要反映了暂时性因素。美联储将允许一段时间内通胀适度高于 2%，以便平均通胀和长期通胀预期达到 2%。
金融市场	金融状况保持宽松，部分反映了支持经济的政策措施以及信贷向美国家庭和企业的流动。	金融状况保持宽松，部分反映了支持经济的政策措施以及信贷向美国家庭和企业的流动。	金融状况保持宽松，部分反映了支持经济的政策措施以及信贷向美国家庭和企业的流动。

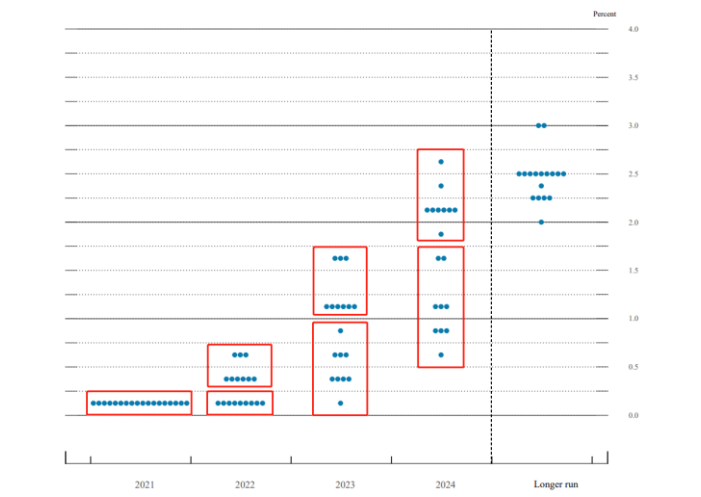
资料来源：FED，国盛证券研究所

图表 2：美联储 9 月经济预测与 6 月预测对比（单位%，红色表示预测调整）

		2021 年 6 月预测	2021 年 9 月预测
GDP 增速	2021	7.0	5.9
	2022	3.3	3.8
	2023	2.4	2.5
	长期	1.8	1.8
失业率	2021	4.5	4.8
	2022	3.8	3.8
	2023	3.5	3.5
	长期	4.0	4.0
PCE 通胀	2021	3.4	4.2
	2022	2.1	2.2
	2023	2.2	2.2
	长期	2.0	2.0
核心 PCE 通胀	2021	3.0	3.7
	2022	2.1	2.3
	2023	2.1	2.2
	长期	/	/

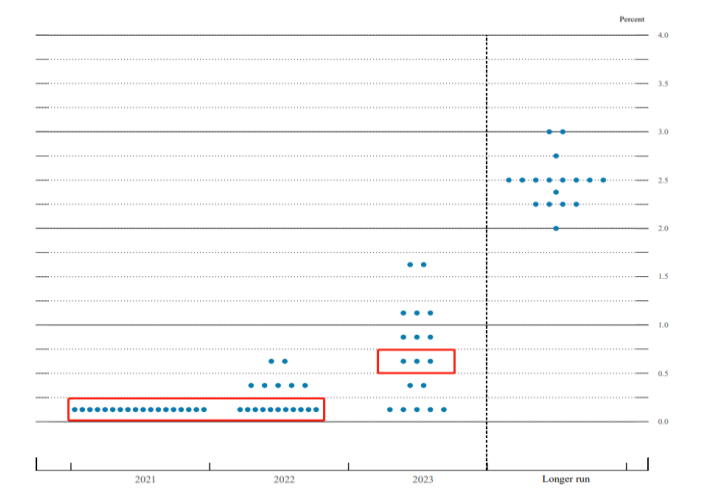
资料来源：FED，国盛证券研究所　　注：美联储的预测是对应年份的 Q4 数值

图表 3：2021 年 9 月 FOMC 会议利率点阵图



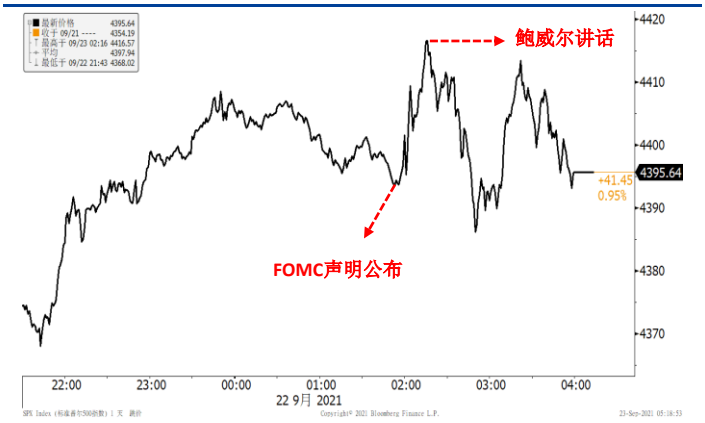
资料来源：FED，国盛证券研究所

图表 4：2021 年 6 月 FOMC 会议利率点阵图



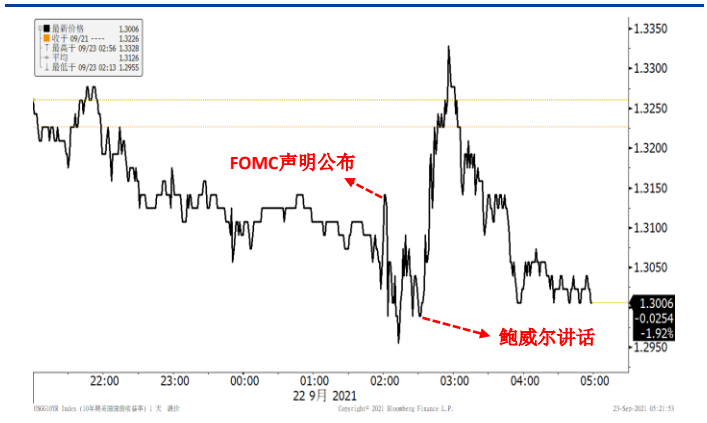
资料来源：FED，国盛证券研究所

图表 5：FOMC 决议公布前后标普 500 指数走势



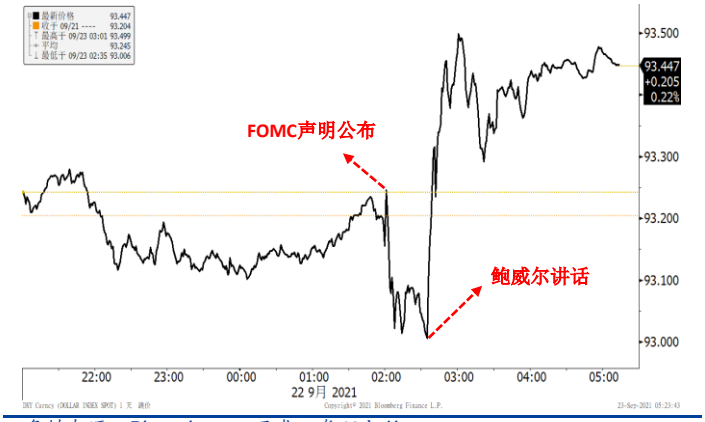
资料来源：Bloomberg，国盛证券研究所

图表 6：FOMC 决议公布前后 10Y 美债收益率走势



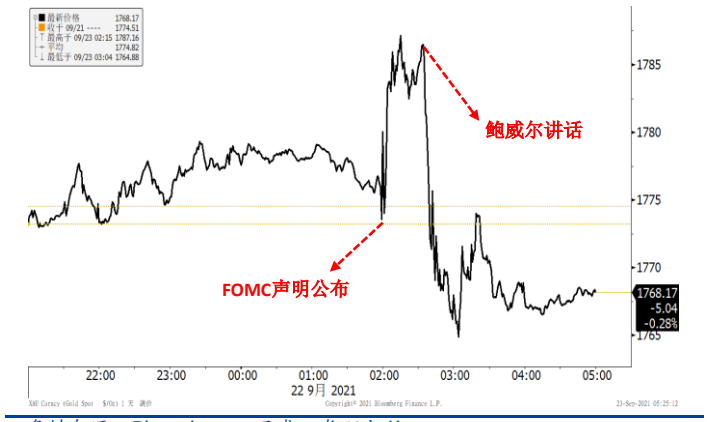
资料来源：Bloomberg，国盛证券研究所

图表 7：FOMC 决议公布前后美元指数走势



资料来源：Bloomberg，国盛证券研究所

图表 8：FOMC 决议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 9：7 月纽约联储调查的市场对 Taper 时点和节奏的预期（红色为中位数）

	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

风险提示

美联储政策立场超预期调整，美国政府陷入停摆。

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_26815