

美联储距离 Taper 或仅差一期恰到好处的非农

9 月美联储议息会议点评

证券研究报告

2021 年 09 月 23 日

● 核心结论

美联储距离 Taper 或仅差一期恰到好处的非农。美联储发布9月议息会议声明，维持联邦基金目标利率0%-0.25%不变。此外，会议声明及鲍威尔讲话几乎明示了美联储将在11月初议息会议上宣布Taper时间表的指引。那么与11月议息会议相比，本次议息会议究竟缺少了哪些Taper的条件？缺少1-2期恰到好处的非农。美联储的政策基调是“左侧预判；右侧行动”。疫情打击的主要是中低收入的服务从业者，对于美联储来说需确保该群体大部分回归就业市场才能开始减少购债。美国有27个州于9月6日才刚刚结束疫后救助，因此美联储仍需用1-2期“恰到好处的非农”证明中低收入群体已有序回归就业市场。

疫情扰动令美联储下调经济增长、上调通胀预期。与6月议息会议相比，本次会议中美联储大幅下调了年内经济增长且上调了通胀预期。我们认为美联储对于全年经济展望的变化大概率与Q3疫情扰动有关。但在对年内经济增长略显悲观的同时，美联储对明年的经济前景更为乐观，由此可见美联储认为疫情对经济的影响主要体现在节奏上。此外，鲍威尔在讲话中亦强调通胀压力与供应压力有关，表明他认为高通胀亦是疫情带来的结构性问题，一旦疫情消退、通胀压力亦将有所缓和。

2022年会加息吗？首次加息大概率在后年。除了释放即将Taper的信号外，点阵图还显示有一半与会官员认为明年或将加息。我们认为这一信号与目前美国高通胀有关。我们在此前的报告中反复强调高通胀并非当前货币政策矛盾。通胀目标影响的是基准利率，而QE工具则与宽财政绑定，QE结束前无论通胀水平如何美联储都不会加息，否则容易引发美债曲线倒挂加剧经济下行风险。但是鲍威尔在会后讲话中提到QE有望于明年中结束，而经济展望认为明年美国核心PCE同比仍高于2%目标值。换言之，结束QE前提下的高通胀局面令明年加息成为可能。然而，市场还需考虑政治诉求。中期选举和大选年份美国政府大概率希望货币政策偏向宽松。往后看，2022年中期选举、2024年大选，因此2021年Taper、2023年加息最符合政治诉求。当然，为了给明年中期选举前预留政策空间，今年美联储给出更多鹰派信号是比较“聪明”的做法。

疫情降温叠加加税靴子落地将加剧高估值美股与低水位无风险利率之间的矛盾。目前美债收益率处于历史低位、标普500的10年期席勒周期调整市盈率则处理历史次高水平。往后看，疫情降温推升无风险利率、加税靴子落地掣肘EPS，Q4美股大概率迎来一波急跌。

风险提示：美国就业前景低于预期；美国疫情超预期；美联储货币政策超预期。

分析师



张静静 S0800521080002



13716190679



zhangjingjing@research.xbmail.com.cn

相关研究

内容目录

一、美联储距离 Taper 或仅差一期恰到好处的非农	3
二、疫情扰动令美联储下调经济增长、上调通胀预期	5
三、2022 年会加息吗？首次加息大概率在后年	6
四、两因素将加剧高估值美股与低水位无风险利率之间的矛盾	6
五、风险提示	8

图表目录

图 1：美国续请失业金人数	4
图 2：美国当日新增新冠肺炎确诊及死亡人数	4
图 3：美国机动车零售金额与二手车价格指数	4
图 4：美联储点阵图（单位：%）	5
图 5：美联储 9 月经济展望	5
图 6：10 年期 TIPS 收益率与美国新冠肺炎当日新增确诊人数	7
图 7：标普 500 指数席勒 10 年周期调整市盈率（CAPE）	7
表 1：2020 年美国疫情暴发后各行业时薪与就业人数变化	3
表 2：美国各州结束疫后额外救助金时间与就业数据变化	4
表 3：80 年代以来历届总统任内标普 500 指数年度收益率（%）	7

一、美联储距离Taper或仅差一期恰到好处的非农

美联储发布9月议息会议声明，维持联邦基金目标利率0%-0.25%不变。此外，尽管本次议息会议美联储并未给出削减QE时间表，但在声明中指出假若经济继续按照预期方向运行资产购买速度可能很快就会放缓。这一说法的弦外之音是11月初议息会议上美联储或将宣布Taper时间表。在议息会议后的讲话中，鲍威尔进一步确认了该说法，他表示下一次议息会议可能会满足（减少购债的）就业与物价条件，且明年中前后结束购债是适宜的。那么与11月议息会议相比，本次议息会议究竟缺少了哪些Taper的条件呢？缺少1-2期恰到好处的非农。正如我们在9月3日报告《一份重要但不关键的就业报告》中指出的，9月FOMC并不是美联储宣布Taper时间表的好时机，但明年的中期选举令美联储不得不让市场在年内消化Taper冲击。

首先，目前美联储的政策基调是“左侧预判；右侧行动”。疫情打击的主要是中低收入的服务从业者，对于美联储来说需确保该群体大部分回归就业市场才能开始减少购债。4月以来美国续请失业金人数有三周出现大幅下滑，分别是5月29日当周、7月24日当周以及9月11日当周，基本上是在美国部分州结束疫后额外失业救济金前后。表1也说明了越早结束疫后额外救助的州就业改善也越明显。此外，6月以来二手车价格飙升的现象亦可证明大量中低收入群体在结束疫后补贴后已逐步回归到就业市场。但是由于美国有27个州于9月6日才刚刚结束疫后救助，美联储仍需用1-2期“恰到好处的非农”证明9月11日当周续请失业金人数骤降并非偶然，而是仅为中低收入群体回归就业市场、美国就业加速改善的过程。当然，恰到好处的非农数据并不等于强劲非农，只要美联储可以证明中低收入群体已经有序回归就业市场11月就是给出Taper时间表的极好时机。

表 1：2020 年美国疫情暴发后各行业时薪与就业人数变化

	2020 年 4 月各部门就业人数环比下降幅度	2020 年 3 月时薪（美元）
公用事业	-0.60%	42.6
金融活动	-2.90%	36.9
批发业	-6.60%	31.9
采矿业	-7.70%	34.4
信息业	-9.10%	43.3
运输仓储业	-9.90%	25.1
制造业	-10.30%	28.4
专业和商业服务	-10.50%	34.5
教育和保健服务	-10.80%	28.1
建筑业	-13.50%	31.4
零售业	-14.50%	20.3
其他服务业	-22.50%	25.8
休闲和酒店业	-46.10%	16.9

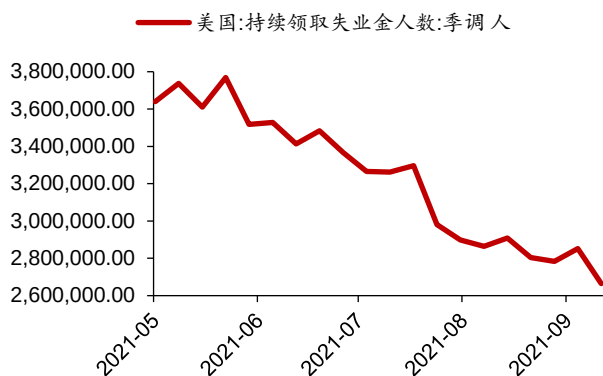
资料来源：Wind，西部证券研发中心

表 2：美国各州结束疫后额外救助金时间与就业数据变化

额外救助金结束时间	续请失业金人数变化均值：8月末相对5月末	续请失业金人数变化均值：7月末相对5月末
6月12日	-43.72%	-33.74%
6月19日	-38.42%	-21.23%
6月底至7月底	-28.74%	-18.95%
9月6日	-18.15%	-14.30%

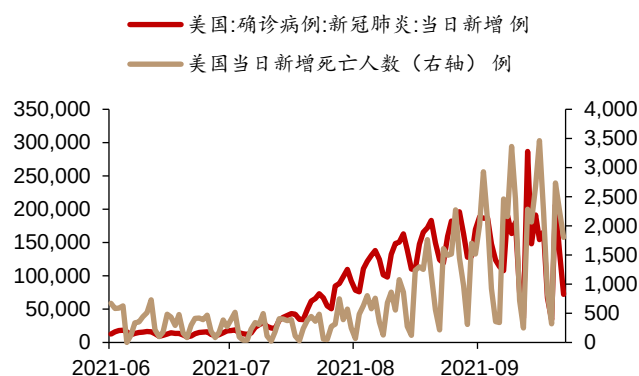
资料来源：<https://oui.doleta.gov/unemploy/claims.asp>，西部证券研发中心

图 1：美国续请失业金人数



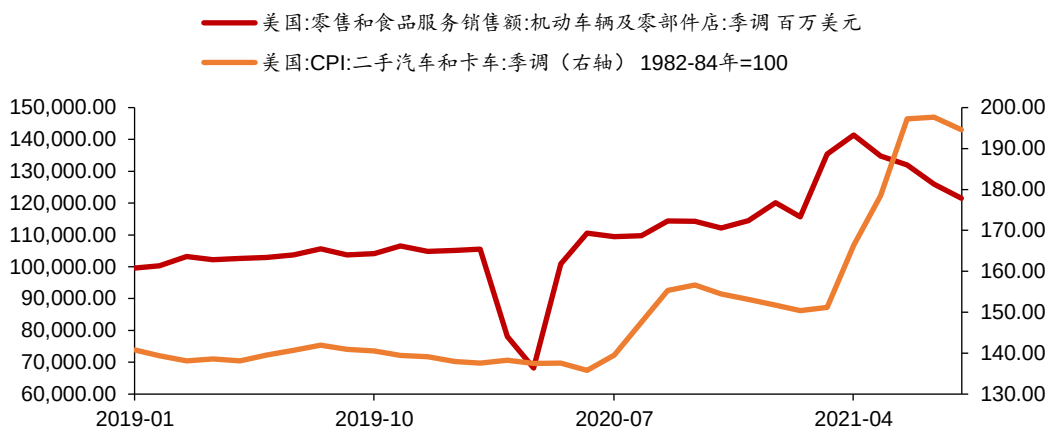
资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 2：美国当日新增新冠肺炎确诊及死亡人数



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 3：美国机动车零售金额与二手车价格指数

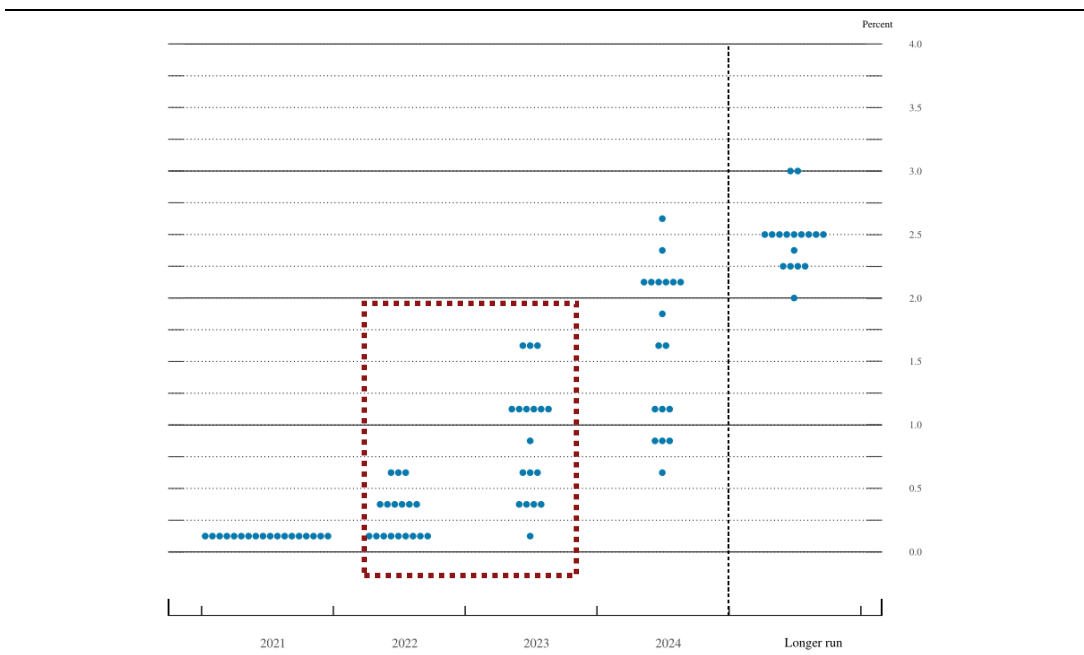


资料来源：Wind，西部证券研发中心

另一方面，明年有中期选举，美联储需要为明年中期选举预留政策空间。2013年5月22日伯南克官宣Taper后美联储并未立即行动，而是年底才给出Taper时间表，其政策意图是让资本市场在当年充分消化Taper影响以防止2014年中期选举受到货币收紧的干扰。事实上，2014年中期选举前美债收益率持续走低，对市场 and 国会改选提供了积极的货币环境。鉴于明年11月又将迎来中期选举，因此本期议息会议上美联储不但明示Taper即

将开始甚至还在点阵图¹中给出了明年存在加息可能、后年或有两次加息的暗示。

图 4：美联储点阵图（单位：%）



资料来源：FED，西部证券研发中心

图 5：美联储 9 月经济展望

Variable	Median ¹					Central Tendency ²				
	2021	2022	2023	2024	Longer run	2021	2022	2023	2024	Longer run
Change in real GDP	5.9	3.8	2.5	2.0	1.8	5.8-6.0	3.4-4.5	2.2-2.5	2.0-2.2	1.8-2.0
June projection	7.0	3.3	2.4		1.8	6.8-7.3	2.8-3.8	2.0-2.5		1.8-2.0
Unemployment rate	4.8	3.8	3.5	3.5	4.0	4.6-4.8	3.6-4.0	3.3-3.7	3.3-3.6	3.8-4.3
June projection	4.5	3.8	3.5		4.0	4.4-4.8	3.5-4.0	3.2-3.8		3.8-4.3
PCE inflation	4.2	2.2	2.2	2.1	2.0	4.0-4.3	2.0-2.5	2.0-2.3	2.0-2.2	2.0
June projection	3.4	2.1	2.2		2.0	3.1-3.5	1.9-2.3	2.0-2.2		2.0
Core PCE inflation ⁴	3.7	2.3	2.2	2.1		3.6-3.8	2.0-2.5	2.0-2.3	2.0-2.2	
June projection	3.0	2.1	2.1			2.9-3.1	1.9-2.3	2.0-2.2		
Memo: Projected appropriate policy path										
Federal funds rate	0.1	0.3	1.0	1.8	2.5	0.1	0.1-0.4	0.4-1.1	0.9-2.1	2.3-2.5
June projection	0.1	0.1	0.6		2.5	0.1	0.1-0.4	0.1-1.1		2.3-2.5

资料来源：FED，西部证券研发中心

二、疫情扰动令美联储下调经济增长、上调通胀预期

与 6 月议息会议相比，本次会议中美联储大幅下调了年内经济增长且上调了通胀预期。其中，美联储将 2021 年 GDP 增长预期由 7.0% 下调至 5.9%、将 2022 年 GDP 增长预期由

¹ <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomcprojtabl20210922.htm>

3.3%上调至 3.8%、将 2023 年 GDP 增长预期由 2.4%上调至 2.5%，并预计长期经济增长为 1.8%与 6 月预期持平。此外，美联储将年内美国失业率预期由 4.5%上调至 4.8%，将 2021 年 PCE 通胀预期由 3.4%大幅上调至 4.2%、将 2022 年核心 PCE 通胀预期由 3.0%大幅上调至 3.7%。

我们认为美联储对于全年经济展望的变化大概率与 Q3 疫情扰动有关。但在对年内经济增长略显悲观的同时，美联储对明年的经济前景更为乐观，由此可见美联储认为疫情对经济的影响主要体现在节奏上。此外，鲍威尔在讲话中亦强调通胀压力与供应压力有关，表明他认为高通胀亦是疫情带来的结构性问题，一旦疫情消退、通胀压力亦将有所缓和。

三、2022 年会加息吗？首次加息大概率在后年

正如前文所述，除了释放即将 Taper 的信号外，点阵图还显示有一半与会官员认为明年或将加息。我们认为这一信号与目前美国高通胀有关。我们在此前的报告中反复强调高通胀并非当前货币政策矛盾。通胀目标影响的是基准利率，而 QE 工具则与宽财政绑定，QE 结束前无论通胀水平如何美联储都不会加息，否则容易引发美债曲线倒挂加剧经济下行风险。但是鲍威尔在会后讲话中提到 QE 有望于明年中结束，而经济展望认为明年美国核心 PCE 同比仍高于 2%目标值。换言之，结束 QE 前提下的高通胀局面令明年加息成为可能。

然而，我们需要再次考虑政治诉求。奥巴马与特朗普时期的货币政策节奏表明只要有政治基础的总统上任，货币政策节奏就会受政治因素驱动。比如，美联储于 2010 年实施 QE2、2012 年实施 QE3、2014 年虽然执行 Taper 但政策冲击出现在 2013 年、2016 年大选前美联储均未实施加息。相反，2013 年美联储释放 Taper 信号、2015 年落地金融危机后首次加息靴子，上述事件均对市场造成冲击。其中，2010 及 2014 年为中期选举年；2012 及 2016 年为大选年。2018 年中期选举年份美联储紧货币节奏偏快，上任前缺乏政治基础的特朗普就吃了大亏。换言之，中期选举和大选年份，美国政府大概率希望货币政策偏向宽松，因此需要提前（或错后）收紧货币。由此可见，2022 年中期选举，2024 年大选，因此 2021 年 Taper、2023 年加息最符合政治诉求。

当然，为了给明年中期选举前预留政策空间，今年美联储给出更多鹰派信号是比较“聪明”的做法。

四、两因素将加剧高估值美股与低水位无风险利率之间的

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_26825

