

2021 年 9 月美联储议息会议简评

美联储“最后的温柔”

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号

S1060520090001

ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

研究助理

张璐

一般证券从业资格编号

S1060120100009

ZHANGLU150@pingan.com.cn

范城恺

一般证券从业资格编号

S1060120120052

FANCHENGKAI146@pingan.com.cn



事项：

美国时间 9 月 22 日，美联储公布 9 月 FOMC 会议声明，美联储主席鲍威尔接受采访。

平安观点：

- **货币政策：几乎只字未改。**维持联邦基金利率（0-0.25%），维持资产购买节奏（每月 800 亿美元国债和 400 亿美元 MBS），维持准备金利率（0.15%）和隔夜逆回购利率（0.05%）不变等。唯一修改的地方是：将每一个交易对手每日隔夜逆回购（ON RRP）规模上限从 800 亿美元上调了一倍至 1600 亿美元。
- **声明表述：进一步预告 Taper。**1）承认疫情反扑确实阻碍了部分行业复苏。2）继续强调“通胀暂时论”。对于通胀的描述由“已经上升（has risen）”调整为“被抬升”（elevated），这与美联储一直强调的“通胀暂时论”更加契合。3）本次声明增加“如果进展大体上像预期的那样继续下去，委员会判断，资产购买的步伐可能很快就会放慢”的表述。
- **经济预测：点阵图不足惧，切割 Taper 与加息。**1）大幅下修 2021 年美国实际 GDP 增速至 5.9%（前值 7.0%）。美联储对美国经济的自信程度不及预期，市场接收到了偏鸽派的信号。2）小幅上修 2021 年美国失业率至 4.8%（前值 4.5%），而维持 2022、2023 年失业率预期的 3.8%、3.5% 不变。美联储对今年失业率下降的“期望值”已经降低，这就意味着，未来就业市场的改善不需要特别显著就可以算是“符合预期”，下修失业率实质上是为美联储宣布 Taper 做铺垫！3）上修 2021 年美国 PCE 和核心 PCE 通胀率至 4.2% 和 3.7%，基本维持 2022-23 年通胀率不变。4）点阵图显示预计 2022 年至少加息 1 次的委员有 9 位（增加 2 位），基本符合预期。这使得 2022 年联邦基金利率的预测中值由 0.1% 上升至 0.3%。
- **鲍威尔讲话：**1）鲍威尔表示美联储已经讨论了 Taper 的节奏，预计将于明年年中完成 Taper。这一节奏符合预期。2）鲍威尔表示就他个人而言，就业已经几乎取得了（is all but met）Taper 所需的“进一步实质性进展”。3）维持“通胀暂时论”。4）继续强调 Taper 和加息是相对独立的，称有关实施 Taper 的标准和测试与加息的标准是不同的。此外，继续强调不太可能会在未完成 Taper 之前就加息。

- **市场反应：声明及经济预测的整体感觉偏鸽派。**议息会议声明发布后，美股标普 500 指数由 4395 点左右一度上升约 0.5% 至 4416 点高位，10 年美债收益率由 1.32% 一度下探至 1.30% 下方，美元指数由 93.2 上方一度下探接近 93.0。但鲍威尔讲话被市场认为偏鹰：美股标普 500 指数短线回调 0.7% 至 4386 点，10 年美债收益率由 1.3% 下方一度拉升至 1.34% 的高位（后回落至 1.31% 附近），美元指数由 93 点附近一度跃升并触碰 93.5 的高点（后保持在 93.4 附近）。
- **我们认为，美联储年内 Taper 可谓“板上钉钉”，9 月暂不宣布 Taper 是美联储“最后的温柔”。**一是，声明表示，如果未来经济进展大致符合预期，Taper 预计“很快”到来，而这里的“很快”不太可能是明年。二是，鲍威尔讲话表示，其个人认为就业市场几乎取得了“进一步实质性进展”，意味着目前几乎可以开始 Taper。三是，我们对于美国就业市场指标的判断是：目前已经取得了“进一步实质性进展”，尤其对标上一次 Taper（2013-14 年）。
- **我们的基准预期是，美联储 11 月正式宣布将于 12 月开始实施 Taper，Taper 的节奏是逐月减少购买 100 亿美元国债和 50 亿美元 MBS，2022 年 6 月结束本轮 QE，最早或于 2022 年底加息。**未来美联储不太可能改变 Taper 路线，但美国经济数据以及与之挂钩的市场预期仍存变数。就此而言，9-10 月美国经济数据的好坏，将很大程度上决定资本市场波动风险的大小。

1. 货币政策：几乎只字未改

美联储9月议息会议声明中，**货币政策部分几乎只字未改（图表1）**：维持联邦基金利率（0-0.25%），维持资产购买节奏（每月800亿美元国债和400亿美元MBS），维持准备金利率（0.15%）和隔夜逆回购利率（0.05%）不变等。

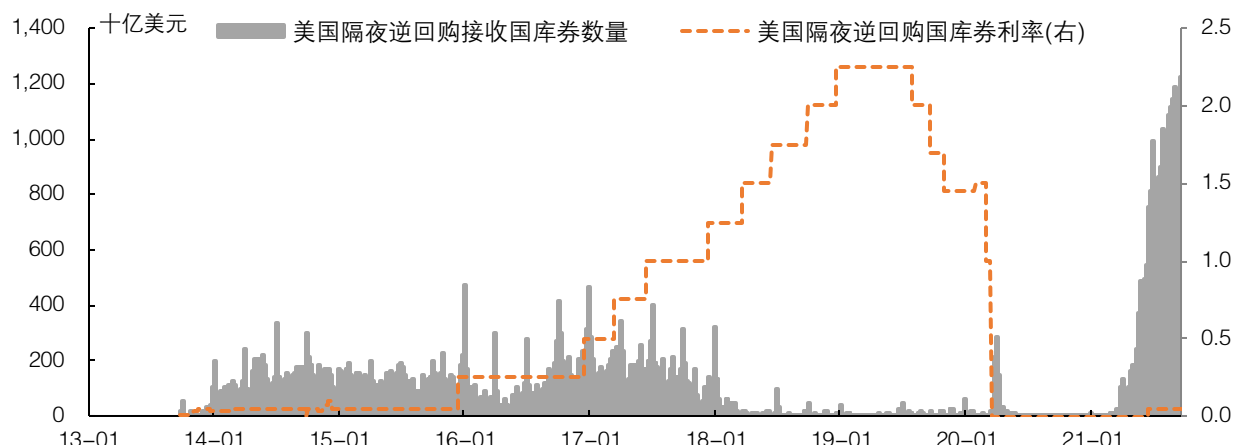
唯一修改的地方是，将每个交易对手每日隔夜逆回购（ON RRP）规模上限从800亿美元上调了一倍至1600亿美元。其背景是，美联储单日隔夜逆回购规模在9月议息会议前已经突破1.2万亿美元，美联储希望进一步满足市场对于美联储回收流动性的需求（0）。

图表1 美联储2021年9月与7月议息会议声明比较：几乎只字未改

2021年9月美联储FOMC声明	2021年7月美联储FOMC声明
- 从2021年9月23日起，将准备金的利率设定为0.15%。 - 进行必要的公开市场操作，将联邦基金利率维持在0-0.25%的目标区间。 - 将国债持有量每月增加800亿美元，将机构抵押贷款支持证券(MBS)每月增加400亿美元。 - 增加美国国债和机构抵押贷款支持证券的持有数量，并购买机构商业抵押贷款支持证券(CMBS)，以维持这些证券市场的平稳运行。 - 进行隔夜回购协议操作，最低投标利率为0.25%，总操作限额为5000亿美元；操作限额总量可由主席决定临时增加。 - 进行隔夜逆回购协议操作，发行利率0.05%，每个交易对手每天不超过1600亿美元；每一交易对手的限额可由主席酌情临时增加。 - 在拍卖中展期美联储所持国债的所有本金，并将美联储所持机构债券和机构MBS的所有本金再投资于机构MBS。 - 如需要，允许购买和再投资的金额与规定数额有一定偏差。 - 在必要时进行美元纸币和息票互换交易，以促进美联储机构MBS交易的结算。 - 联邦储备系统理事会投票批准在现有的0.25%的水平上建立一级信贷利率。	- 从2021年7月29日起，将准备金的利率设定为0.15%。 - 进行必要的公开市场操作，将联邦基金利率维持在0-0.25%的目标区间。 - 将国债持有量每月增加800亿美元，将机构抵押贷款支持证券(MBS)每月增加400亿美元。 - 增加美国国债和机构抵押贷款支持证券的持有数量，并购买机构商业抵押贷款支持证券(CMBS)，以维持这些证券市场的平稳运行。 - 进行隔夜回购协议操作，最低投标利率为0.25%，总操作限额为5000亿美元；操作限额总量可由主席决定临时增加。 - 进行隔夜逆回购协议操作，发行利率0.05%，每个交易对手每天不超过800亿美元；每一交易对手的限额可由主席酌情临时增加。 - 在拍卖中展期美联储所持国债的所有本金，并将美联储所持机构债券和机构MBS的所有本金再投资于机构MBS。 - 如需要，允许购买和再投资的金额与规定数额有一定偏差。 - 在必要时进行美元纸币和息票互换交易，以促进美联储机构MBS交易的结算。 - 联邦储备系统理事会投票批准在现有的0.25%的水平上建立一级信贷利率。

资料来源：美联储，平安证券研究所

图表2 美联储单日隔夜逆回购规模在9月议息会议前已经突破1.2万亿美元



资料来源: Wind, 平安证券研究所

2. 声明表述：进一步预告 Taper 将至

美联储9月议息会议声明中，关于经济前景的表述略有变化（图表3）：

- 1) 承认疫情反扑确实阻碍了部分行业复苏。9月声明中仍然认为“受疫情冲击最大的部门”（鲍威尔讲话中进一步解释：如旅游、餐饮等服务业），其复苏情况在近几个月得到改善，但新增了“新冠病例的增加使其复苏放缓”的表述。
- 2) 继续强调“通胀暂时论”。通胀描述由“已经上升（has risen）”调整为“被抬升”（elevated），仍然保留了“主要反映了暂时性因素”的表述。我们认为，这一调整或意味着美联储认为通胀已经高企但可能不会继续上行，而且“被抬升”多了一些“被动”的意味，这与美联储一直强调的“通胀暂时论”更加契合。
- 3) 进一步预告 Taper 将至。本次声明增加“如果进展大体上像预期的那样继续下去，委员会判断，资产购买的步伐可能很快就会放慢”的表述，可以认为声明进一步预告了 Taper 将至。

图表3 美联储2021年9月和7月议息会议声明原文比较：进一步预告 Taper 将至

2021年9月美联储FOMC声明	2021年7月美联储FOMC声明
- With progress on vaccinations and strong policy support, indicators of economic activity and employment have continued to strengthen. The sectors most adversely affected by the pandemic have improved in recent months, but the rise in COVID-19 cases has slowed their recovery. Inflation is elevated, largely reflecting transitory factors. Overall financial conditions remain accommodative, in part reflecting policy measures to support the economy and the flow of credit to U.S. households and businesses. （中文）在疫苗进展和强有力的政策支持下，经济活动和就业指标有所加强。受疫情不利影响最大的部门已经在近几个月得以改善，但新冠病例的增加使其复苏放缓。通货膨胀率被抬升，主要反映了暂时性因素。整体金融状况依然宽松，这在一定程度上反映了支持经济和信贷流向美国家庭和企业的政策措施。 - Last December, the Committee indicated that it would continue to increase its holdings of Treasury	- With progress on vaccinations and strong policy support, indicators of economic activity and employment have continued to strengthen. The sectors most adversely affected by the pandemic have shown improvement but have not fully recovered. Inflation has risen, largely reflecting transitory factors. Overall financial conditions remain accommodative, in part reflecting policy measures to support the economy and the flow of credit to U.S. households and businesses. （中文）在疫苗进展和强有力的政策支持下，经济活动和就业指标有所加强。受疫情不利影响最大的部门仍然脆弱，但已显示出改善。通货膨胀率上升，主要反映了暂时性因素。整体金融状况依然宽松，这在一定程度上反映了支持经济和信贷流向美国家庭和企业的政策措施。 - Last December, the Committee indicated that it would continue to increase its holdings of Treasury securities by at least \$80 billion per month and of

securities by at least \$80 billion per month and of agency mortgage-backed securities by at least \$40 billion per month until substantial further progress has been made toward its maximum employment and price stability goals. Since then, the economy has made progress toward these goals. If progress continues broadly as expected, the Committee judges that a moderation in the pace of asset purchases may soon be warranted. ■ (中文) 去年 12 月, 委员会表示将继续增加每月至少 800 亿美元国债和每月至少 400 亿美元 MBS 的持有, 直到朝着充分就业和物价稳定的目标(经济)取得了“实质性进一步进展”。自那时以来, 经济朝着这些目标取得了进展。如果进展大体上像预期的那样继续下去, 委员会判断, 资产购买的步伐可能很快就会放慢。	agency mortgage-backed securities by at least \$40 billion per month until substantial further progress has been made toward its maximum employment and price stability goals. Since then, the economy has made progress toward these goals, and the Committee will continue to assess progress in coming meetings. ■ (中文) 去年 12 月, 委员会表示将继续增加每月至少 800 亿美元国债和每月至少 400 亿美元 MBS 的持有, 直到朝着充分就业和物价稳定的目标(经济)取得了“实质性进一步进展”。自那时以来, 经济朝着这些目标取得了进展, 委员会将在今后的会议中继续评估进展。
--	---

资料来源: 美联储, 平安证券研究所

3. 经济预测: 点阵图不足惧, 切割“Taper”与加息

美联储本次公布的 3 季度经济预测(中位数), 与 2 季度相比:

1) 大幅下修 2021 年美国实际 GDP 增速至 5.9%(前值 7.0%), 相应上修 2022 年增速至 3.8%(前值 3.3%)。此前市场预期一向“自信”的美联储可能只会小幅下修今年增长预期至 6.5%(9 月高盛、大摩等海外机构也下修了今年美国经济增速至 6%以下), 本次美联储对美国经济的自信程度不及预期, 这也使市场接收到了偏鸽派的信号。

2) 小幅上修 2021 年美国失业率至 4.8%(前值 4.5%), 而维持 2022、2023 年失业率预期的 3.8%、3.5% 不变。我们认为, 失业率预测传递了丰富的信息: 首先, 美联储对今年失业率的下降信心有所弱化, 但也意味着其对今年失业率下降的“期望值”已经降低。这就意味着, 未来几个月美国就业市场的改善不需要特别显著就可以算是“符合预期”(也就是声明中所说的“broadly as expected”)。因此, 下修失业率实质上是为美联储宣布 Taper 做铺垫! 其次, 2022-23 年的美国失业率预测不变, 或说明美联储对于加息所需的“最大就业”目标仍有很高标准, 旨在进一步消除市场对于提前加息的担忧。

3) 进一步上修 2021 年美国 PCE 和核心 PCE 通胀率至 4.2%(前值 3.2%) 和 3.7%(前值 3.0%), 而基本维持 2022-23 年 PCE 及核心 PCE 通胀率在 2.2-2.3% 不变。这说明, 美联储官员仍然认为通胀走高是暂时的, 2022 年通胀率就会基本回到 2% 附近。

图表4 2021年9月美联储经济预测

Percent					
Variable	Median ¹				
	2021	2022	2023	2024	Longer run
Change in real GDP	5.9	3.8	2.5	2.0	1.8
June projection	7.0	3.3	2.4		1.8
Unemployment rate	4.8	3.8	3.5	3.5	4.0
June projection	4.5	3.8	3.5		4.0
PCE inflation	4.2	2.2	2.2	2.1	2.0
June projection	3.4	2.1	2.2		2.0
Core PCE inflation ⁴	3.7	2.3	2.2	2.1	
June projection	3.0	2.1	2.1		
Memo: Projected appropriate policy path					
Federal funds rate	0.1	0.3	1.0	1.8	2.5
June projection	0.1	0.1	0.6		2.5

资料来源: 美联储 (2021.9.22), 平安证券研究所

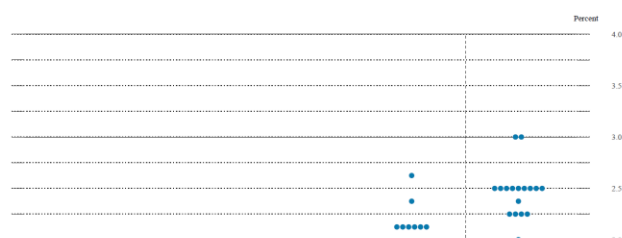
图表5 2021年6月美联储经济预测

Percent				
Variable	Median ¹			
	2021	2022	2023	Longer run
Change in real GDP	7.0	3.3	2.4	1.8
March projection	6.5	3.3	2.2	1.8
Unemployment rate	4.5	3.8	3.5	4.0
March projection	4.5	3.9	3.5	4.0
PCE inflation	3.4	2.1	2.2	2.0
March projection	2.4	2.0	2.1	2.0
Core PCE inflation ⁴	3.0	2.1	2.1	
March projection	2.2	2.0	2.1	
Memo: Projected appropriate policy path				
Federal funds rate	0.1	0.1	0.6	2.5
March projection	0.1	0.1	0.1	2.5

资料来源: 美联储 (2021.6.16), 平安证券研究所

本次点阵图及其传递的有关加息信号备受市场关注, 好在基本符合预期, 预计暂不会引发市场对于提前加息的担忧。点阵图显示, 预计 2022 年至少加息 1 次的委员有 9 位, 比此前增加了 2 位, 市场预期增加 1-3 位。由于该人数已经过半, 这使得 2022 年联邦基金利率的预测中值由 0.1% 上升至 0.3%。点阵图显示, 18 位委员中有 17 位认为 2023 年联储至少加息 1 次, 且有 13 人预测利率将高于 0.5% (加息 2 次)、5 位预计利率将高于 1%。这使得 2023 年联邦基金利率预测中值由 0.6% 进一步升至 1.0%。

图表6 2021年9月美联储点阵图



图表7 2021年6月美联储点阵图



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_26840

