

2021 年 09 月 23 日

宏观研究

研究所

证券分析师:

021-61981316

联系人 :

樊磊 S0350517120001

fanl@ghzq.com.cn

方诗超 S0350121030003

fangsc@ghzq.com.cn

## Taper 将至

### ——9 月美联储议息会议点评

#### 相关报告

《8 月财政数据点评：经济下行影响持续显现》——2021-09-21

《8 月经济数据点评：经济增长继续低迷》——2021-09-15

《点评报告：恒大会导致系统性金融风险吗？》——2021-09-14

《8 月贸易数据点评：出口金额年内或难以显著下行》——2021-09-07

《8 月 PMI 数据点评：订单加速回落值得关注》——2021-08-31

#### 事件:

北京时间 9 月 23 日凌晨，美联储的联邦公开市场委员会（FOMC）公布了 9 月议息会议决议、经济预测摘要及点阵图，决议宣布维持当前 0%-0.25% 的利率水平与 1200 亿美元的购债规模不变。受疫情反复影响，决议对于今年经济前景的判断更为保守，并认为今年就业市场的恢复可能有所放缓。同时联储上调了对通胀水平的预测，承认通胀受供应瓶颈影响超出此前预期，并将在一段时间内保持较高水平，但仍坚持通胀压力是暂时的，目前长期通胀预期大致符合联储的长期目标。从点阵图来看，加息预期进一步出现了明显的强化，鲍威尔认为缩减购债规模所需的“实质性进展”接近达成，最早可能于下次会议宣布 Taper。我们预计今年年底联储将缩减购债规模，2022 年可能会着手加息。

#### 投资要点:

##### ■ 受疫情反复影响经济修复有所放缓，下调今年经济与就业预期

此次议息会议对于今年经济前景的判断更为保守。在决议中，美联储表示，虽然受疫情影响最严重的行业仍在改善之中，但最近几个月新冠病例的增加减缓了他们的复苏。在发布的经济预测摘要（SEP）中，联储预测今年经济的修复将有所放缓，而在明年将有加速复苏——对 2021 年 GDP 增速的预测由 6 月预期的 7.0% 大幅下调至 5.9%，甚至远低于 3 月预测的 6.5%；同时联储将之后两年的 GDP 增速预测分别上调至 3.8% 和 2.5%（前值 3.3%，2.2%）。

在下调今年经济预测的同时，联储认为今年就业市场的恢复或也将有所放缓。在经济预测中，联储将 2021 年的失业率中枢上调至 4.8%（前值 4.5%）。在随后的新闻发布会中，鲍威尔指出就业恢复放缓主要与疫情反复有关——8 月就业市场明显的放缓主要集中在对疫情最为敏感的休闲业与酒店行业。同时，他认为目前高企的失业率主要受到一些与疫情有关的短期因素影响，包括照顾孩子与家庭的需求和对感染新冠病毒的担忧等。随着疫苗接种率的进一步上升，这些阻碍在接下来的几个月中消退，并推动就业更快地恢复。

##### ■ 联储进一步上调通胀预期，但认为仍是暂时性压力

继 3、6 月连续上调通胀预期之后，联储此次又进一步上调了对通胀

水平的预期，2021 年 PCE 预期由 6 月预测的 3.4% 上升至 4.2%，2021 年核心 PCE 预期则上调至 3.7% (6 月预测值 3.0%)，并将 2022 年的 PCE 及 2022、2023 年的核心 PCE 均略有上修。

在发布会上，鲍威尔承认通货膨胀率正明显上升，并且可能持续数月保持在较高水平。他认为这主要是由于供应瓶颈等因素限制了一些领域生产的恢复速度。供应瓶颈、招聘困难等限制的影响比预期的更大、更持久，带来通胀上行压力，使得联储上调通胀预期。

但同时鲍威尔安抚市场，虽然推高通胀的供应方面的问题目前非常突出，但随着它们逐渐减弱，预计通胀水平将重新回落至联储的长期目标上。当前联储所监测的相关指标显示，市场对长期通胀的预期仍与联储 2% 的长期通胀目标大体相一致，并再度保证若此后看到通胀预期与 2% 的目标有实质性的持续偏离，联储将调整货币政策作出应对。

#### ■ 联储基本未对政策进行调整，但倾向认为实质性标准基本达成

政策方面，此次决议宣布维持当前 0%-0.25% 的利率水平，并将继续以每月至少 800 亿美元和 400 亿美元的幅度增持美国国债和抵押贷款支持证券，符合市场预期。此外，联储将隔夜逆回购操作中，单个交易对手每天的限额从 800 亿美元上调至 1600 亿美元，认为这能更好地确保隔夜逆回购工具继续支持政策实施。

**加息预期进一步上移。**从点阵图来看，相较于 6 月议息会议，18 位参与投票的委员中，认为 2022 年将加息的委员由 7 位增加到 9 位，认为 2023 年加息的新增 4 人。当然，如鲍威尔之前所强调的，点阵图仅代表委员们的个人预测，并不是很好的预测未来利率变动的工具。

在决议中委员会表示，如果进展大致如预期，资产购买步伐可能很快就会放缓。鲍威尔在新闻发布会中也表示议息会议中已达成共识，只要经济复苏处于正轨，较快启动 Taper 并于 2022 年年中完成是合适的。他表示，关于影响 Taper 启动的两大目标，通胀方面已达到甚至超越了实质性进展的水平，关键在于就业水平。虽然就业的恢复不及此前预期，但仍取得了相当的进展——鲍威尔指出，从联储相关测算的读数来看，较之去年 12 月，50%-60% 的进展已经完成。实际上，许多委员认为就业方面的实质性进展已经达成，其他人则认为非常接近，而鲍威尔个人也认为这一目标几乎达到——因此，他认为最早可能在 11 月的下次会议上宣布缩减购债规模。

当然，他表示，缩减购债的时机与节奏并不直接传递加息信号，并重申不会在 Taper 之前启动加息。半数的与会者预计加息所需的条件将于明年达成。

我们预计今年年底联储将缩减购债规模，2022 年可能会着手加息。

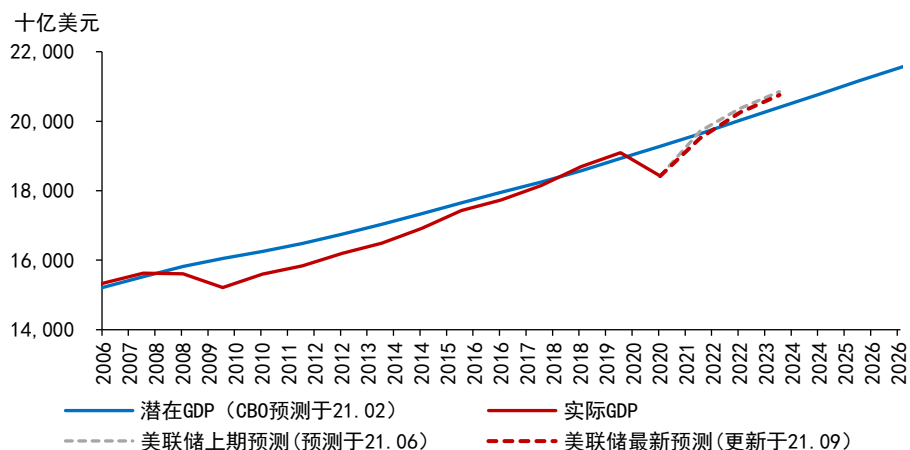
风险提示：经济不达预期，政策低于预期，中美关系、疫情恶化

图表 1：美联储 2021 年 9 月议息会议最新预测表

|                        | 2021 | 2022 | 2023 | 长期   |
|------------------------|------|------|------|------|
| <b>实际 GDP 增长（同比，%）</b> |      |      |      |      |
| 最新预测                   | 5.9% | 3.8% | 2.5% | 1.8% |
| 上期预测                   | 7.0% | 3.3% | 2.2% | 1.8% |
| <b>失业率（%）</b>          |      |      |      |      |
| 最新预测                   | 4.8% | 3.8% | 3.5% | 4.0% |
| 上期预测                   | 4.5% | 3.8% | 3.5% | 4.0% |
| <b>PCE 通胀（同比，%）</b>    |      |      |      |      |
| 最新预测                   | 4.2% | 2.2% | 2.2% | 2.0% |
| 上期预测                   | 3.4% | 2.1% | 2.2% | 2.0% |
| <b>核心 PCE 通胀（同比，%）</b> |      |      |      |      |
| 最新预测                   | 3.7% | 2.3% | 2.2% |      |
| 上期预测                   | 3.0% | 2.1% | 2.1% |      |
| <b>基准利率（%）</b>         |      |      |      |      |
| 最新预测                   | 0.1% | 0.3% | 1.0% | 2.5% |
| 上期预测                   | 0.1% | 0.1% | 0.6% | 2.5% |

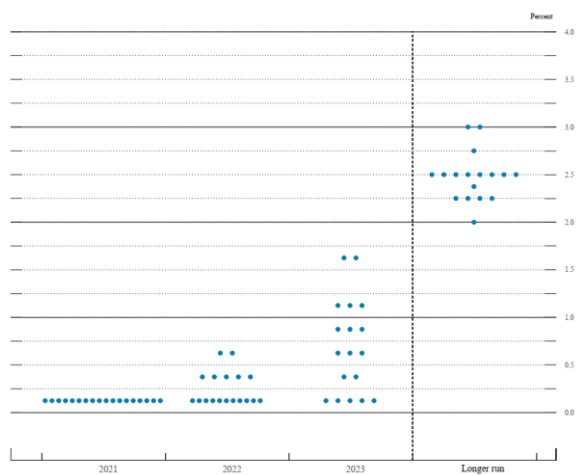
注：红色代表相对上期预测有所上升，蓝色代表相对上期有所下降。资料来源：Fed，国海证券研究所；上一期预测是在 2021 年 6 月。

图表 2: 美联储预测 GDP 与潜在产出水平



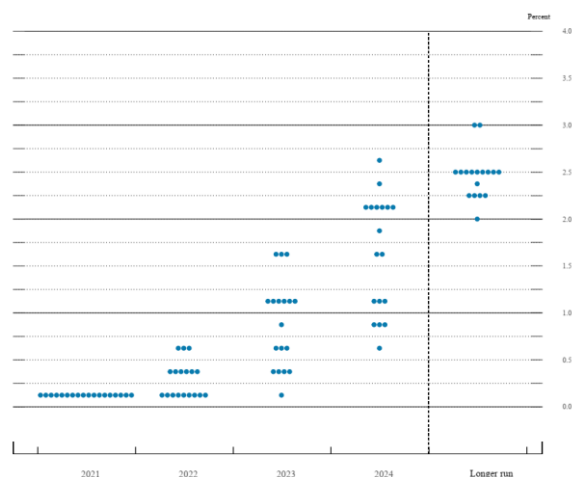
资料来源: CBO, Fed, Wind, 国海证券研究所

图表 3: 2021 年 6 月议息会议点阵图



资料来源: Fed, 国海证券研究所

图表 4: 2021 年 9 月议息会议点阵图



资料来源: Fed, 国海证券研究所

## 【宏观研究小组介绍】

樊磊，国海研究所宏观研究负责人，超过 10 年宏观经济和股票策略研究经验。在加入国海证券之前，曾在日本瑞穗证券，东方证券等内外资券商从事证券研究工作。2006 年获得北京大学学士学位，2008 年在美国 Texas A&M 大学获得硕士学位。

方诗超，宏观助理研究员。2017 年在浙江大学获得经济学学士学位，2020 年于美国 Cornell 大学获得应用经济学硕士学位。2021 年加入国海证券，从事宏观经济研究。

## 【分析师承诺】

樊磊，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

**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\\_26917](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_26917)

