# 美联储 9 月会议：taper 和加息信号的新变化

2021 年 09 月 22 日

证券分析师 陶川
执业证号：S0600520050002
taoch@dwzq.com.cn
研究助理 段萌
duanm@dwzq.com.cn

相关研究

1、《宏观点评 20210915：MLF 重回等量续作释放了什么信号？》2021-09-15
2、《宏观点评 20210914：新框架看中国消费动能》2021-09-15
3、《宏观点评 20210915：8 月经济增长放缓的惯性与韧性》2021-09-15
4、《宏观点评 20210913：一文尽览拜登对华政策新变化》2021-09-13
5、《宏观点评 20210912：通胀会影响基建发力吗？》2021-09-12

- 本周即将召开的美联储 9 月会议备受关注，市场的关注点主要集中于如下两个问题：**一是年内 taper 的计划是否会浮出水面？二是未来加息路径是否会有新的变化？**
- **对于上述两个问题，我们认为将时点和节奏分开来看都是必要的。**具体而言，美联储 taper 对于市场的影响重在节奏而非开启的时点，但加息对市场的影响则是时点和节奏兼而有之。
- **从 taper 的时点来看，市场颇为关注本次会议是否会释放 11 月宣布 taper 的信号。**我们认为这取决于声明中是否会出现“很快会（relatively soon）”的措辞，正如我们此前的分析，2017 年以来美联储在做出重大货币政策决策（比如缩表）的前一次会议上，往往会使用这一措辞作为暗示。
- **但鉴于市场已经确信美联储会 taper，并不会在意是 11 月还是更晚宣布，更值得关注的是 taper 以怎样的节奏结束。**由于美联储已明确表明只有在 taper 结束后才会考虑加息，因此 taper 的节奏的变化就显得更为重要。如果美联储 taper 时保持每月缩减 150 亿美元（国债和 MBS 分别 100 亿美元和 50 亿美元）的步伐，则 taper 将在 2022 年年中时结束，而更快（更慢）的缩减节奏则将被视为鹰派（鸽派）。
- **从加息时点来看，美联储一旦释放 2022 年加息的信号便会让市场措手不及。**当前市场预期的首次加息时点为 2023 年 3 月（图 1），虽然鲍威尔一直试图在 taper 的同时淡化加息的前景，但 6 月议息会议点阵图显示，只要两位官员转鹰，首次加息时点的中位数便将前移至 2022 年。因此，如果 9 月会议释放这一信号，则加息提前的风险将引发资产价格的剧烈调整。
- **加息节奏之所以重要，是因为其主导了当前美债利率的走势。**如图 2 所示，自 6 月议息会议以来，10 年期美债利率的走势基本跟随市场预期美联储在首次加息后的 1 年内的加息次数。此前由于市场预期美联储在首次加息后的节奏偏缓慢，这就导致 10 年期美债利率一直缺乏上行动力。值得关注的是，6 月点阵图对于 2023 年利率的预期十分分散，因此任何委员的转鹰都有可能上调 2023 年的加息次数，加上 2024 年的利率预测也将在 9 月会议上首次公布。因此，如果新的点阵图给出任何加息节奏加快的信号，都将给美债利率和美元带来上行风险。
- **风险提示：**病毒变异导致局部疫情控制难度加大、政策变化超出预期





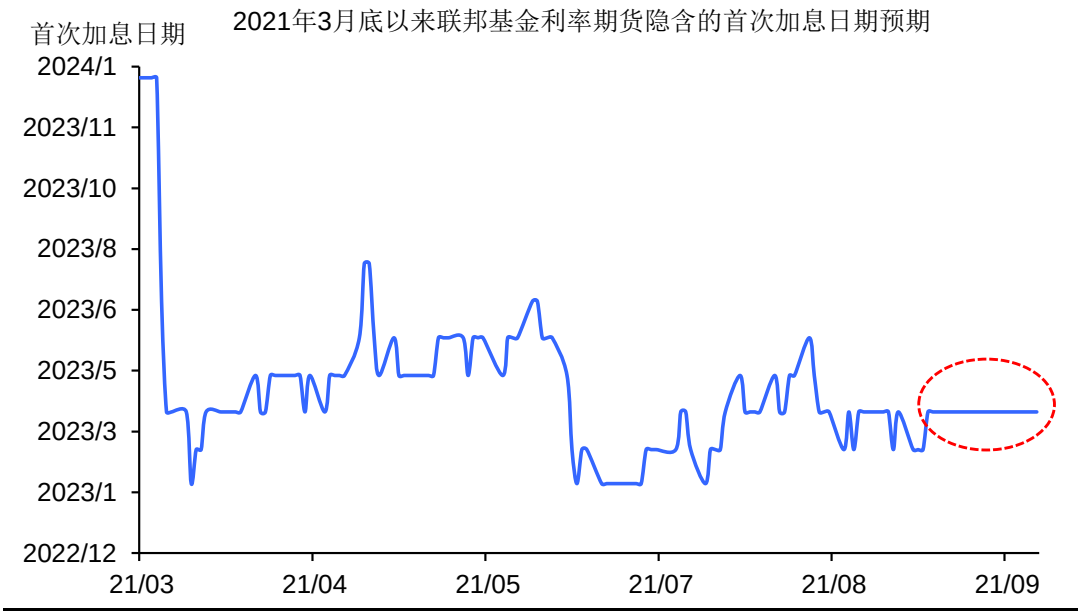
请务必阅读正文之后的免责声明部分

**表 1：多数美联储官员预期快速的 taper，结束时点为 2022 年年中**

| 官员 | 日期 | 美联储官员表态 | 职位 | 2021FOMC投票权 | 2022FOMC投票权 |
|---|---|---|---|---|---|
| Rosengren | 2021/8/16 | 若再有一个月的数据显示就业岗位强劲增长，就可能满足美联储开始缩减每月资产购买步伐的要求。**个人倾向是同等减缩美国国债和MBS，并在明年年中结束taper。**美国经济尚未达到充分就业，这是加息标准之一。 | 波士顿联储行长 | 无 | 有 |
| Rosengren | 2021/8/18 | **如果9月份非农就业依然良好，不反对美联储在9月份会议上就宣布减码决定。** | 波士顿联储行长 | 无 | 有 |
| Kashkari | 2021/8/16 | 如果未来几个月就业数据仍较强劲，经济复苏进展将足以使美联储开始缩减债券购买规模。 | 明尼阿波利斯联储行长 | 无 | 无 |
| Kashkari | 2021/8/17 | **美联储在今年底开始taper可能是合理的，不过这将取决于就业市场取得进一步进展，希望再看到多几份强劲的就业数据后再实施减码。**加息可能还需要几年的时间，因为美联储已承诺在经济实现充分就业之前不会加息。美国劳动力市场仍有很多闲置，约有 600-800 万美国人失业，如果没有疫情，这些人原本是有工作的。 | 明尼阿波利斯联储行长 | 无 | 无 |
| Waller | 2021/8/27 | **Taper进行的越快越好，taper的结束可以使我们在2022年获得更多的选择性，**比如下半年，在事件驱动下，如果需要，可以加息。 | 美联储理事 | 有 | 有 |
| Kaplan | 2021/8/27 | **我期待看到我们在八个月内逐步taper。** | 达拉斯联储行长 | 无 | 无 |
| Bostic | 2021/9/9 | **绝对希望尽早开始taper，并希望在2022年Q1末结束。** | 亚特兰大联储行长 | 有 | 无 |
| Bullard | 2021/9/8 | **总体情况是，taper将在今年开始并将在明年上半年结束。**如果抗击疫情的努力继续改善经济，劳动力市场明年可能会非常强劲。美联储应在一季度末前逐步taper，以给予美联储调整利率更多的选择。对就业市场的判断并非基于一份就业报告的强弱，而是基于今年每月平均新增的就业岗位。 | 圣路易斯联储行长 | 无 | 有 |
| Kaplan | 2021/9/8 | **只要经济前景没有根本变化，在10月份开始taper是适合的。**8月的非农就业数据不会作为taper的判断依据，并不改变对于10月开始taper的预期。将继续关注现在和9月议息会议之间经济的变化，支持9月宣布taper，10月初开始taper。 | 达拉斯联储行长 | 无 | 无 |
| Bowman | 2021/9/9 | **疲弱的8月就业报告不会导致美联储放弃今年晚些时候taper，不应该将某一个月令人失望的数据看得过重。**如果经济数据与预计的一样，今年开始缩减购债是合适的。 | 美联储理事 | 有 | 有 |
| Bostic | 2021/9/9 | **美联储今年将taper，但并不预期在本月的议息会议上做出决定。** | 亚特兰大联储行长 | 有 | 无 |
| Mester | 2021/9/10 | **倾向于在2021年开始减码QE，并在2022年上半年持续放慢资产购买速度。**8月的就业报告并没有改变对taper的看法，即经济在通胀和就业方面都取得了实质性的进一步进展。 | 克利夫兰联储行长 | 无 | 有 |

数据来源：美联储官网，路透，彭博财经，东吴证券研究所

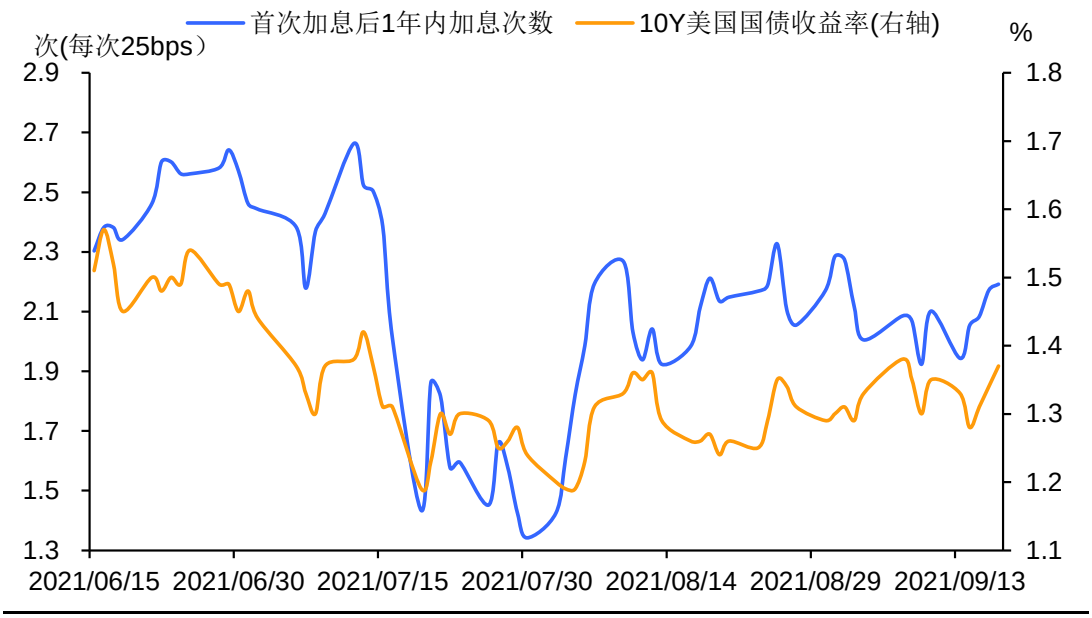
**图 1：市场对于首次加息时间的预期停留在 2023 年 3 月**




数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所


请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 2：加息速度对于美债利率有引导作用




数据来源：Bloomberg，Wind，东吴证券研究所


请务必阅读正文之后的免责声明部分

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址： http://www.dwzq.com.cn

