

Taper 进入倒计时，关注四季度市场波动

——2021 年 9 月美联储议息会议点评

分析师 白雪

事件：北京时间 9 月 23 日凌晨，美联储公布 9 月联邦公开市场委员会（FOMC）会议声明，将基准利率维持在 0-0.25% 不变，每月资产购买量保持在 1200 亿美元，但会议声明首次提出“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”。本月更新的经济预测数据显示，受疫情蔓延冲击影响，美联储下调 2021 年 GDP 增速预期 1.1 个百分点至 5.9%，但上调 2022 年 GDP 增长预期 0.5 个百分点至 3.8%；上调 2021 年失业率 0.3 个百分点至 4.8%；大幅上调 2021 年核心个人消费支出平减指数（PCE）0.7 个百分点至 3.7%，上调 2022 年 PCE 通胀预期至 2.2%。会后公布的利率点阵图显示，9 名委员预计 2022 年至少加息一次，比 6 月份增加两位；预计 2023 年至少加息 3 次的委员有 10 位；预计 2024 年至少加息 3 次的委员有 11 位。

具体解读如下：

一、美联储年内“收水”前景已基本确定，Taper 开始进入倒计时。本次会议基本明确了年内开启 Taper 的时间点，以及明年年中结束 QE 的政策节奏，这与此前的市场预期基本吻合。从本次议息会议声明及会后鲍威尔讲话内容来看，其释放的政策信号几乎没有超出市场预期的内容。与 7 月相比，9 月会议声明最大的变化是新增了“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”这一指引，可以理解为美联储已开始明确、正式地与市场就缩减购债进行提前沟通；鲍威尔会后发言中也表示，若经济继续符合预期，将会在 11 月的下次会议上轻松地采取缩减购债计划，并且这么做并不需要看到“非常强劲”的非农就业报告；再结合会后经济展望数据（下调年内增长预期但上调明年经济增长预期），说明尽管近期德尔塔疫情拖累经济和就业复苏，但美联储对今年经济和就业恢复的期望值也有所降低，同时对明年的经济形势仍抱有信心，因此，疫情扰动不影响货币政策正常化方向，年内 Taper 的时间表已基本确定。我们推算，基准情形下，美联储大概率将在 11 月议息会议上正式宣布 Taper 计划，并从 12 月开始实施，预计平均每月将缩减 150-200 亿美元左右的购债规模，至 2022 年 7 月左右结束购债，这一缩债节奏将可能显著快于 2014 年。

二、加息预期提前，但首次加息未必出现在 2022 年。本次议息会议后的点阵图显示，有半数（9 名）委员认为 2022 年将至少加息一次，比 6 月做出这一预测的人数增加了两人；仅 1 位委员预测

2023 年之前不加息。相较于 6 月点阵图，最新加息预期时点有所提前，我们判断，这可能与目前美国高通胀水平有关——会后经济展望也上调了今年和明年的通胀预期。考虑到鲍威尔在会后讲话中提到 QE 有望于明年中结束，而根据本次经济展望数据，明年美国核心 PCE 同比仍将高于 2% 的目标值。这意味着明年结束 QE 后的高通胀局面，可能是触发加息的条件之一。不过，鉴于通胀并非当前货币政策的主要考量因素，且目前来看通胀预期虽在高位但仍然可控，首次加息时点未必出现在 2022 年。鲍威尔在讲话中强调通胀压力与供应压力以及疫情带来的结构性问题有关，表明他认为，一旦疫情好转、供给瓶颈缓解，通胀压力有望高位缓和。同时考虑到 2022 年即将进行中期选举，政治诉求下货币政策一般偏向宽松，2023 年首次加息的可能性更大。

三、Taper 及加息落地对资产价格冲击将相对有限，但需要关注四季度财政与货币政策信息密集发布可能引发的市场波动。本次会议释放的政策信号基本上符合市场预期。由于年内开启 Taper 以及明年加息的预期已很大程度上被市场定价，因此，政策靴子落地对市场而言增量冲击料将有限。同时，点阵图显示直到 2024 年底的利率中值为 1.8%，说明加息节奏相对温和，中长期看对资产价格的影响也将较为有限。但需要注意的是，四季度货币与财政政策信号密集出台，可能会导致资产价格波动性加大。一方面，11 月美联储议息会议大概率“官宣”Taper；另一方面，10-11 月将是美国债务上限问题临近到期、拜登 3.5 万亿基建财政预算表决的关键时点；此外，随着欧央行确认边际转紧，此前流入美国的资金也有回流动力。多重信号叠加下，可能会令市场风险偏好承压，鉴于目前美股估值处于高位，年内以美股为代表的风险资产波动可能会显著放大。无风险利率方面，年内 Taper 落地叠加加息预期强化，将带动长端美债利率在目前较低位置出现上行压力，不过由于市场对 Taper 已有充分预期，且从 10 年期美债期货持仓数据来看，市场对长端美债的空头情绪并不强烈，因此，Taper 对美债长端利率的推升动力可能相对有限，预计年内 10 年期美债收益率的中枢水平将维持在 1.5% 左右。