



对美联储加息及 Taper 节奏的判断

2021年/9月

海外宏观经济研究员 **余琦** 010-66555862 yuqi@chief-investment.com

摘要:

- 美国明年通胀大概率回落,加之居民消费支出增长乏力,美联储明年加息的意义不大,首次加息预 计将发生在2023年。
- 2. 美联储将在年内实施 Taper,并且首先从缩减 MBS 开始,到 2023 年三季度再大规模缩减国债购买,直至结束。





图表目录

图表 1:	一级交易商对 Taper 时点预期	3
图表 2:	市场参与者对 Taper 时点预期	3
图表 3:	一级交易商对加息时点预期	4
图表 4:	市场参与者对加息时点预期	4
图表 5:	CPI 和 PCE 同比增速	5
图表 6:	CPI 各细分项贡献	5
图表 7:	2020 年和 2021 年 7 月细分项同比涨幅对比	5
图表 8:	2021 年和 2019 年 7 月 CPI 细分项数值对比	5
	美国个人收入情况	
	美国可支配收入与消费支出同比增速	
	美国居民房租支出	
图表 12:	美国住房抵押贷款总额	7
图表 13:	美国债务总规模变化	8
图表 14:	美国债务总规模占 GDP 的比重	8
	外国投资者持有美债规模	
	美联储资产结构	
图表 17:	美联储持有到期国债市场价值	9
图表 18:	2022-2023 年美联储持有到期国债的月度价值	9





7月美联储议息会议首次提出"经济已经朝着实现这些目标(即最大就业和 物价稳定)的方向取得了进展,委员会将在今后的会议中继续评估该进展";同时 表示将新设立两项常设回购协议 (REPO) 安排, 开始为后期缩减购债规模进行吹 风。但对于加息时点,美联储认为这将取决于美国经济的恢复程度是否达到标准, 而不是基于 Taper 时点, 加息与 Taper 的评估应该分开。

根据 7 月纽约联储的一项调查数据,不论是一级交易商,还是市场参与者, 对 Taper 开始时间的预期中位数均为 2022 年 1 月, 并且对在 10-12 月内完成 Taper 的预期最高; 但对首次加息时点的预期则较晚, 市场预期的中位数为 2023 年3季度。

我们从通胀趋势和美国国债到期规模两方面判断: 明年美联储加息概率较低, 首次加息预计将发生在 2023 年;但 Taper 很可能在年内就将开始实施,并且首 先从缩减 MBS 开始, 到 2023 年三季度再大规模缩减国债购买, 直至结束。

图表 1: 一级交易商对 Taper 时点预期

75th Pctl

25th Pctl 75 53 Median 80 80 80 80 80 70 60 60 80 80 70 60

Net purchases of U.S. Treasury securities (\$ billions)											
	2022 Q2	2022 Q3	2022 Q4	2023 Q1	2023 Q2	2023 Q3	2023 Q4				
25th Pctl	90	25	0	0	0	0	0				
Median	120	60	0	0	0	0	0				
75th Pctl	140	70	20	0	0	0	0				

		Net purc	hases of	agency ME	3S (\$ billio	ns)		
						Jan. 2022		
25th Pctl	40	40	40	40	33	28	22	20
Median	40	40	40	40	40	35	30	25
75th Pctl	40	40	40	40	40	35	30	30

	Net	purchase	s of agend	y MBS (\$	billions)		
25th Pctl	30	0	0	0	0	0	0
Median	45	18	0	0	0	0	0
75th Pctl	70	35	8	0	0	0	0

图表 2: 市场参与者对 Taper 时点预期

Aug.				Net purchases of U.S. Treasury securities (\$ billions)												
		Oct.		Dec.	Jan.	Feb.										
2021	2021	2021	2021	2021	2022	2022	2022									
80	80	80	80	70	60	50	50									
80	80	80	80	80	70	60	56									
80	80	80	80	80	72	70	60									
	80	80 80 80 80	80 80 80 80 80 80	80 80 80 80 80 80 80 80	80 80 80 80 70 80 80 80 80 80	80 80 80 80 70 60 80 80 80 80 70	80 80 80 80 70 60 50 80 80 80 80 70 60									

Net purch	nases of U	.S. Treasu	ıry securit	ies (\$ billio	ons)	
2022						
-	~~	Q4 0	0	02	Q3	Q4
		0	0	0	0	0
		50	0	0	0	0
		2022 2022 Q2 Q3 90 10 120 60	2022 2022 2022 Q2 Q3 Q4 90 10 0 120 60 0	2022 2022 2022 2022 2023 Q2 Q3 Q4 Q1 90 10 0 0 120 60 0 0	2022 2022 2022 2023 2023 Q2 Q3 Q4 Q1 Q2 90 10 0 0 0 120 60 0 0 0	Q2 Q3 Q4 Q1 Q2 Q3 90 10 0 0 0 0 120 60 0 0 0 0

		Net pure	chases of	agency ME	3S (\$ billio	ne)		
		Sep.			Dec.	Jan.	Feb.	Mar.
	2021			2021		2022	2022	
25th Pctl	40	40	40	40	30	25	20	20
Median	40	40	40	40	40	30	30	25
75th Pctl	40	40	40	40	40	36	33	30

Net	purchase	s of agend	cy MBS (\$	billions)		
2022	2022	2022	2023	2023	2023	2023
Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
30	5	0	0	0	0	0
60	24	0	0	0	0	0
75	40	20	0	0	0	0
	2022 Q2 30	2022 2022 Q2 Q3 30 5 60 24	2022 2022 2022 Q2 Q3 Q4 30 5 0 60 24 0	2022 2022 2022 2023 Q2 Q3 Q4 Q1 30 5 0 0 60 24 0 0	Q2 Q3 Q4 Q1 Q2 30 5 0 0 0 60 24 0 0 0	2022 2022 2022 2023 2023 2023 Q2 Q3 Q4 Q1 Q2 Q3 30 5 0 0 0 0 60 24 0 0 0 0

资料来源:纽约联储、致富研究院 资料来源: 纽约联储、致富研究院





图表 3: 一级交易商对加息时点预期

图表 4: 市场参与者对加息时点预期

	Jul.	Sep.	Nov.	Dec.	Jan.	Mar.	May
	27-28	21-22	2-3	14-15	25-26	15-16	3-4
25th Pctl	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%
Median	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%
75th Pctl	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%
# of Responses	24	24	24	24	24	24	24

	Jul. 27-28	Sep. 21-22	Nov.	Dec. 14-15	Jan. 25-26	Mar. 15-16	May 3-4
25th Pctl	0.13%	0.13%	2-3 0.13%	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%
Median	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%
75th Pctl	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%
# of Responses	28	28	28	28	28	28	28

# of Responses	24	24	24	22	22	22	22
75th Pctl	0.13%	0.13%	0.13%	0.38%	0.38%	0.63%	0.63%
Median	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%	0.38%	0.63%
25th Pctl	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%	0.38%	0.38%
	2022 Q2	2022 Q3	2022 Q4	2023 Q1	2023 Q2	2023 Q3	2023 Q4

# of Responses	28	28	28	28	28	28	28
75th Pctl	0.13%	0.13%	0.13%	0.38%	0.38%	0.63%	0.63%
Median	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%	0.38%	0.38%
25th Pctl	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%
	2022 Q2	2022 Q3	2022 Q4	2023 Q1	2023 Q2	2023 Q3	2023 Q4

资料来源: 纽约联储、致富研究院

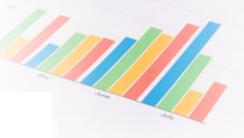
资料来源:纽约联储、致富研究院

1、美国明年通胀大概率回落,加息意义不大,首次加息预计将发生在2023年

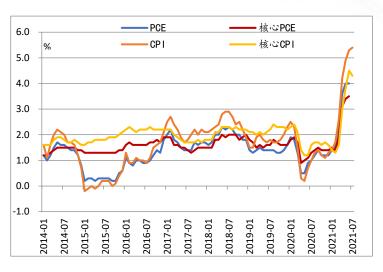
在 6 月专题报告中, 我们判断美国 CPI 触顶概率较大, 而 7 月 CPI 数值出炉, 进一步验证我们的结论。

7月 CPI 上涨 5.4%, 而核心 CPI 上涨 4.3%, 相比上月减少 0.2 个百分点。 其中,7月能源商品价格同比上涨 41.2%, 考虑权重因素,对 CPI 的贡献为 1.64%; 二手车和卡车价格同比大幅上涨 41.7%,对 CPI 的贡献为 1.45%;住房价格同比上涨 2.8%,由于其所占权重高达 32.58%,因此对 CPI 的贡献为 0.91%;交通服务同比上涨 6.4%,对 CPI 的贡献为 0.34%;食品、能源服务、服装等对 CPI 上涨的贡献分别为 0.47%、0.23%、0.11%。

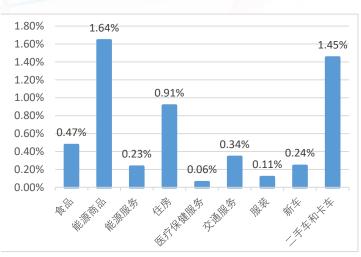




图表 5: CPI和PCE同比增速



图表 6: CPI 各细分项贡献



图表 8:2021 年和 2019 年 7 月 CPI 细分项数值对比

资料来源:美国劳工部、致富研究院

资料来源:美国劳工部、致富研究院

通过比较各细分项在 2020 年和 2021 年的同比上涨数据,可以发现 2021 年同比上涨的细分项,在 2020 年大都出现较大幅度的降低。2021 年 7 月 CPI 大幅上涨的主要原因是来自 2020 年疫情影响下的低基数效应。目前除了服装、交通运输等少数细分项目外,其他分项数值均已超过 2019 年同期水平!在今年的高基数作用下,明年 CPI 出现回落是大概率事件。

0.2

图表 7: 2020 年和 2021 年 7 月细分项同比涨幅对比

1.6 1.4 1.2 1 0.8 0.6 0.4

50 40 % 2020年 30 20 10 -10 -20 -30

资料来源:美国劳工部、致富研究院

资料来源:美国劳工部、致富研究院

WATER THE PROPERTY OF THE PROP

N. F.





此外,从美国居民的收入和房租、房贷支出来看,明年美国居民消费支出 很可能继续回落,这将进一步降低通胀压力。

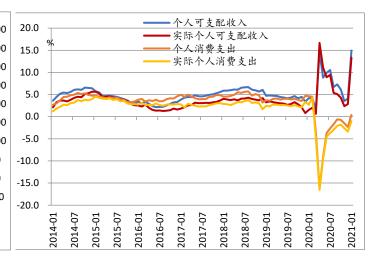
首先来看美国居民的家庭收入情况。

7月份美国年化个人总收入为 20.668 万亿美元, 较 3 月峰值减少 3.733 万亿美元, 降幅超过 15%。年化名义个人可支配收入为 18.048 万亿美元, 较 3 月峰值减少 4.014 万亿美元, 降幅超过 18%。年化实际个人可支配收入为 15.58 万亿美元, 较 3 月峰值减少 3.54 万亿美元, 降幅超过 19%。实际人均可支配收入为 54461 美元, 较 3 月峰值减少 12179 美元, 降幅超过 18%。美国居民收入从今年 3 月开始触顶, 并持续回落, 将对明年美国居民消费支出构成一定压制。

图表 9: 美国个人收入情况

个人总收入 30,000.0 40.00 个人可支配收入 十亿美元 个人总收入 35.00 人可支配收入 25,000.0 30.00 20,000.0 25.00 20.00 15,000.0 15.00 10,000.0 10.00 5.00 5,000.0 0.00 0.0 -5.00 2017-07 2019-01

图表 10: 可支配收入及消费支出同比增速



资料来源:同花顺 iFind、BEA、致富研究院

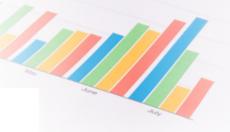
资料来源:同花顺iFind、BEA、致富研究院

其次来看美国居民的房租、房贷支出情况。

7月份美国房租指数达到 350(基期为 1982-1984 年), 再创历史新高, 相比 2020 年初, 涨幅接近 4%。2021 年一季度美国住房抵押贷款总额高达 11.041 万亿美元, 创历史新高, 相比 2020 年初, 涨幅超过 4.72%。房租、房贷支出持续创历史新高, 同样将对明年美国居民的消费支出构成压制。

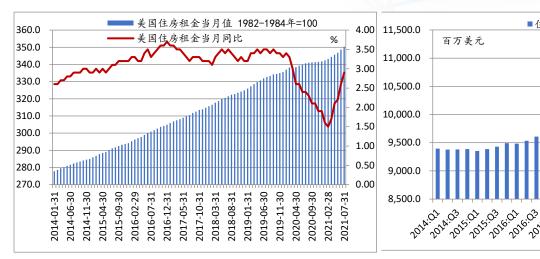
综合以上分析, 我们认为:由于明年美国通胀大概率回落, 加之居民消费支出增长乏力, 美联储明年加息的意义不大, 首次加息预计将发生在 2023 年。





图表 11: 美国居民房租支出

图表 12: 美国住房抵押贷款总额





资料来源:同花顺 iFind、美国劳工部、致富研究院

资料来源:美联储、致富研究院

2、明后年是美国偿债高峰,预计 Taper 将在年内实施,但到 2023 年三季度才会大规模削减

根据我们 8 月月报的分析, Taper 势在必行。(参见《美联储缩表势在必行》报告)但由于美国目前债务总额高达 28.43 万亿美元,相比 2020 年初大幅增加 5.2 万亿美元,增幅超过 22%。美国债务总额占 GDP 的比重超过 132%,而 2019 年底,该数值仅为 108%。近两年,美国债务规模急剧膨胀。

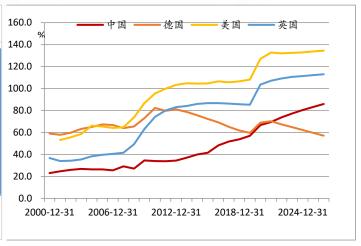




图表 13: 美国债务总规模变化

图表 14: 美国债务总规模占 GDP 比重





资料来源:美联储、致富研究院

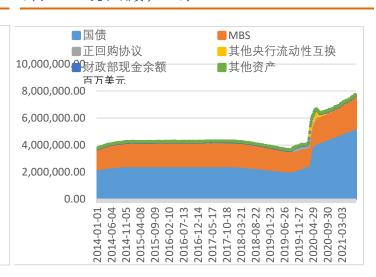
资料来源:同花顺iFind、致富研究院

从投资者持有美国国债的规模来看,近两年发行的大量国债,主要购买者为美联储,而外国投资者的购买数量较少。截至2021年6月30日,外国投资者持有的美债数量为7.202万亿美元,相比2020年初仅增加1748.76亿美元。而同期美联储增持的美债数量则高达2.854万亿美元!

图表 15: 外国投资者持有美债规模

日本 中国 英国 1,400.00 韩国 巴西 1,200.00 1,000.00 800.00 600.00 400.00 200.00 0.00 2014-06-30 2014-11-30 2015-04-30 2015-09-30 2016-02-29 2016-07-31 2018-03-31 2018-08-31 2019-01-31 2019-06-30 2019-11-30 2020-04-30 2020-09-30 2021-02-28 2014-01-31 2016-12-31 2017-05-31 2017-10-31

图表 16: 美联储资产结构



资料来源:同花顺 iFind、致富研究院

资料来源:美联储、致富研究院

纽约联储的数据显示,未来两年将是美国国债的偿债高峰期。据统计,美联储当前持有美债的市场价值总计为 4.437 万亿美元,集中到期时间为 2022 年——2027 年。其中,2022 年和 2023 年需偿还的债务分别高达 7268.8 亿美元和





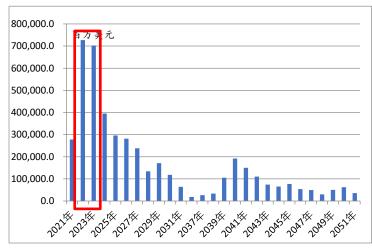
7026.05 亿美元。由于目前美债的购买方主要是美联储,虽然 2021 年剩余月份到期国债规模较小,实施 Taper 具有一定的操作空间,但受制于未来两年规模庞大的到期债务,美联储短期在缩减购债规模方面空间有限, Taper 大概率将从缩减每月 400 亿美元的 MBS 购买开始。

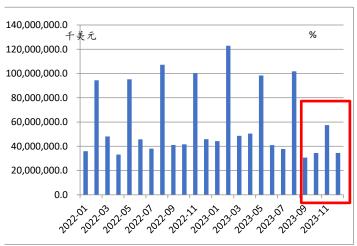
另外,从时间上预估,按照美联储目前每月800亿美元的购债节奏,最多18个月就可以完全覆盖未来两年的到期美债。结合每月到期国债的规模,由于从2023年9月开始,到期美债的规模就开始大幅缩减,届时美联储也具备实施大规模缩减国债购买的条件。

综上分析, 我们倾向于判断美联储将在年内实施 Taper, 并且首先从缩减 MBS 开始, 到 2023 年三季度再大规模缩减国债购买, 直至结束。

图表 17: 美联储持有到期国债的市场价值

图表 18: 2022-2023 年美联储持有到期国债的月度价值





资料来源: 纽约联储、致富研究院

资料来源:同花顺iFind、美联储、致富研究院

3、结论

- 1、美国明年通胀大概率回落,加之居民消费支出增长乏力,美联储明年加息的意义不大,首次加息预计将发生在 2023 年。
- 2、美联储将在年内实施 Taper,并且首先从缩减 MBS 开始,到 2023 年三季度再大规模缩减国债购买,直至结束。





研究员声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析员在此声明: (1) 该研究员以勤勉的职业态度,独立、客观地出 具本报告,本报告清晰准确地反映了该研究员的研究观点; (2) 该研究员所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现 在还是将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

一般声明

本报告由香港致富证券有限公司(以下简称"致富证券")制作,报告中的信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

市场有风险,投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素,亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前,如有需要,投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意,其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本报告版权归致富证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定,除法律规定的情况外,任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容,否则均构成对本公司版权的侵害,本公司有权依法追究其法律责任。

本报告内的所有意见均可在不作另行通知之下作出更改。本报告的作用纯粹为提供信息,并不应视为对本报告内提及 的任何产品买卖或交易的专业推介、建议、邀请或要约。

香港	北京	上海	深圳
香港致富证券有限公司	香港致富证券有限公司北京代表处	香港致富证券有限公司上海代表处	香港致富证券有限公司深圳代表处
香港德辅道中 308 号 富衛金融中心 11 樓	北京市朝阳区建国门外大街1号 国贸大厦1期608室	上海市陆家嘴东路 161 号 招商局大厦 1309 室	深圳福田区福华路 399 号中海大厦 6 楼
电话: (852) 25009228	电话: (8610) 66555862	电话: (8621) 38870772	电话: (86755) 33339666
传真: (852) 25216893	传真: (8610) 66555102	传真: (8621) 58799185	传真: (86755) 33339665

网址: www. chiefgroup. com. hk