

Taper 靴子落地，加息仍需等待

——11 月美联储议息会议点评

事件概述

北京时间 11 月 4 日凌晨 2 时，美联储公布 11 月 FOMC 会议声明。相关点评如下：

主要观点

► Taper 靴子落地，节奏符合预期

11 月下旬正式执行 Taper，每月缩减购债 150 亿美元：美联储 11 月议息会议表示，鉴于自去年 12 月份以来，经济在实现委员会目标方面取得了重大进展 (substantial further progress)，委员会决定从 11 月晚些时候开始执行 Taper。节奏方面，委员会表示每月减少 100 亿美元国债和 50 亿美元 MBS，与我们此前报告《美联储政策周期与大类资产运行规律》中预计的完全一致。削减购债规模后，本月美联储将继续购买至少 700 亿美元的美债和至少 350 亿美元的 MBS，12 月按照同样的速度削减资产购买规模。对于后续的节奏，委员会表示后续每个月都可能适当降低资产购买规模，但如果经济前景发生变化，削减速度也会调整。假设未来美联储按照相同的速度削减购债规模，整个过程将持续到明年年中，而联邦基金利率 (0-0.25%)、准备金利率 (0.15%) 和隔夜逆回购利率 (0.05%) 继续维持不变。

► 经济前景乐观，通胀仍为暂时性

经济活动与就业指标继续增强：议息会议表示，随着疫苗接种取得进展和强有力的政策支持，经济活动和就业指标继续增强。鲍威尔在后续的新闻发布会上进一步表示，今年上半年，在疫苗接种、经济重新开放和强有力的政策支持下，美国经济保持了 6.5% 的增速，表现强劲。虽然三季度受疫情影响，经济有所放缓，但受财政和货币政策支持以及家庭和企业财务状况良好的推动，今年的总需求一直非常强劲。随着疫情影响的逐步消退，四季度经济增长应该会加快，全年经济也将实现强劲增长。

微调通胀表述，但仍维持暂时性观点：议息会议微调了通胀表述，表示通胀上行预计是临时性的 (expected to be transitory)。鲍威尔在后续的新闻发布会上进一步表示，由于供应限制的规模和持续时间超出预期，导致通胀率高于 2% 的目标，但高通胀的驱动因素仍主要与疫情造成的混乱有关，后续随着经济对供需失衡的逐步适应，通胀率将会下降至接近 2% 的长期目标水平。

► 就业未达目标，加息仍需等待

Taper 实施节奏与加息无关，加息时点仍需等待。议息会议和鲍威尔的讲话均强调削减购债与加息时点安排无关，加息所需达到的经济条件更为严苛。鲍威尔还表示，并不认为现在加息是合适的，目前无论是就业还是参与率，距离充分就业的目标仍然很远。在被问及何时能够达到充分就业时，鲍威尔表示，如果就业市场按照去年的节奏持续改善，明年下半年或许有可能达到充分就业。而对于通胀，鲍威尔表示回落时点可能在明年三季度或者四季度。因此，我们认为相较 2014-2019 年“QE 退出，衔接加息”，本轮加息将会较为犹豫、较为迟缓，同时考虑就业和通胀，预计加息时点可能会在 2022 年底或者 2023 年。

► 大类资产表现

Taper 节奏符合预期，美股上涨、美元下跌。受 Taper 节奏符合预期，整体仍然偏鸽影响，美股三大股指纷纷上涨，标普 500 指数涨 0.65%，纳斯达克指数涨 1.04%，道琼斯指数涨 0.29%；美元指数由会议前的 94.08 下跌至 93.87；美债上行，黄金下跌，10Y 美债收益率上升 4bp 至 1.6%，COMEX 黄金期货主力合约盘中跳水，一度跌破 1760 美元关口，随后跌幅有所收窄，收盘时仍跌逾 1%。

表 1 近期美联储议息会议声明对比（红色为声明变动）

	2021年11月FOMC声明	2021年9月FOMC声明	2021年7月FOMC声明
利率	维持0-0.25%不变，直到就业达到预计的最大就业水平、平均通胀达到2%的目标		
QE	每月净资产购买速度减少 100 亿美元购买国债和 50 亿美元购买机构抵押贷款支持证券。	每月继续购买800亿美元国债和400亿美元机构抵押贷款（MBS），直至最大就业和物价稳定目标取得实质性的进展。	
当前经济	随着疫苗接种取得进展和强有力的政策支持，经济活动和就业指标继续增强。最近几个月，受大流行影响最严重的行业有所改善，但夏季 COVID-19 病例的增加减缓了它们的复苏。	随着疫苗接种取得进展和强有力的政策支持，经济活动和就业指标继续增强。最近几个月，受大流行影响最严重的行业有所改善，但 COVID-19 病例的增加减缓了它们的复苏。	随着疫苗接种取得进展和强有力的政策支持，经济活动和就业指标继续增强。受大流行不利影响最严重的部门已显示出改善，但尚未完全恢复。
通胀	通货膨胀率上升，预计是暂时的因素。与大流行和经济重新开放相关的供需失衡已导致某些部门的价格大幅上涨。	通胀已经上升，主要反映暂时性因素。美联储允许通胀在一段时间内适度高于2%，从而使得平均通胀以及长期通胀预期保持在2%水平。	
金融状况	总体金融状况依然宽松，这在一定程度上反映了支持经济的政策措施以及信贷向美国家庭和企业的流动。		
经济走向	经济的走向继续取决于病毒的进程。疫苗接种方面的进展和供应限制的缓解预计将支持经济活动和就业的持续增长以及通货膨胀的降低。经济前景的风险依然存在。	经济的走向继续取决于病毒的进程。疫苗接种方面的进展可能会继续减少公共卫生危机对经济的影响，但经济前景面临的风险仍然存在。	经济的走向继续取决于病毒的进程的进程。疫苗接种方面的进展可能会继续减少公共卫生危机对经济的影响，但经济前景面临的风险仍然存在。

资料来源：美联储，华西证券研究所

风险提示

经济活动超预期变化。

宏观首席分析师：孙付

邮箱：sunfu@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520050004

联系电话：021-50380388

分析师与研究助理简介

孙付，毕业于复旦大学世界经济系，华西宏观首席分析师，专注于经济增长、货币政策与利率研究，完成“蜕变时期：杠杆风险与增长动能研究”和“逆风侵袭：冲击与周期叠加”两部宏观经济研究专著，诸多成果被“金融市场研究”、“新财富”等收录刊发。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做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。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

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_28719

