

证券研究报告

宏观研究

点评报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号: S1500521040002
联系电话: 010-83326858
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

张云杰 宏观研究助理
联系电话: +86 13682411569
邮箱: zhangyunjie@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

Taper 落地，美联储紧缩周期大幕开启

2021 年 11 月 04 日

- **11 月议息会议：Taper 落地，11、12 月每月减码购债 150 亿。**美联储官宣减码购债，市场预期被坐实。从本月晚些时候起，美联储将每月缩减购债 150 亿美元（包括 100 亿美元国债、50 亿美元 MBS），12 月的减码规模保持一致，明年节奏将取决于经济前景，届时购债计划将由纽约联储银行在 12 月 FOMC 会议之前公布。
- **鲍威尔强调，Taper 并非利率政策的直接信号。**会后新闻发布会上，鲍威尔强调了三点信息：第一，劳动力市场仍存阻碍，当前还不到加息的时候；第二，缩减购债的决定并非利率政策的直接信号，在加息之前，经济环境须达到不同的、更加严格的条件；第三，Taper 不等于缩表，即使美联储停止扩表，其持有的证券仍将继续支持宽松的金融环境。结合本次会议信息，美联储在接下来的操作中大概率将保持“月中披露购债计划，月底实施执行”的节奏。
- **美联储“通胀暂时”立场有所退让，就业市场仍存挑战。**鲍威尔肯定了美国经济复苏所取得的进展，并预测随着新冠疫情病例数量进一步减少、疫苗接种取得进展，四季度的经济增长将会加快，实现全年强劲增长。但通胀相关表述上，美联储在“是否暂时性”问题上似乎有所退让，如全球供应链恢复时间上高度不确定、难以预测对通胀有何影响等。9 月最新数据显示，美国就业市场恢复有所放缓，尽管失业率进一步接近政策目标，但数据低估了实际就业缺口，后续应重点关注劳动力市场参与度情况。
- **加息何时来，会在 2022 年吗？**Taper 步伐灵活、加息不会现在发生，结合市场反应，11 月会议政策立场偏鸽。根据决议内容，11、12 月的 Taper 步伐基本确定，但明年的情形仍给市场留有想象空间。若每月 150 亿美元的节奏不变，将在明年 6 月结束购债；若就业和通胀组合出现不同变化，美联储有很大的概率调整 Taper 节奏。结合 9 月议息会议预测、纽联储最新市场调查结果、鲍威尔关于就业与通胀在明年下半年趋于常态化的判断，我们认为加息时点最早出现在 2022 年底。
- **风险因素：**海外疫情持续恶化，货币政策超预期收紧等。

目 录

一、11 月议息会议：Taper 落地，11、12 月每月减码购债 150 亿	3
二、美联储“通胀暂时”立场有所退让，就业市场仍存挑战	3
三、加息何时来，会在 2022 年吗？	5
风险因素	6

图 目 录

图 1：2021 年美国经济增长持续向潜在趋势回归	4
图 2：9 月疫情高点后美国新增确诊病例持续减少	4
图 3：9 月美国通胀水平再创新高	4
图 4：9 月美国就业市场恢复有所放缓	5
图 5：疫情高点后美国服务业有力复苏但制造业景气度持续下行	5
图 6：市场参与者与一级交易商对加息的预期	6

事件:

北京时间 11 月 04 日凌晨 02:00, 美联储公布 11 月利率决议。凌晨 02:30, 美联储主席鲍威尔召开新闻发布会。

一、11 月议息会议: Taper 落地, 11、12 月每月减码购债 150 亿

Taper 如期而至, 年内每月缩减购债 150 亿美元, 明年节奏将取决于经济前景。此前, 美联储在 9 月议息会议上强烈暗示 Taper, 资产价格对市场预期已有充分反映, 10 年期美债收益率从 1.30% 附近快速上行至 1.68%, 随后稳定在 1.60% 上下波动。11 月会议上, 美联储官宣减码购债, 市场预期被坐实。从本月晚些时候起, 美联储将每月缩减购债 150 亿美元 (包括 100 亿美元国债、50 亿美元 MBS), 12 月的减码规模保持一致, 届时购债计划将由纽约联储银行在 12 月 FOMC 会议之前公布。**FOMC 强调, 每月类似的缩减购债速度应当是合适的, 但已准备好视经济前景变化来调整减码步伐 (prepared to adjust the pace if warranted by changes in the economic outlook)。**

鲍威尔强调, Taper 并非利率政策的直接信号。会后新闻发布会上, 鲍威尔强调了三点信息: 第一, 劳动力市场仍存阻碍, 当前还不到加息的时候; 第二, 缩减购债的决定并非利率政策的直接信号 (direct signal regarding interest rate policy), 在加息之前, 经济环境须达到不同的、更加严格的条件; 第三, Taper 不等于缩表, 即使美联储停止扩表, 其持有的证券仍将继续支持宽松的金融环境。

政策目标与利率工具方面, 美联储态度不变。美联储的政策目标仍然是寻求最大就业和 2% 的长期通胀率, 在达成目标以前, FOMC 将继续保持宽松的 (accommodative) 货币政策立场。联邦基金利率的目标区间仍维持在 0-0.25%, 存款准备金利率继续设定为 0.15%, 基础信贷利率保持 0.25% 的水平。值得注意的是, 11 月的会议声明中记录了购债的操作情况, 10 月中旬发布购债计划后, 11 月初已完成购买 800 亿美元国债、400 亿美元 MBS。**结合本次会议信息, 美联储在接下来的操作中大概率将保持“月中披露购债计划, 月底实施执行”的节奏。**

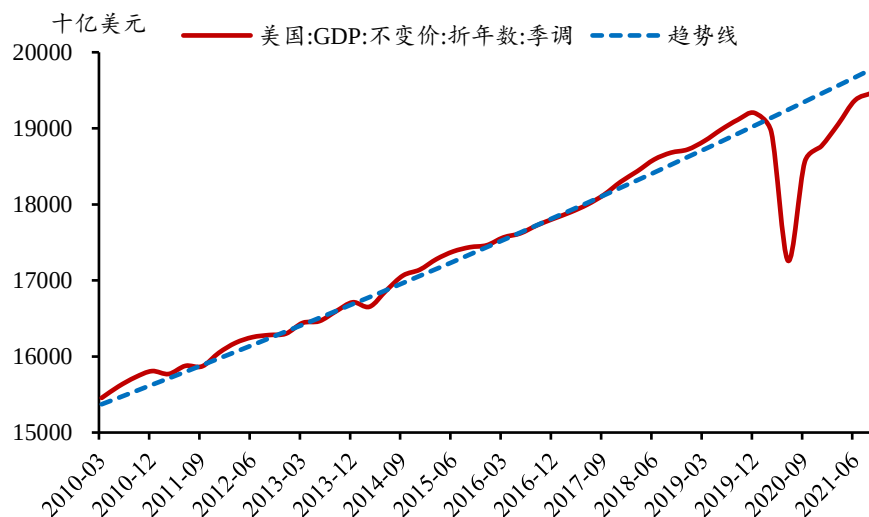
二、美联储“通胀暂时”立场有所退让, 就业市场仍存挑战

美联储对经济环境的判断出现变化, “通胀是暂时的”立场有所让步。

总体上, 鲍威尔肯定了美国经济复苏所取得的进展, 并预测随着新冠疫情病例数量进一步减少、疫苗接种取得进展, 四季度的经济增长将会加快, 实现全年强劲增长。截至 2021Q3, 美国 GDP 不变价环比折年率为 2.0%, 较 Q2 的 6.7% 下降了 4.7 个百分点, 高于 2019Q4 的 1.9%。根据 2010Q1-2019Q4 实际 GDP 构建潜在增长趋势线, 如图 1 所示, 美国经济正持续向潜在增长率回归。

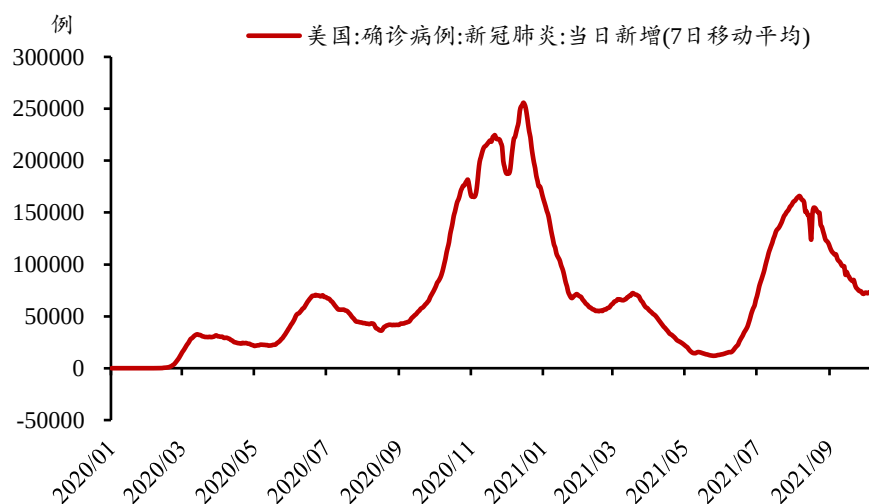
但与通胀相关表述上, 美联储在“是否暂时性”问题上似乎有所退让。鲍威尔在发布会上表示, 供需错配是导致当前部分商品价格大幅上涨的根本原因, 特别是供应链遭遇的瓶颈和中断限制了短期内生产对需求的反应速度, 生产受限的规模与持续时间都超过了美联储的预期。并且, 很难预测供应限制将持续多久、对通胀有何影响, 全球供应链恢复的时间高度不确定。尽管鲍威尔仍然预言或在明年下半年实现充分就业, 通胀数据将在明年二、三季度回落, 但美联储应对通胀的态度更加明确, 将密切关注经济发展是否符合预期, 在通胀路径或长期通胀实质性超出目标水平时, 将采用政策工具维持价格稳定。

图 1：2021 年美国经济增长持续向潜在趋势回归



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 2：9 月疫情高点后美国新增确诊病例持续减少



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

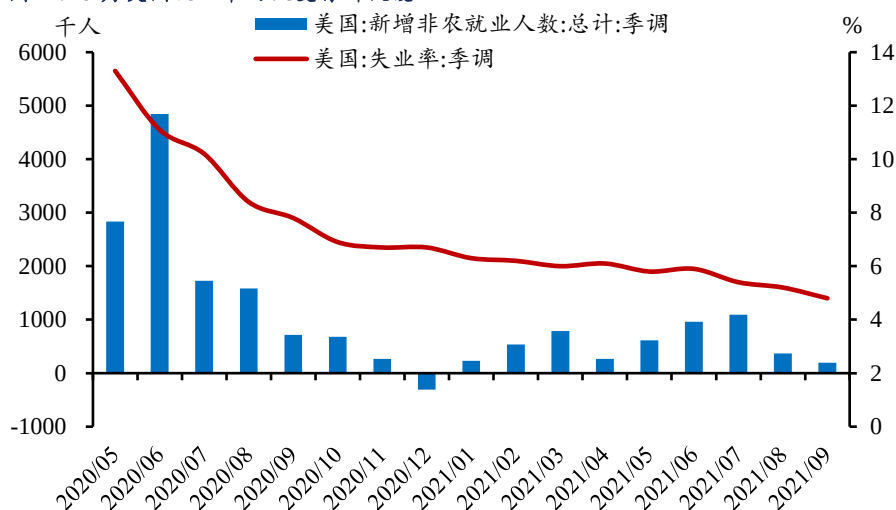
图 3：9 月美国通胀水平再创新高



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

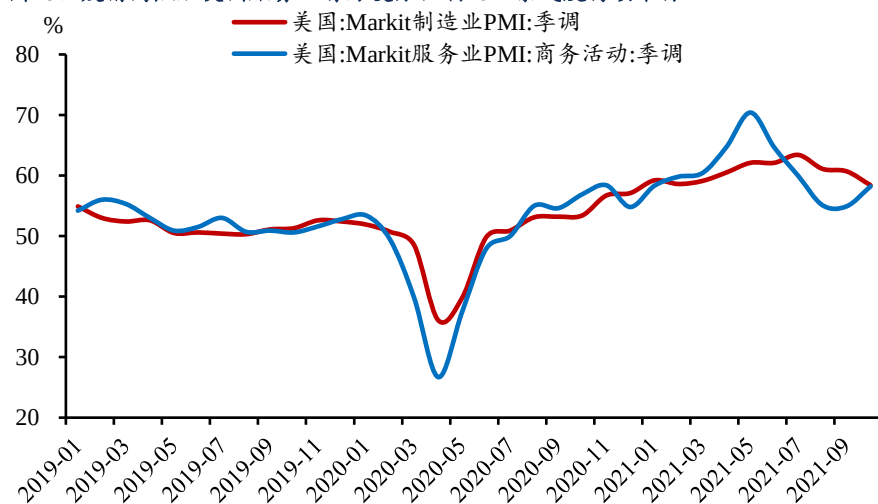
就业市场恢复有所放缓，失业率已降至美联储合意区间。美国 9 月份失业率 4.8%，进一步接近 4% 的政策目标。但从新增就业人数上看，9 月新增非农就业仅 19.4 万，明显不及市场预期的 50 万。美国劳动力市场仍然面临挑战，同样与供给端受限高度关联，8、9 月份，美国平均每月新增就业岗位约 28 万个，大幅低于 6、7 月份平均每月约 100 万个。从制造业与服务业 PMI 上看，随三季度疫情渐趋稳定，10 月份美国服务业 PMI 边际上行 3.3 个百分点至 58.2%，但制造业景气度进一步下滑 2.5 个百分点至 55.7。因此，失业率数据低估了就业缺口，后续应重点关注劳动力市场参与度的情况。

图 4：9 月美国就业市场恢复有所放缓



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 5：疫情高点后美国服务业有力复苏但制造业景气度持续下行



资料来源：Wind，信达证券研发中心

三、加息何时来，会在 2022 年吗？

Taper 步伐灵活、加息不会现在发生，结合市场反应，11 月会议政策立场偏鸽。美联储公布决议后，美股转涨，标普和道指先后反应，美元指数盘中下跌，10 年期美债收益率盘中拉升。根据决议内容，11、12 月的 Taper 步伐基本确定，但明年的情形仍给市场留有想象空间。若每月 150 亿美元的节奏不变，将在明年 6 月结束购债；若

就业和通胀组合出现不同变化，美联储有很大的概率调整 Taper 节奏，对应结束购债时点早于或晚于明年 6 月。至于加息时点，9 月议息会议上预计 2022 年加息的官员人数升至 9 人，占比达一半；9 月纽约联储调查结果显示，市场参与者预期美联储最早于 2023Q1 加息，一级交易商预期最早于 2022Q4 加息。结合鲍威尔关于就业市场和通胀在明年下半年趋于常态化的判断，我们认为加息时点最早或出现在 2022 年底。

图 6：市场参与者与一级交易商对加息的预期

Market Participants							
	Sep. 21-22	Nov. 2-3	Dec. 14-15	Jan. 25-26	Mar. 15-16	May 3-4	Jun. 14-15
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	29	29	29	29	29	29	29

	2022 Q3	2022 Q4	2023 Q1	2023 Q2	2023 Q3	2023 Q4
25th Pctl	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%	0.38%
Median	0.13%	0.13%	0.13%	0.38%	0.38%	0.63%
75th Pctl	0.13%	0.13%	0.38%	0.38%	0.63%	0.88%
# of Responses	29	29	29	29	29	29

Primary Dealers							
	Sep. 21-22	Nov. 2-3	Dec. 14-15	Jan. 25-26	Mar. 15-16	May 3-4	Jun. 14-15
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

	2022 Q3	2022 Q4	2023 Q1	2023 Q2	2023 Q3	2023 Q4
25th Pctl	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%	0.38%	0.63%
Median	0.13%	0.13%	0.13%	0.38%	0.63%	0.63%
75th Pctl	0.13%	0.25%	0.38%	0.63%	0.88%	1.13%
# of Responses	24	24	23	23	23	23

资料来源：纽约联储，信达证券研发中心

风险因素

海外疫情持续恶化，货币政策超预期收紧等。

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_28817

