

缩量宽松靴子落地

——美联储 11 月议息会议传递的信号

报告导读/核心观点

美联储在 11 月正式宣布并启动 Taper，按当前节奏（150 亿美元/月）将在 2022 年 6 月退出量化宽松。美联储开始逐渐直面通胀压力，一方面仍认为通胀是供需错配导致的临时性压力，未来将观测通胀数据决定是否加息；另一方面也提及货币政策应对供应问题的无力。我们认为本次议息会议决定以较快的速度执行 Taper 确实是为加息预留主动权，但未来是否加息仍取决于通胀压力的实际变化。实际展望明年，我们认为美联储加息的概率依然较低。一旦 2022 年 Q2 起美国通胀压力缓解并回落，通胀失控以及预期自我实现的风险被证伪（且长期通胀预期保持稳定），美联储无需加息，重心仍将聚焦于“滞”而非“胀”。股票交易事件并未影响鲍威尔的连任前景，未来美联储政策风格仍有可能延续。

正式官宣 Taper，按当前节奏 2022 年 6 月将正式完成量化宽松退出

购债规模方面，美联储宣布在 11 月正式启动 Taper，未来每个月将按照 150 亿美元/月的节奏线性收缩购债规模（100 亿美元国债+50 亿美元 MBS）。按当前速率，美联储将在 2022 年 6 月完成量化宽松的退出。但同时议息声明也指出，如果经济前景变化也随时准备好回调购债规模。整体基调基本符合会前的市场预期。

利率区间方面，美联储维持基准利率为 0%-0.25% 区间，逆回购利率与超额准备金利率（IOER）维持不变，符合预期。

承认通胀压力但整体仍持“临时通胀论”，提及货币政策应对供应问题较为无力一是议息声明中仍然认为“通胀是临时性压力，由疫情和经济重启产生的供需不平衡所致；疫苗注射和供应链问题的缓解可以改善就业和通胀压力”。

二是会后声明提及“供应链问题使得通胀远超 2% 的长期目标，且持续时间长于此前预期；仍然认为通胀是由疫情导致的供需错配所引发；美联储工具箱在缓解供应问题方面较为无力；仍然认为未来供需缺口会弥合，但供应链较为复杂，恢复的时间具有不确定性，如果看到通胀或长期通胀预期持续高于我们的目标，也会使用工具来维持价格平衡，未来会持续谨慎观测；退出量化宽松和加息的时间点没有任何直接联系。”整体来看，美联储开始逐渐直面通胀压力，一方面提及货币政策应对供应问题的无力，另一方面提及如果通胀持续超预期将动用价格型工具。我们认为本次议息会议决定以较快的速度执行 Taper 确实是为加息预留主动权，但未来是否加息仍取决于通胀压力的实际变化。

拜登政府和美联储双线作战，前者重点解决通胀问题，后者短期聚焦就业问题我们认为当前美国在面对“滞胀”压力时双线作战的特征比较明确，政府重在应对通胀、美联储应对就业和增长。缓解通胀压力主要通过拜登的国内行政调节以及外交斡旋，包括：一是持续向 OPEC 施压要求增产；二是加速伊核协议的谈判进程；三是在贸易领域与中国局部缓和；四是加速美国港口运行缓解供应链压力。短期美联储的重点仍在稳增长，主要发挥需求调控作用的货币政策在面对供给导致的通胀问题时较为乏力。从“缩量-加息-缩表”的政策顺序考虑，当前阶段启动 Taper 并力争在 2022 年年中附近较快结束量化宽松只是为加息预留了主动权（有别于 2013 年相机抉择的退出方式），以便 2022 年通胀风险超出预期时可以及时行动。但实际展望明年，我们认为美联储加息的概率依然较低。一旦 2022 年 Q2 起美国通胀压力逐步缓解并持续回落（详细请参考 2022 年策略报告《先立后破，产业突围》），通胀失控以及通胀预期自我实现的风险被证伪（且长期通胀预期保持稳定），美联储实际无需加息，反而更应该在平均通胀目标制的框架下谨慎呵护通胀预期，防止过快加息导致长期通胀预期继续跌回 2% 以下形成与实际通胀互相拖累的负向循环。未来美联储的政策重心仍将聚焦于“滞”而非“胀”。

股票交易事件并未影响鲍威尔的连任前景，未来美联储政策风格仍有可能延续年内关于货币政策的另外一项不确定性因素来自美联储主席的任命。我们认为下一任美联储主席人选有较大可能在 11 月提名。拜登的综合财政刺激方案《重建美国计划》在经历大幅缩水（由 3.5 万亿缩水至 1.75 万亿）后党内分歧已经较小，曼钦等温和派党员虽然当前仍持反对意见，但预计压力将逐步缓解，落地前景逐渐光明，拜登后续可能逐步将工作重心转向联储主席提名并于 11 月份确认下一任主席人选。

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

联系人：林成炜

执业证书编号：S1230120080050

邮箱：linchengwei@stocke.com.cn

相关报告

报告撰写人： 李超

从现状来看，鲍威尔的连任前景依然较为光明。根据已有表态来看，鲍威尔仍是耶伦以及拜登高级顾问团队支持的人选。即便经历“股票交易风波”，也仅有民主党左翼议员沃伦公开抨击并反对重新任命鲍威尔。相对其主要竞争对手布雷纳德，鲍威尔的共和党背景反而成为其提名优势。换言之，提名民主党背景的布雷纳德（相较鲍威尔，对银行的监管理念较为鹰派，主张加强压力测试、金融机构清算重整测试、限制金融机构派息回购等）可能会在参议院投票过程中遭到共和党议员大量反对，但提名共和党背景的鲍威尔可能阻力较小，无需拜登耗费过多的政治资本。整体来看，我们认为鲍威尔连任可能性依然较高，未来联储的政策和政策风格仍将有较强的延续性。

□ 年内美债收益率宽幅震荡小幅下行，美股仍有上行空间，美元将逐步趋于下行。本次议息会议前市场一致预期美联储将于 11 月宣布 Taper，正式启动的时间点则存在小幅分歧（部分预期 12 月正式启动）；最终联储决定于 11 月立即启动 Taper 略微快于市场预期，但整体基调并未产生明显偏离（包括不将加息与 Taper 时间点做绑定、仍然认为通胀是临时性压力等）。展望未来资产价格：

美债方面，我们此前判断美债收益率本轮反弹难破年内前高，尤其是 Taper 公布后上行动力将逐步衰竭，目前看该观点已基本兑现；昨日会议期间美债收益率在声明公布后先是小幅上行，而后回落并基本回吐此前涨幅，上行动力不足。展望未来，Taper 预期落地叠加市场对年内美国通胀上行风险进行充分计价（10 年期通胀预期已经升至 2.6% 附近）后，美债收益率持续大幅上行的动力不足，短期内预计将呈现宽幅震荡，中枢缓慢下移的走势。

美股方面，我们此前坚定认为 9 月的阶段性回调后美股仍有上行动力，这一观点已逐步兑现；昨日会议期间美股同样持续上行，在没有出现超预期收紧信号的情况下美股上行动力仍然充足。展望未来，在美联储政策基调大体未变（对临时性通胀的看法没有出现根本性转变）、美股盈利数据突出的背景下，道指、纳指在年内仍有可能继续上行再创新高，但 2022 年 Q2 需警惕美股回调风险。

美元方面，我们此前判断伴随 Taper 预期落地以及欧洲补库即将滞后于美国启动，美元指数在年内预计重回下行通道。从昨日美元表现看，美元指数在声明公布后先上后下，最终小幅收跌，短期走势来看符合我们此前判断。

风险提示：DELTA 疫情超预期导致宽松周期延长；通胀超预期导致美联储快速收紧。

1. 重要图表

表 1：历任美联储主席的党派、任期以及提名情况

历任美联储主席	所属党派	任期时间	是否曾由跨党派总统提名
哈丁	民主党	1916 年 8 月-1922 年 8 月	是
克里辛格	民主党	1923 年 5 月-1927 年 9 月	是
杨	共和党	1927 年 9 月-1930 年 8 月	否
迈耶	共和党	1930 年 9 月-1933 年 5 月	否
布莱克	民主党	1933 年 5 月-1934 年 8 月	否
埃克尔斯	共和党	1934 年 11 月-1948 年 2 月	是
麦凯布	共和党	1948 年 4 月-1951 年 3 月	是
马丁	民主党	1951 年 4 月-1970 年 2 月	是
伯恩斯	共和党	1970 年 2 月-1978 年 3 月	否
米勒	民主党	1978 年 8 月-1979 年 8 月	否
沃尔克	民主党	1979 年 8 月-1987 年 8 月	是
格林斯潘	共和党	1987 年 8 月-2006 年 1 月	是
伯南克	共和党	2006 年 2 月-2014 年 2 月	是
耶伦	民主党	2014 年 2 月-2018 年 2 月	否
鲍威尔	共和党	2018 年 2 月至今	否

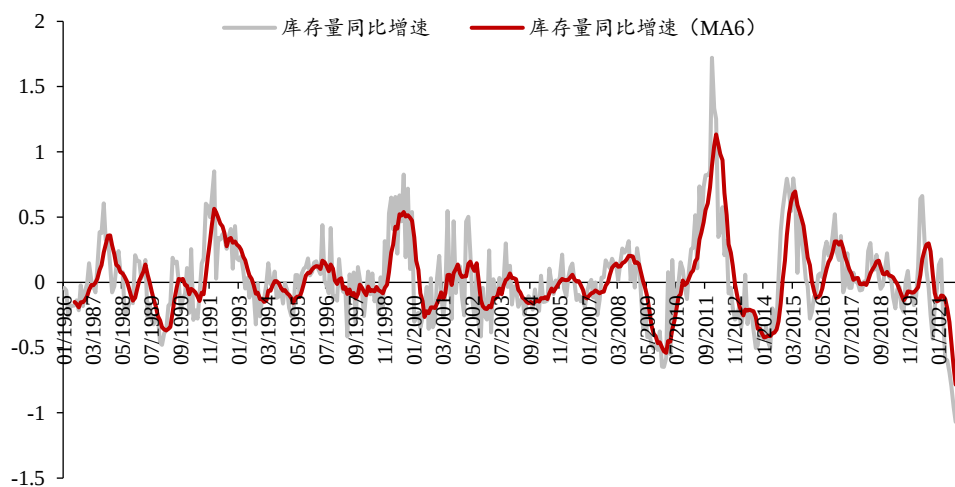
资料来源：Wikipedia，浙商证券研究所

表 2：当前美联储官员所属党派及政策倾向

当前美联储官员	职位	所属党派	政策倾向	任期到期时间
鲍威尔	美联储主席	共和党	鸽派	2022.2
克拉里达	美联储副主席	共和党	鸽派	2022.9
鲍曼	美联储委员	共和党	中立	2034.1
布雷纳德	美联储委员	民主党	鸽派	2026.1
夸尔斯	美联储委员（监管副主席）	共和党	中立	监管副主席 2021.10 到期
瓦莱	美联储委员	共和党	鸽派	2030.1
巴金	里士满联储行长	/	中立	
波斯蒂奇	亚特兰大联储行长	/	中立	
戴利	旧金山联储行长	/	中立	
埃文斯	芝加哥联储行长	/	鸽派	
威廉姆斯	纽约联储行长	/	中立	

资料来源：美联储，Bloomberg，浙商证券研究所

图 1：欧盟预计将于 2021 年 Q4 或 2022 年 Q1 进入补库阶段（%）



资料来源：CEIC，浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10%~+20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

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_29087

