

2021 年 10 月 31 日

美联储转“鹰”的下一步

宏观经济研究团队

——宏观经济专题

赵伟（分析师）

zhaowei1@kysec.cn

证书编号：S0790520060002

曹金丘（联系人）

caojinqiu@kysec.cn

证书编号：S0790120080057

放眼当下，美联储年内启动 Taper 几成定局，对市场的扰动趋于弱化。参照上一轮货币政策正常化经验来看，美联储加息预期的升温对市场的影响更值得关注。

● 9月以来，美联储频频放“鹰”，持续扰动市场情绪

9月以来，美联储多位官员频频释放“鹰派”信号，例如“最早在 11 月启动 Taper”、“2022 年加息”等。9月以来，美联储多位官员一改前期“鸽派”立场，开始吹风货币政策正常化。例如，美联储主席鲍威尔公开表示，“最早可以在 11 月启动 Taper”；博斯蒂克（2021 年票委）的态度更为激进，“预计 2022 年下半年加息”。伴随美联储频频放“鹰”，美股等波动放大，美元随之走强，10Y 美债利率也重拾升势。美联储大幅转“鹰”的背景下，市场风险偏好一度快速回落，拖累美股等主要全球主要股指的表现，标普 500、纳斯达克 9 月以来的最大回撤分别是 5.2%、7.2%。与此同时，美元指数站稳 94 关口，10Y 美债利率上行至 1.6%附近。

● 美联储政策立足于经济基本面，核心目标是就业最大化与物价稳定

作为具有“政治”独立性的货币政策主管机构，美联储的核心目标是实现就业最大化与物价稳定。1977 年《联邦储备系统改革法》公布后，美联储明确了就业最大化与物价稳定的双重目标，并沿用至今。美联储货币政策的执行主体是 FOMC，后者相对稳定的人事结构、公开透明的决策机制，保证了政策的独立性与效果。

双重目标下，美联储政策主要立足于经济基本面，有时也会因金融环境变化而作出相应调整。历史经验显示，美联储一直紧盯经济基本面，往往在经济向好、通胀抬升阶段通过加息等收紧货币，反之则放松货币。此外，在爆发流动性危机等极端情况下，美联储也会充当最终贷款人，通过降息及 QE 等方式释放流动性。

● 眼下，Taper 对市场的扰动趋于弱化，加息预期的变化更值得关注

美国经济的韧性或将强于大多预期、通胀形势不是“暂时性”的认识，或使得美联储货币政策正常化未来将有所加快。美国 9 月 ISM 制造业 PMI 重回 60%以上，就业市场与消费也持续加速修复，库存回补动能强劲，均显示经济内生动能韧性十足。通胀及通胀预期持续大幅抬升，则指向通胀大概率不是“暂时的”。美联储货币政策正常化加快，不仅表示年内启动 Taper，还吹风 2022 年加息。

经验显示，Taper 对市场走势的实际影响相对有限，加息预期的升温对市场的影响更值得关注。历史回溯来看，2013 年底宣布 Taper、次月实施，美股、美债、美元等主要资产反应略显平淡；但随着加息预期升温，主要市场的调整加快。综合考虑，未来 2-3 个季度内，需警惕美联储主要官员（尤其是 FOMC 委员）政策立场继续转“鹰”、利率点阵图调整等，引发加息预期继续升温、加剧市场波动。

● 风险提示： 全球爆发“黑天鹅”事件。

目 录

| | |
|--|----|
| 1、 周度专题：美联储转“鹰”的下一步 | 4 |
| 1.1、 9月以来，美联储频频放“鹰”，持续扰动市场情绪 | 4 |
| 1.2、 美联储政策立足于经济基本面，核心目标是就业最大化与物价稳定 | 6 |
| 1.3、 眼下，Taper 对市场的扰动趋于弱化，加息预期的变化更值得关注 | 9 |
| 2、 大类资产回溯：美元指数再度站上 94 口关 | 13 |
| 3、 重点关注：美国 10 月 FOMC 议息会议 | 15 |
| 4、 数据跟踪：美国 3 季度 GDP 环比不及预期 | 15 |
| 4.1、 美国数据 | 15 |
| 4.1.1、 美国 3 季度 GDP 环比不及预期，商品消费为主要拖累项 | 15 |
| 4.1.2、 美国 9 月耐用品订单环比小幅下降，9 月核心 PCE 物价指数同比略低于预期 | 16 |
| 4.1.3、 美国 9 月成屋签约指数增速不及预期，9 月新屋销售总数高于预期 | 17 |
| 4.1.4、 当周 EIA 原油库存回升，当周初请失业金人数低于预期 | 17 |
| 4.2、 欧洲数据 | 18 |
| 4.2.1、 欧元区 10 月 CPI 同比再创 2008 年以来新高 | 18 |
| 4.2.2、 德国 10 月 IFO 商业景气指数不及预期，11 月 Gfk 消费者信心指数高于预期 | 18 |
| 5、 风险提示 | 19 |

图表目录

| | |
|---|----|
| 图 1： 9 月，VIX 指数一度冲高 | 5 |
| 图 2： 9 月以来，美股等全球主要股指的波动明显放大 | 5 |
| 图 3： 9 月以来，美元指数走强 | 5 |
| 图 4： 9 月以来，10Y 美债利率重拾升势 | 5 |
| 图 5： 美联储货币政策的核心目标，是为了实现就业最大化与物价稳定 | 6 |
| 图 6： 联储理事的任期达到 14 年；在没有理事提前辞职的情况下，每位总统在 4 年任期内仅能提名 2 位新理事 | 7 |
| 图 7： 美联储 FOMC 轮值委员，由 11 个地方联储主席轮流担任 | 7 |
| 图 8： 美联储货币政策实施，主要立足于经济基本面 | 8 |
| 图 9： 2015 至 2018 年，美联储先后加息、缩表 | 8 |
| 图 10： 2019 年，美联储实施“预防式降息” | 8 |
| 图 11： 1987 年，美联储降息 68.75bp 以稳定金融市场 | 9 |
| 图 12： 2020 年，美联储降息 150bp 以稳定金融市场 | 9 |
| 图 13： 美国 ISM 制造业 PMI 指数维持高位 | 9 |
| 图 14： 美国私人库存对 GDP 的环比拉动率由负转正 | 9 |
| 图 15： 美国实际库存回补的动能依然强劲 | 10 |
| 图 16： 美国居民薪酬收入增速维持高位 | 10 |
| 图 17： 美国因疫情减少的就业人数已修复至 78% | 10 |
| 图 18： 美联储预计将于 2021 年年底正式启动 Taper | 10 |
| 图 19： 美联储在经济向好、通胀抬升阶段加息，反之则降息 | 11 |
| 图 20： 越来越多的迹象指向通胀并非“暂时的” | 11 |
| 图 21： 美国 CPI 通胀扩散范围越来越广 | 11 |
| 图 22： 回溯历史，加息预期对美元指数走势的影响较大 | 11 |
| 图 23： 回溯历史，加息预期对美股走势的影响较大 | 11 |
| 图 24： 回溯历史，加息预期对 10Y 美债走势的影响较大 | 12 |

| | |
|---|----|
| 图 25: 回溯历史, 加息预期对黄金走势的影响较大 | 12 |
| 图 26: 3 月会议中, 美联储有 4 位官员预计 2022 年加息 | 12 |
| 图 27: 9 月会议中, 美联储有 9 位官员预计 2022 年加息 | 12 |
| 图 28: 当周, 美元上涨, 英镑、欧元下跌 | 13 |
| 图 29: 当周, 美元指数上涨 | 13 |
| 图 30: 当周, 主要国家 10Y 国债收益率走势分化 | 14 |
| 图 31: 当周, 10Y 美债收益率震荡下行 | 14 |
| 图 32: 当周, 全球主要股指涨跌分化 | 14 |
| 图 33: 当周, 纳斯达克上涨, 恒指下跌 | 14 |
| 图 34: 当周, WTI、Brent 原油价格双双下跌 | 14 |
| 图 35: 当周, COMEX 黄金价格下跌 | 14 |
| 图 36: 美国 3 季度 GDP 环比 (季调) 折年率不及预期 | 15 |
| 图 37: 美国 3 季度 GDP 环比增速低于近 30 年均值水平 | 15 |
| 图 38: 美国 3 季度私人消费走弱, 私人投资反弹 | 16 |
| 图 39: 美国 3 季度 GDP 不及预期, 主因私人消费走弱 | 16 |
| 图 40: 美国服务消费表现强劲, 商品消费表现疲软 | 16 |
| 图 41: 汽车及其零部件消费为主要拖累项 | 16 |
| 图 42: 美国 9 月耐用品订单环比小幅下降 | 17 |
| 图 43: 美国 9 月核心 PCE 物价指数同比略低于预期 | 17 |
| 图 44: 美国 9 月成屋签约指数同比、环比均不及预期 | 17 |
| 图 45: 美国 9 月新屋销售总数高于预期 | 17 |
| 图 46: 美国当周 EIA 原油库存回升 | 18 |
| 图 47: 美国当周初请失业金人数低于预期 | 18 |
| 图 48: 欧元区 10 月 CPI 同比再创 2008 年以来新高 | 18 |
| 图 49: 欧元区 10 月 CPI 环比高于预期 | 18 |
| 图 50: 德国 10 月 IFO 商业景气指数不及预期 | 19 |
| 图 51: 德国 11 月 Gfk 消费者信心指数高于预期 | 19 |
| 表 1: 美联储官员集体支持尽快启动 Taper, 并开始讨论加息时点 | 4 |
| 表 2: 1977 年后, 美联储明确了就业最大化与物价稳定的双重目标制 | 6 |
| 表 3: 美联储一般在每年召开 8 次 FOMC 议息会议, 偶尔也会临时补充开会 | 7 |
| 表 4: 海外重点数据发布日期情况 | 15 |

1、周度专题：美联储转“鹰”的下一步

事件：近期来看，美联储年内启动 Taper 几成定局，对市场的扰动趋于弱化。

资料来源：Fed

1.1、9月以来，美联储频频放“鹰”，持续扰动市场情绪

9月以来，美联储多位官员频频释放“鹰派”信号，例如“最早在 11 月启动 Taper”、“2022 年加息”等。2021年上半年，美联储货币政策态度维持宽松不变，主席鲍威尔反复强调“尚未达到启动 Taper 的时机”。但 9 月以来，美联储多位官员一改前期“鸽派”立场，开始吹风货币政策正常化。例如，美联储主席鲍威尔公开释放“鹰派”信号，“最早可以在 11 月启动 Taper”；亚特兰大联储主席博斯蒂克（2021 年票委）的态度更为激进，“支持尽快启动 Taper，预计 2022 年下半年实施加息”。

表1：美联储官员集体支持尽快启动 Taper，并开始讨论加息时点

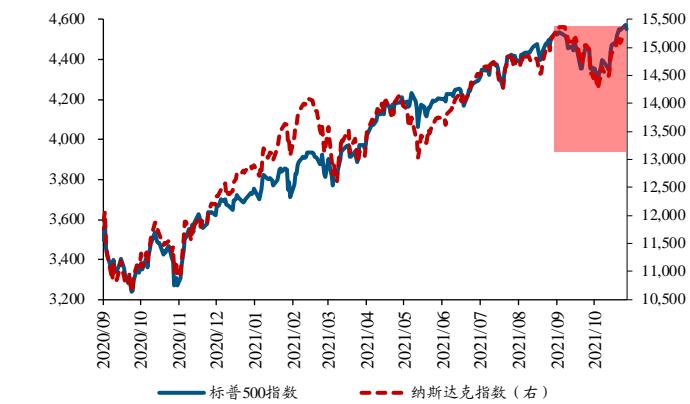
| 姓名 | 职位 | 过去表态 | 最新表态 |
|------------------------|----------------------|--|---|
| Jerome Powell | 主席 | 一次性的物价上涨不一定会促进通胀 | 最早可以在 11 月会议上启动缩减购债 |
| Richard Clarida | 副主席 | 非常重视通胀预期，预计通胀压力是暂时的 | 如果劳动力市场继续如期增长，将支持缩减购债 |
| John C. Williams | 纽约联储主席 | 2021 年通胀可能会上升，2022 年可能下降 | 购债可能“很快”就会放缓，预计在 2022 年年中结束 |
| Randal Quarles | 金融监管副主席 | 高通胀很可能是暂时的，未来会议上讨论 Taper | 美联储在通胀问题上的观点可能是错误的 |
| Lael Brainard | 理事 | 有充分的理由认为高通胀是暂时的 | 就业形势很快将达到缩减购债门槛 |
| Michelle Bowman | 理事 | 预计通胀会暂时上升 | 预计最早在 11 月份议上开始缩减购债 |
| Chris Waller | 理事 | 美联储乐意让通胀超过 2% | 支持开始缩减购债，并在 2022 年年中之前结束 |
| Thomas I. Barkin | 里士满联储主席 2021 年票委 | 劳动力市场还没有恢复到可以缩减购债规模的程度，预计第四季度通胀将有所缓解 | 支持开始政策正常化的进程，加息最终取决于通货膨胀和劳动力市场 |
| Raphael W. Bostic | 亚特兰大联储主席 2021 年票委 | 高通胀阶段将“比预期更长”；关于缩减购债的问题可能在 3-4 个月内做出决定 | 支持尽快开始缩减购债，预计 2022 年下半年将加息 1 次，2023 年将加息 3 次 |
| Mary C. Daly | 旧金山联储主席 2021 年票委 | 通胀上升是暂时的，距通胀和就业目标很远 | 已经到了可以缩减购债的时间，加息还为时尚早 |
| Charles L. Evans | 芝加哥联储主席 2021 年票委 | 美联储可能需几个月的时间来确定 Taper 的时机 | 预计从 2021 年年底开始缩减购债，到 2022 年年中结束 |
| Eric Rosengren (退休) | 波士顿联储主席 2022 年票委 | 美联储将继续购买资产，直到在降低失业率和提高通胀方面取得实质性进展 | 支持缩减购债，在 2022 年年中结束 |
| James Bullard | 圣路易斯联储主席 2022 年票委 | 预计 2021 年通胀率在 2.5%-3% 之间 | 预计从 11 月开始缩减购债，一旦缩减购债完成应尽快启动加息，预计 2022 年将加息 2 次 |
| Loretta Mester | 克利夫兰联储主席 2022 年票委 | 美联储应该有条不紊地缩减购债规模 | 预计 11 月开始缩减购债，2022 年将加息 |
| Esther L. George | 堪萨斯联储主席 2022 年票委 | 正在密切关注工资是否有通胀的迹象 | 取得进一步实质性进展的标准已经达到 |

资料来源：Fed、开源证券研究所

伴随美联储频频放“鹰”，美股等主要权益市场表现受到拖累、波动明显放大。美联储政策态度大幅转“鹰”的背景下，全球资本市场的情绪受到了明显冲击。数据显示，9月以来，衡量市场避险情绪的VIX指数，最高升破25。避险情绪快速升温等影响下，美股等主要全球权益市场走势由单边上涨改为宽幅震荡。其中，标普500、纳斯达克9月以来的最大回撤分别达到了5.2%、7.2%。

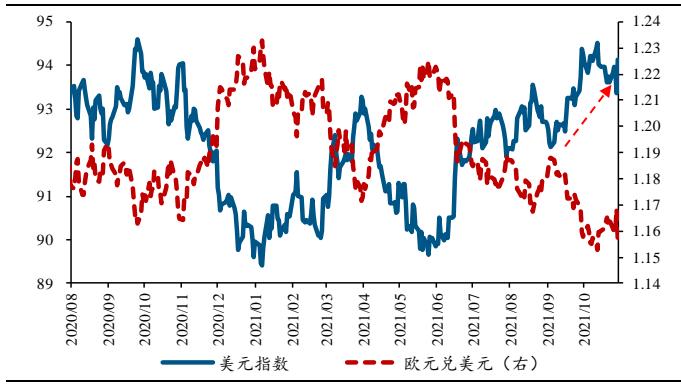
图1：9月，VIX指数一度冲高


数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：9月以来，美股等全球主要股指的波动明显放大


数据来源：Wind、开源证券研究所

其他市场方面，美元汇率表现强劲，10Y美债利率也重新回到上行通道。美元指数走势，主要取决于美国与非美经济体（主要是欧元区）的经济形势及政策立场差异。由于美联储率先放“鹰”、欧央行坚持宽松立场不变，美元指数由92附近快速上涨、站稳94关口。同样，在美联储“鹰派”信号的影响下，10Y美债利率也结束前期低位震荡状态，由1.3%以下快速上行至1.6%附近。

图3：9月以来，美元指数走强


数据来源：Wind、开源证券研究所

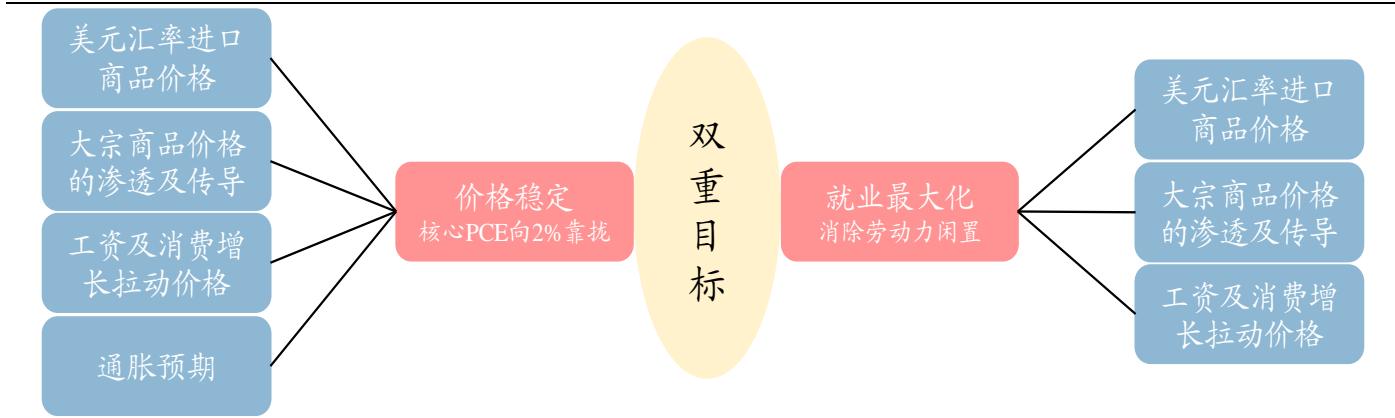
图4：9月以来，10Y美债利率重拾升势


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、美联储政策立足于经济基本面，核心目标是就业最大化与物价稳定

历史回溯来看，美联储的货币政策，是为了实现就业最大化与物价稳定的双重目标。美联储货币政策的双重目标制，最早可追溯至1977年《联邦储备系统改革法》。该法案在1946年《就业法案》的基础上，明确了美联储的政策目标是就业最大化与物价稳定的双重目标，并沿用至今^①。期间，伴随美国经济结构及金融系统的不断变化，美联储货币政策的中介目标，也经历了“M1—M2—联邦基金利率”的转变。

图5：美联储货币政策的核心目标，是为了实现就业最大化与物价稳定



资料来源：Fed、开源证券研究所

表2：1977年后，美联储明确了就业最大化与物价稳定的双重目标制

| 时间 | 时任美联储主席 | 货币政策目标 | 货币政策中介目标 | 中介目标转变原因 |
|-----------|---------|--------|----------|---------------------------------|
| 1978-1979 | 威廉·米勒 | | 货币供应量 M1 | 美联储通过控制 M1 供给压制通胀 |
| 1979-1982 | 保罗·沃尔克 | 就业最大化 | | |
| 1982-1987 | | 物价稳定 | 货币供应量 M2 | 金融创新与货币形式变化，美联储难以通过调控 M1 满足政策目标 |
| 1987-1994 | 艾伦·格林斯潘 | 适度长期利率 | | |
| 1994-2006 | | | | |
| 2006-2012 | 本·伯南克 | | | |
| 2012-2014 | | 物价稳定 | | |
| 2014-2018 | 珍妮特·耶伦 | 就业最大化 | 联邦基金利率 | 金融脱媒与家庭资产负债结构调整下，M2 与经济增速逐渐脱钩 |
| 2018-2020 | | | | |
| 2020 至今 | 杰罗姆·鲍威尔 | 就业最大化 | | |
| | | 物价稳定 | | |

资料来源：Fed History、开源证券研究所

美联储相对稳定的人事结构、公开透明的决策机制，保证了货币政策的独立性与落地效果。美联储货币政策的执行主体是联邦公开市场操作委员会（FOMC），包括7个理事、纽约联储主席，以及4个地方联储主席（11个地方联储主席轮流担任）。FOMC 相对稳定的人事结构，帮助美联储最大程度上免受外部干扰。原因在于，美联储理事的任期达到14年，远远超过总统的4年；同时，在没有理事提前辞职的情况下，每位总统在4年任期内仅能提名2位新理事，且需间隔两年。FOMC 一般每年固定召开8次议息会议，以保证货币政策的沟通效率及执行效果，偶尔也会补开。

^① 自此以后，美联储只是分别在2012年、2020年调整了就业与通胀的相对重要程度。

图6: 联储理事的任期达到 14 年; 在没有理事提前辞职的情况下, 每位总统在 4 年任期内仅能提名 2 位新理事

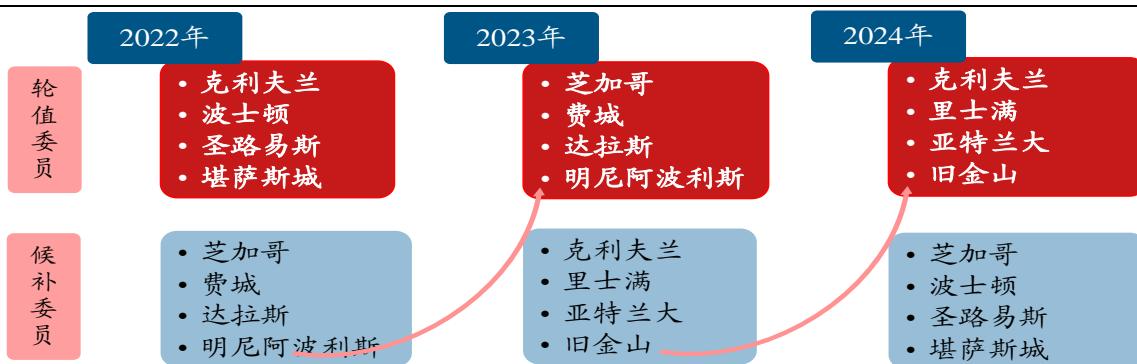
| 鲍威尔 | 理事 | 主席 | 主席(待定) | 理事 | | | |
|------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|
| 克拉里达 | | 副主席 | | | | | |
| 夸尔斯 | 接任 | | | 理事 | | | |
| 布雷纳德 | | 理事 | | | | | |
| 鲍曼 | 接任 | | | 理事 | | | |
| 沃勒 | | | 接任 | | | | |
| 耶伦* | 副主席 | 主席 | | | | | |
| 年份 | 2009 2010 2011 2012 | 2013 2014 2015 2016 | 2017 2018 2019 2020 | 2021 2022 2023 2024 | 2025 2026 2027 2028 | 2029 2030 2031 2032 | 2033 2034 2035 2036 |
| 总统 | 奥巴马 | 特朗普 | 拜登 | 待定 | 待定 | 待定 | 待定 |

注1: 由于每任理事席位均应持续14年, 当某任理事因故提前离任时, 总统可提名接任人选填补其剩余任期并交由参议院投票表决

注2: 前美联储主席耶伦已于2018年辞职, 暂无人接任该理事席位

资料来源: Fed、开源证券研究所

图7: 美联储 FOMC 轮值委员, 由 11 个地方联储主席轮流担任



资料来源: Fed、开源证券研究所

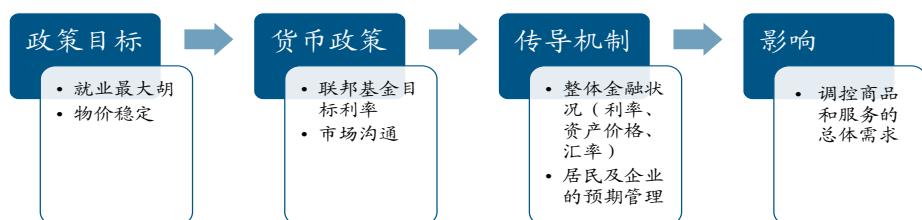
表3: 美联储一般在每年召开 8 次 FOMC 议息会议, 偶尔也会临时补充开会

| 美联储议息会议声明对比 | | | | | | | | | |
|-------------|---------------|---------------------|-------------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|------------|
| FOMC会议时间 | 2020/1/30 | 2020/3/3 | 2020/3/15 | 2020/4/29 | 2020/6/10 | 2020/7/29 | 2020/9/17 | 2020/11/4 | 2020/12/16 |
| FOMC会议决策 | 不降息 | 临时降息 | 降息 | 不降息 | 不降息 | 不降息 | 不降息 | 不降息 | 不降息 |
| 联邦基金利率 | 1.5%-1.75% | 1.0%-1.25% | 0%-0.25% | 0%-0.25% | 0%-0.25% | 0%-0.25% | 0%-0.25% | 0%-0.25% | 0%-0.25% |
| 投票结果 | 全票通过 | 全票通过 | 9:1通过 | 全票通过 | 全票通过 | 8:2通过 | 全票通过 | 全票通过 | 全票通过 |
| 经济活动 | 温和增长 | | 温和增长 | 大幅降温 | 大幅降温 | 近期有所升温 | 近期有所升温 | 近期继续修复 | 近期继续修复 |
| 劳动力市场 | 保持强劲 | | 保持强劲 | 出现严重失业潮 | 出现严重失业潮 | 近期有所改善 | 近期有所改善 | 近期继续修复 | 近期继续修复 |
| 失业率 | 保持低位 | | 保持低位 | | | | | | |
| 消费支出 | 温和增长 | | 温和增长 | | | | | | |
| 商业投资 | 一直疲软 | | 一直疲软 | | | | | | |
| 融资环境 | | | 显著恶化 油价暴跌、 拖累通胀预期 | 有所改善 | 有所改善 | 有所改善 | 维持宽松 | 维持宽松 | |
| 12个月通胀预期 | 有所下降、 低于2% | | 有所下降、 低于2% | 油价暴跌、 拖累通胀预期 | 油价暴跌、 拖累通胀预期 | 油价暴跌、 拖累通胀预期 | 油价暴跌、 拖累通胀预期 | 油价暴跌、 拖累通胀预期 | |
| 近期经济前景评估 | 不确定性仍存 | 依然强劲, 但疫情增加了不确定性 | 疫情显著提升了不确定性 | 面临巨大下行风险 | 面临巨大下行风险 | 面临巨大下行风险 | 面临巨大下行风险 | 面临巨大下行风险 | |
| 政策立场 | | | 维持当前宽松立场不变 | 维持当前宽松立场不变 | 维持当前宽松立场不变 | 维持当前宽松立场不变 | 维持当前宽松立场不变 | 维持当前宽松立场不变 | |

资料来源: Fed、开源证券研究所

双重目标制下，美联储货币政策实施，主要立足于经济基本面。历史经验显示，美联储一直紧盯经济基本面，往往在经济向好、通胀抬升阶段通过加息等收紧货币，反之则放松货币。例如，2015至2018年，伴随美国经济加速回归常态化，美联储先是启动加息；由于担心长期的低利率环境引发经济过热，美联储随后开启了缩表进程、腾挪政策操作空间。与此相反的是，2019年7月，伴随美国经济内生动能走弱及下行风险显著增加，美联储实施了3次“预防式降息”。

图8：美联储货币政策实施，主要立足于经济基本面



资料来源：Fed、开源证券研究所

图9：2015至2018年，美联储先后加息、缩表

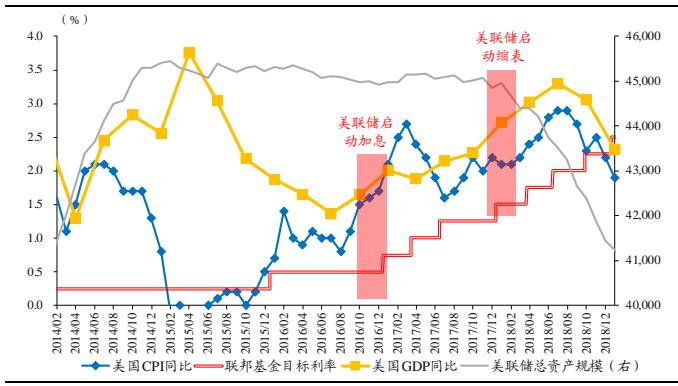
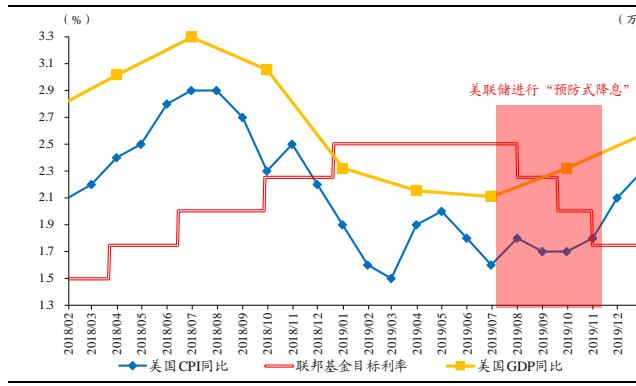


图10：2019年，美联储实施“预防式降息”



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_28467

