

2021 年 10 月 31 日

宏观研究团队

美联储转“鹰”的下一步

——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。

相关研究报告

《宏观经济专题-当下宏观分析的三大“误区”》-2021.10.28

《宏观经济专题-2022 年，CPI 通胀的核心变量》-2021.10.28

《宏观经济点评-出口景气下，中游行业利润暂回升》-2021.10.27

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 关口	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，一旦缩减购债完成就应尽快启动加息，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%。

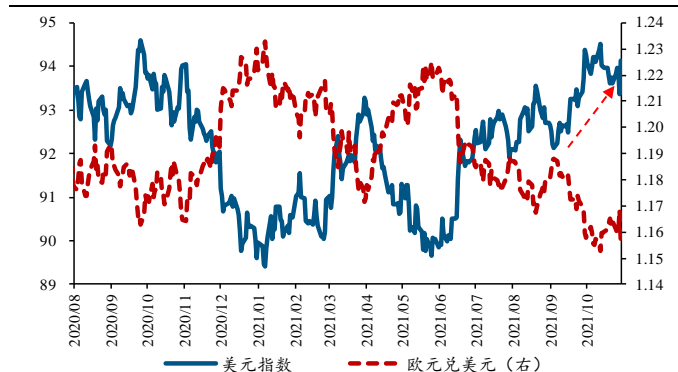
图1：9月，VIX 指数一度冲高


数据来源：Wind、开源证券研究所

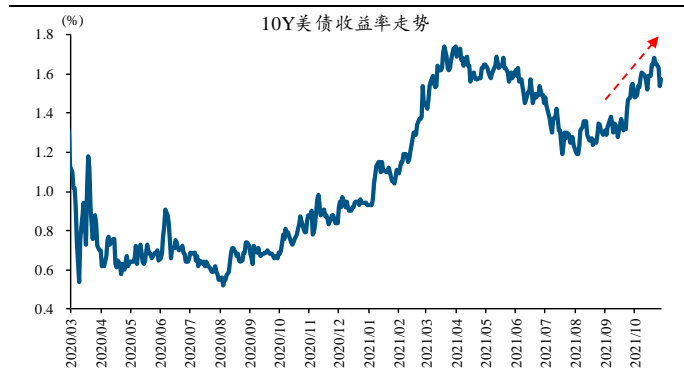
图2：9月以来，美股等全球主要股指的波动明显放大


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

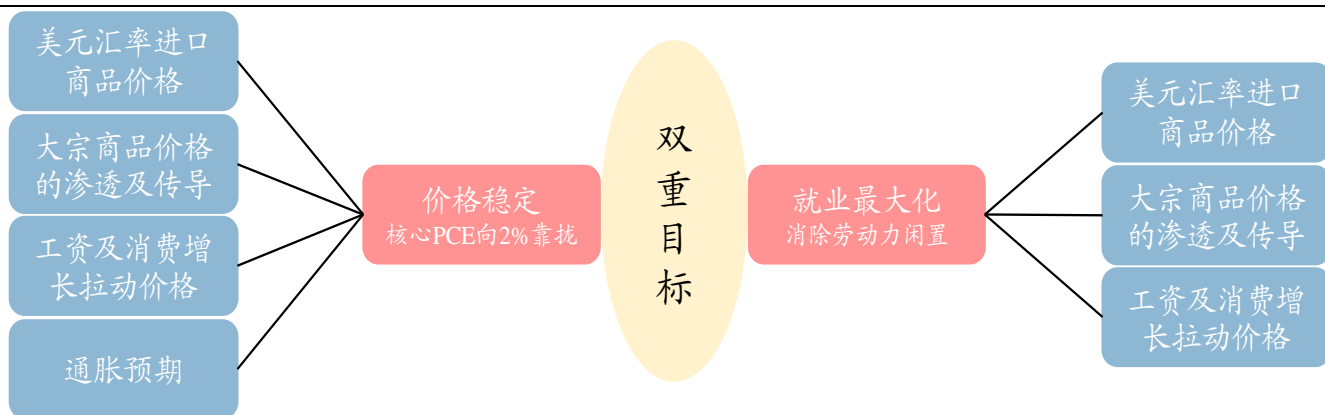
图4：9月以来，10Y 美债利率重拾升势


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

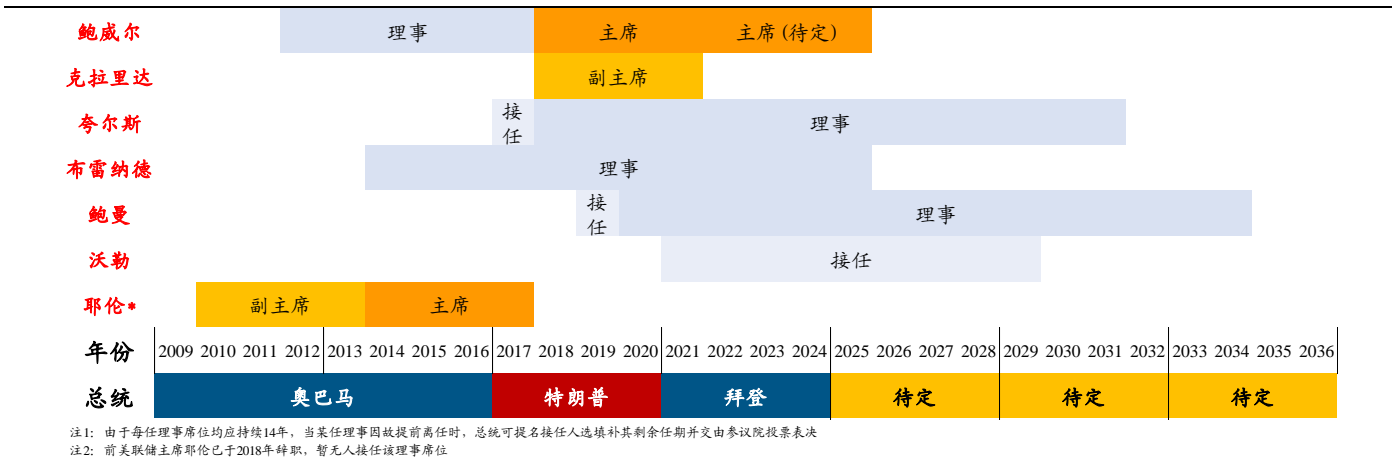
时间	时任美联储主席	货币政策目标	货币政策中介目标	中介目标转变原因
1978-1979	威廉·米勒		货币供应量 M1	美联储通过控制 M1 供给压制通胀
1979-1982	保罗·沃尔克	就业最大化		
1982-1987		物价稳定	货币供应量 M2	金融创新与货币形式变化，美联储难以通过调控 M1 满足政策目标
1987-1994	艾伦·格林斯潘	适度长期利率		
1994-2006				
2006-2012	本·伯南克			
2012-2014		物价稳定	联邦基金利率	金融脱媒与家庭资产负债结构调整下，M2 与经济增速逐渐脱钩
2014-2018	珍妮特·耶伦	就业最大化		
2018-2020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

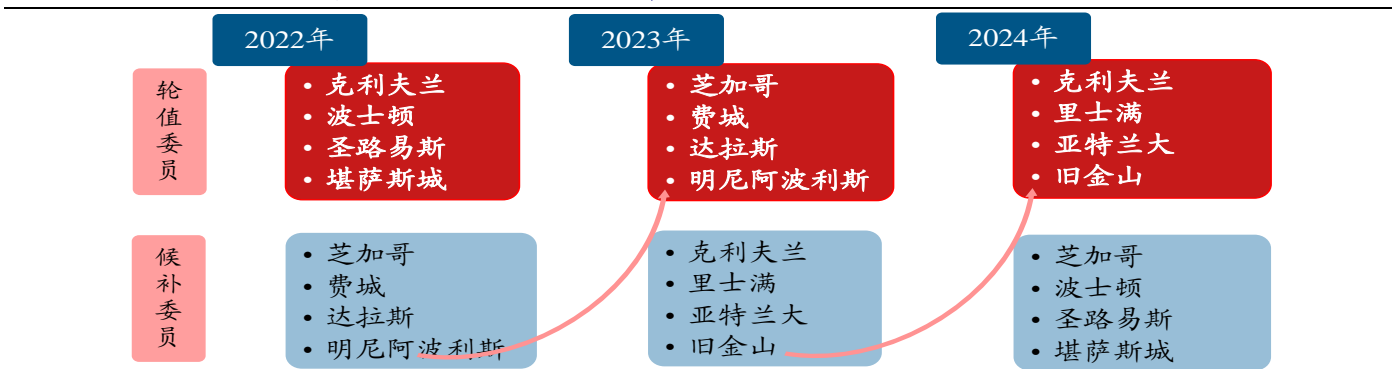
^① 自此以后，美联储只是分别在2012年、2020年调整了就业与通胀的相对重要程度。

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



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

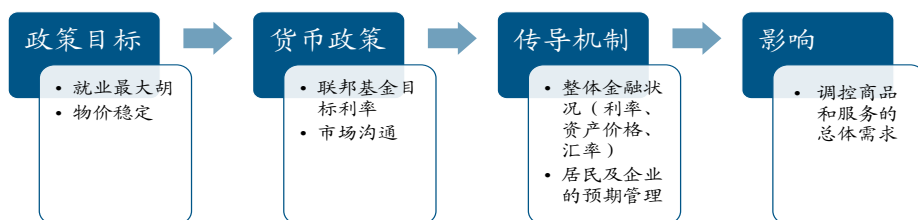
表3: 美联储一般在每年召开 8 次 FOMC 议息会议, 偶尔也会临时补充开会

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	全票通过	8:2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	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	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	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

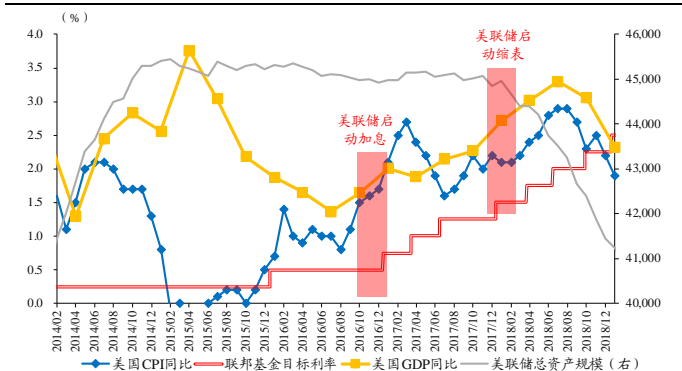
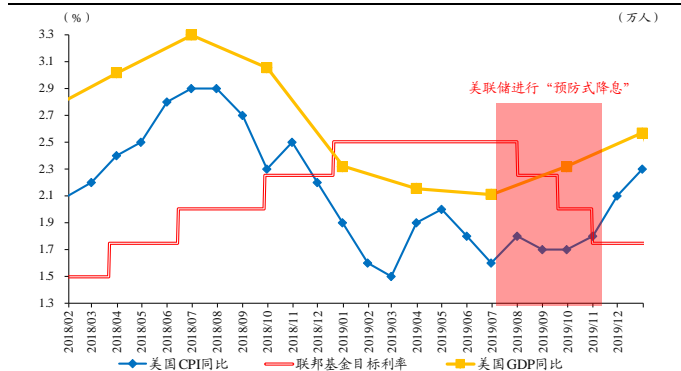


图10：2019 年，美联储实施“预防式降息”



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

