

# 宏观点评

## Taper 终官宣，鹰还是鸽？——美联储 11 月议息会议点评

**事件：**北京时间 11 月 4 日凌晨两点，美联储公布 11 月 FOMC 会议决议。

**核心结论：**Taper 没有超预期鹰派，2022 年加息概率进一步提升。

### 1、美联储宣布本月开始执行 Taper，每月缩减 150 亿，2022 年中期结束购债。

> **Taper 立即开始执行：**11 月 FOMC 会议中，美联储维持联邦基金目标利率 0-0.25% 不变，同时宣布将从本月开始执行 Taper，11 月和 12 月各减少购买 100 亿国债、50 亿 MBS，并表示每个月保持这一缩减步伐是合适的（similar reductions in each month），若经济状况发生变化将会调整缩债步伐。

> **会议声明有两处变化：**一是对经济前景的表述修改为“疫苗接种推进和供应瓶颈缓解预计将继续促进经济和就业，同时降低通胀”，二是对通胀上行的解释由之前的“暂时性因素”修改为“**预计是暂时性的因素**”（factors expected to be transitory），并新增了“与疫情和重新开放相关的供需失衡导致一些部门的价格大幅上涨”，反映出美联储对通胀持续高企的担忧有所加剧。

> **鲍威尔暗示明年可能加息：**鲍威尔在发布会上表示，将在 2022 年中期结束购债；预计高通胀可能持续下去，将在适当的时机采取行动应对通胀；可能会在 2022 年下半年实现充分就业目标，在那之前通胀目标可能已经达成。鲍威尔此番表态，意味着 2022 年三季度可能就会满足加息的条件。

### 2、本次 Taper 方案与 2013 年有两大不同，并没有超预期鹰派。

> **不同之处一：当月宣布当月执行。**2013 年 12 月的会议上，美联储宣布 Taper，但是从 2014 年 1 月才开始执行，而本次会议宣布 Taper 后从本月就开始执行。

> **不同之处二：按月缩减而不是按会议。**2014 年 Taper 开始实施后，美联储在每次 FOMC 会议上对下个月的购债规模做出调整，若中间某个月没有 FOMC 会议，则连续两个月的购债规模保持不变。而本次会议上，美联储认为每个月保持相同的缩减步伐是合适的，按照每月缩减 150 亿计算，美联储将在 2022 年 6 月结束购债。

> **本次 Taper 方案没有超预期鹰派。**9 月的纽约联储调查显示，市场预期最有可能的结果是 12 月开始执行 Taper、持续 7-9 个月，但 11 月开始执行的概率也不低。考虑到近期通胀预期升温带动加息预期明显升温，市场对 Taper 的预期可能进一步提前，因此 11 月开始执行并不算超预期。此外更值得关注的是，若按照 2014 年那样每次会议上缩减购债规模，要在 2022 年 6 月结束购债，则需要每次会议上缩减 200 亿，彻底结束购债之前将累计再购买 4800 亿国债和 MBS；而按照本次会议公布的每月缩减 150 亿，虽然结束时间相同，但需要累计再购买 5400 亿。因此，**本次会议上宣布的按月缩减的 Taper 方案，反而比按会议缩减更加鸽派。**

### 3、本次 FOMC 决议公布后加息预期变化和大类资产表现。

> **加息预期变化：**FOMC 决议公布前，联邦基金利率期货隐含的 2022 年 12 月之前加息次数为 2.05 次，其中 2022 年 7 月加息次数为 0.85 次；FOMC 决议公布后，2022 年 12 月之前加息次数升至 2.21 次，其中 2022 年 7 月加息次数升至 0.98 次。由此可见，本次美联储释放的信息令市场对 2022 年的加息预期有所升温。

> **大类资产表现：**FOMC 决议公布后，标普 500 指数持续走高，最终收涨 0.65%；10Y 美债收益率较会议前上升 4bp 至 1.60%；美元指数由会议前的 94.08 下跌至 93.87；现货黄金由会议前的 1765 美元/盎司小幅上涨至 1770 美元/盎司。美股上涨和美元下跌，主要反映了市场认为 Taper 节奏并未超预期鹰派；而美债收益率和黄金同步上行更多反映了美联储对通胀的担忧加剧以及加息预期的升温。

### 4、短期重点关注：英国央行会议、OPEC+会议、美联储主席提名、美国债务上限。

在前期报告中我们曾提示，9 月底美债收益率突然跳升，主要原因是英国央行超预期鹰派引发的利率联动效应；而 10 月初以来美联储加息预期显著升温，很重要的一个原因是 10 月 4 日 OPEC+ 没有扩大增产导致油价大涨，进而引发通胀预期大幅上行。今日（11/4）早些时候，英国央行将公布议息决议，OPEC+ 部长级会议将公布新的产量计划。此外，拜登将于近期提名美联储主席，美国财政预算和债务上限将于 12 月 3 日到期，11 月政府停摆风险可能再度升温，均会对短期市场造成一定扰动。

**风险提示：**美联储政策立场超预期调整，美国政府陷入停摆。

### 作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

分析师 刘新宇

执业证书编号：S0680521030002

邮箱：liuxinyu@gszq.com

### 相关研究

- 1、《警惕 11 月海外市场 4 大风险》2021-10-21
- 2、《9 月非农略弱，不影响 Taper 和加息路径》2021-10-9
- 3、《10Y 美债为何上破 1.4%？后续怎么看？》2021-9-24
- 4、《Taper 大局已定，加息也有提前——美联储 9 月议息会议点评》2021-9-23
- 5、《Taper 不会提前——2021 年杰克逊霍尔会议点评》2021-8-28

图表1: 近3次FOMC声明对比

	2021年7月FOMC声明	2021年9月FOMC声明	2021年11月FOMC声明
利率	维持 0-0.25% 不变, 直到实现最大就业、平均通胀达到 2% 的目标。	维持 0-0.25% 不变, 直到实现最大就业、平均通胀达到 2% 的目标。	维持 0-0.25% 不变, 直到实现最大就业、平均通胀达到 2% 的目标。
QE	每月购买至少 800 亿美元国债、400 亿 MBS (与当前一致), 直至最大就业和物价稳定的目标取得实质性进展。	每月购买至少 800 亿美元国债、400 亿 MBS (与当前一致), 直至最大就业和物价稳定的目标取得实质性进展。 <b>如果经济按照预期继续取得进展, 预计资产购买步伐可能很快就会放缓。</b>	<b>从本月晚些时候开始, 购债规模将减少为 700 亿国债、350 亿 MBS; 从 12 月开始, 将进一步减少为 600 亿国债、300 亿 MBS。预计每个月缩减同样规模是合适的, 但若经济状况发生变化, 将调整缩减步伐。</b>
经济	随着疫苗接种推进和强有力的政策支持, 经济活动和就业指标 <b>继续加强。受大流行影响最严重的部门已显示出改善, 但尚未完全恢复。</b> 经济路径 <b>继续</b> 取决于疫情状况, 疫苗接种推进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。 <b>经济已经朝着缩减购债的目标取得进展, 将在接下来的会议上继续评估这一进展。</b>	随着疫苗接种推进和强有力的政策支持, 经济活动和就业指标继续加强。近几个月, 受大流行影响最严重的部门有所改善, <b>但疫情反弹减缓了这些部门的复苏。</b> 经济路径继续取决于疫情状况, 疫苗接种推进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。经济已经朝着缩减购债的目标取得进展。(删掉了“在接下来的会议上继续评估这一进展”)	随着疫苗接种推进和强有力的政策支持, 经济活动和就业指标继续加强。近几个月, 受大流行影响最严重的部门有所改善, 但 <b>夏季</b> 疫情反弹减缓了这些部门的复苏。经济路径继续取决于疫情状况, <b>疫苗接种推进和供应瓶颈缓解预计将继续促进经济和就业, 同时降低通胀。</b> 经济前景面临的风险仍然存在。
通胀	通货膨胀率上升, 主要反映了暂时性因素。美联储将允许一段时间内通胀适度高于 2%, 以便平均通胀和长期通胀预期达到 2%。	通货膨胀率上升, 主要反映了暂时性因素。美联储将允许一段时间内通胀适度高于 2%, 以便平均通胀和长期通胀预期达到 2%。	通货膨胀率上升, 主要反映了 <b>“预计是暂时性的因素”。</b> 与 <b>疫情和重新开放相关的供需失衡导致一些部门的价格大幅上涨。</b> 美联储将允许一段时间内通胀适度高于 2%, 以便平均通胀和长期通胀预期达到 2%。
金融市场	金融状况保持宽松, 部分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。	金融状况保持宽松, 部分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。	金融状况保持宽松, 部分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。

资料来源: FED, 国盛证券研究所

图表2: 9月纽约联储调查的市场对Taper预期(红色为中位数)

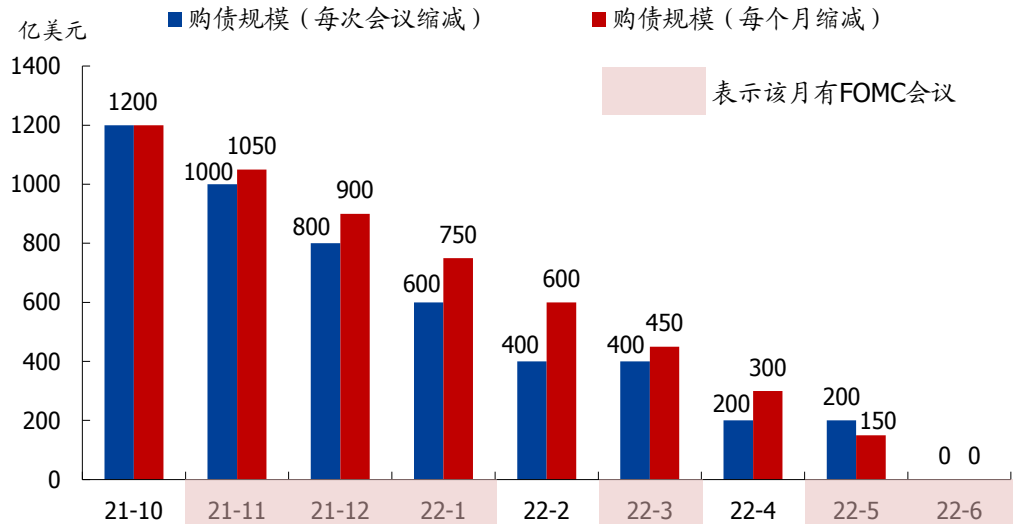
	首次缩减购债时点的概率分布					
	21-09	21-10	21-11	21-12	22-01	22-02
一级交易商	2%	5%	24%	<b>33%</b>	24%	6%
市场参与者	0%	3%	18%	<b>38%</b>	24%	7%
	首次缩减购债时点的概率分布					更晚
	22-03	22-04	22-05	22-06	更晚	
一级交易商	3%	2%	1%	1%	1%	
市场参与者	5%	2%	1%	1%	1%	

	Taper持续时间(月数)的概率分布						
	3及以下	4-6	7-9	10-12	13-15	16-18	19及以上
一级交易商	2%	19%	<b>39%</b>	27%	5%	2%	5%
市场参与者	1%	14%	<b>46%</b>	28%	6%	2%	3%

资料来源: 纽约联储, 国盛证券研究所

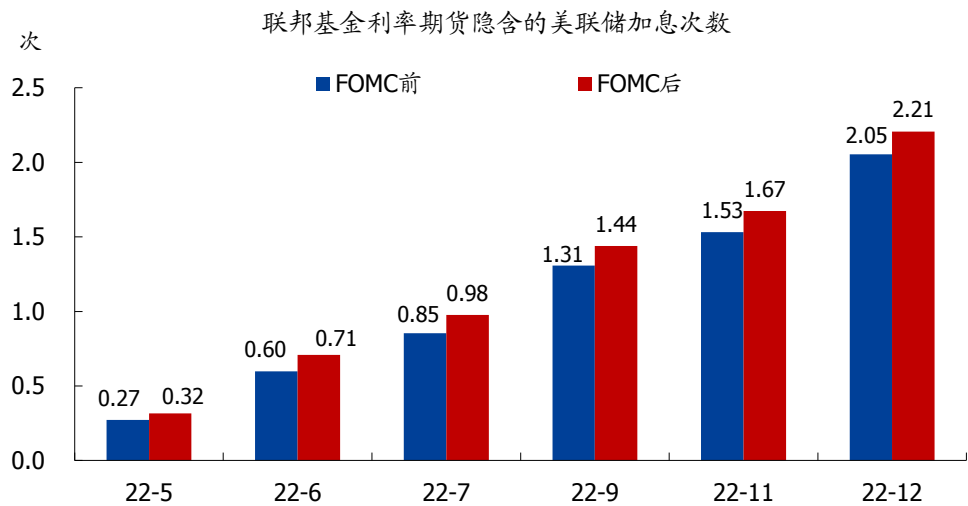
图表3: 按月调整 Taper 将再购债 5400 亿, 按会议调整 Taper 将再购债 4800 亿



资料来源: FED, 国盛证券研究所

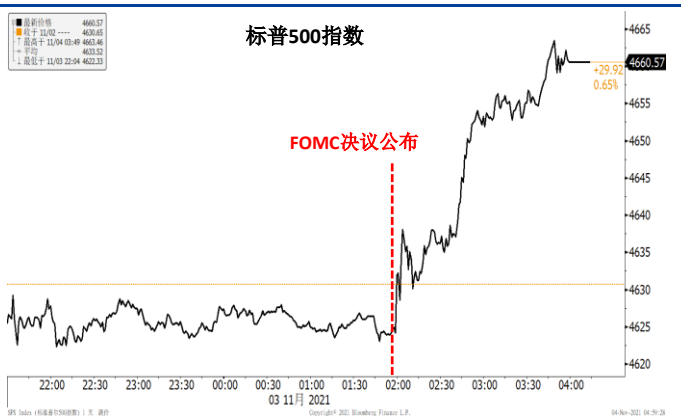
注: 两种方案均是假定从11月开始执行

图表4: FOMC 决议公布后, 市场对 2022 年美联储加息的预期小幅升温



资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

图表5: FOMC 决议公布前后标普500指数走势



资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

图表6: FOMC 决议公布前后 10Y 美债收益率走势



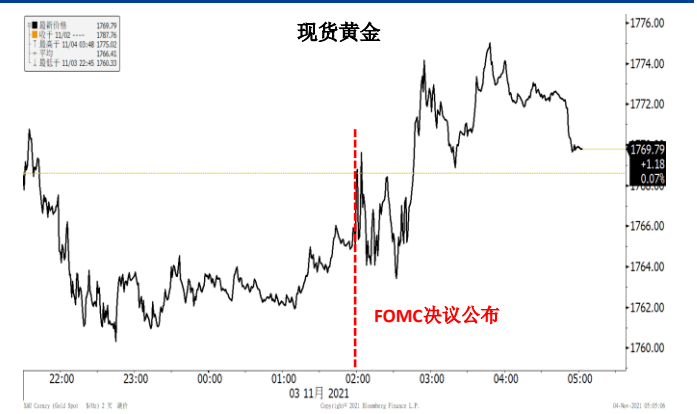
资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

图表7: FOMC 决议公布前后美元指数走势



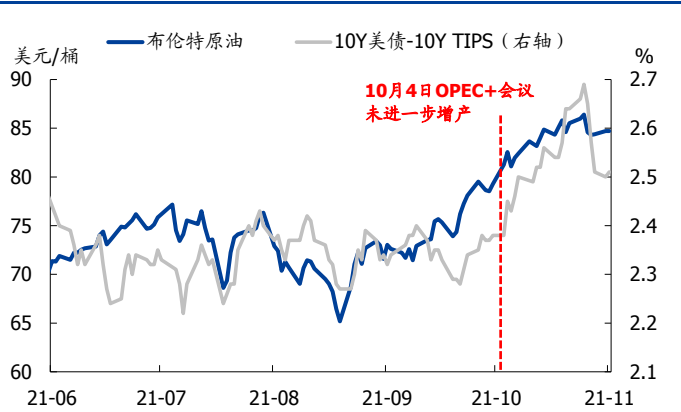
资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

图表8: FOMC 决议公布前后现货黄金价格走势



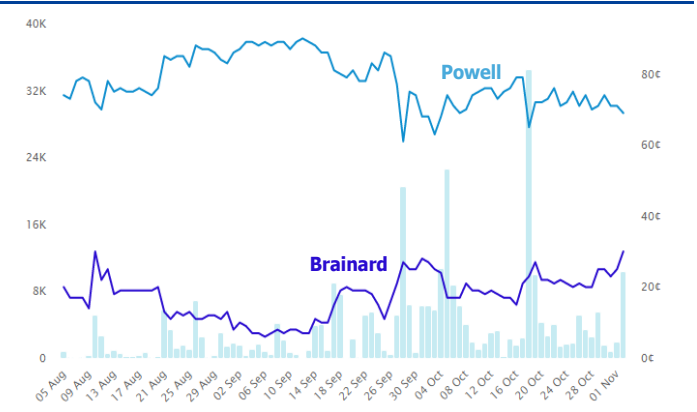
资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

图表9: OPEC+产量计划将对通胀预期产生重大影响



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表10: 目前博彩市场显示鲍威尔被提名概率约为 70%



资料来源: Predictit, 国盛证券研究所

## 风险提示

美联储政策立场超预期调整, 美国政府陷入停摆。

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\\_28721](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_28721)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn