

# 美联储 11 月议息会议点评

## ——Taper 如期落地，加息尚需时间

袁方<sup>1</sup> 章森（联系人）<sup>2</sup>

2021 年 11 月 4 日

### 内容提要

美联储 Taper 时点如期落地，由于此前与市场的反复沟通，本次 Taper 宣布对市场的影响温和。

未来市场更加关注美联储加息的动向，而加息的时点将依据就业和通胀数据而变化。在中性情景下，非农就业市场有望在明年 8 月恢复至疫情前水平，美联储加息可能在明年下半年发生。

风险提示：（1）疫情发展超预期；（2）地缘政治风险

1 宏观分析师，yuanfang@essence.com.cn，S1450520080004

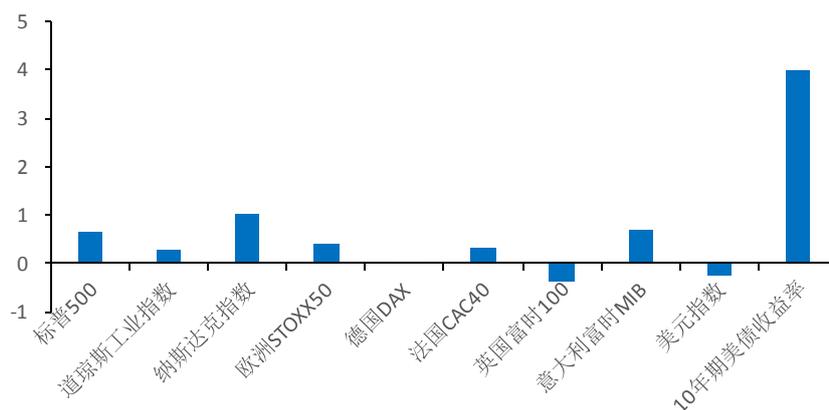
2 报告联系人，zhangsen@essence.com.cn，S1450120120014

## 一、Taper 如期落地，未来关注加息

美联储 11 月议息会议决定，继续维持联邦基金利率水平（0%-0.25%）不变，在每月购买 800 亿美元美国国债和 400 亿美元 MBS 的基础上，在 11 月和 12 月期间每月分别减少 100 亿美元美国国债和 50 亿美元 MBS 的购债规模。美联储认为此后每月保持这一缩减力度是合适的，但也会根据经济的变化情况来加快或放慢缩减购债的节奏。

自此，美联储与市场反复沟通的 Taper 时点如期落地，市场在当天的反应较为平淡。标普指数上涨 0.65%，10 年期美债收益率上行 4 个 BP，美元指数小幅下跌 0.24，欧洲主要股指整体小幅上涨，总体上显示出市场在 9 月议息会议过后，就已基本将这一政策变化吸收在了定价之中，预计未来 Taper 在平稳进行的情况下，对市场的扰动程度有限。

图1：美联储宣布 Taper 当天的市场表现，%



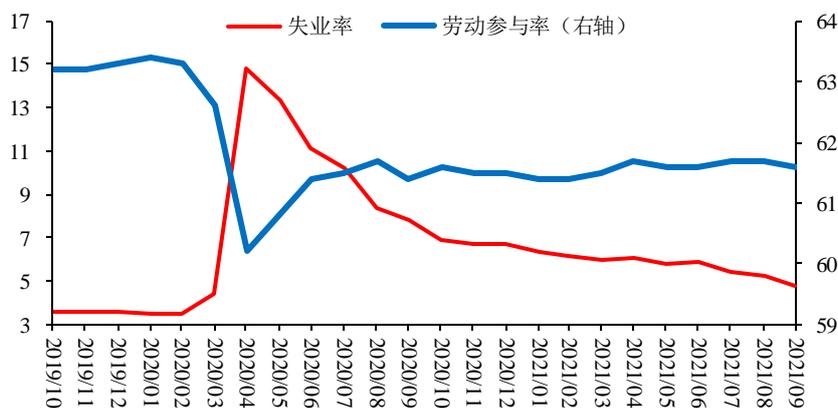
数据来源：Wind，安信证券

美债收益率单位为 BP，美元指数单位为点。

未来市场更加关注美联储加息的动向，对此鲍威尔表示当前远不具备加息的条件，无论是从失业率、还是劳动参与率角度来看，劳动力市场距离充分就业的

目标都还很远。但对于什么是充分就业的状态？美联储也未有官方定义，鲍威尔模糊的说法是“失业率可能很低，但依然有大量新增就业”的状态。

图2：美国失业率和劳动参与率，%



数据来源：Wind，安信证券

仅从当前就业人数的角度来看，就存在基准选择的疑问，即是否应考虑与疫情前就业人数不断增长的趋势值相比？即使没有发生疫情，美国的就业人数和失业率能否保持金融危机以后近 10 年持续向好的趋势？在疫情产生的广泛冲击影响下，潜在失业率相比疫情前可能出现上升吗？

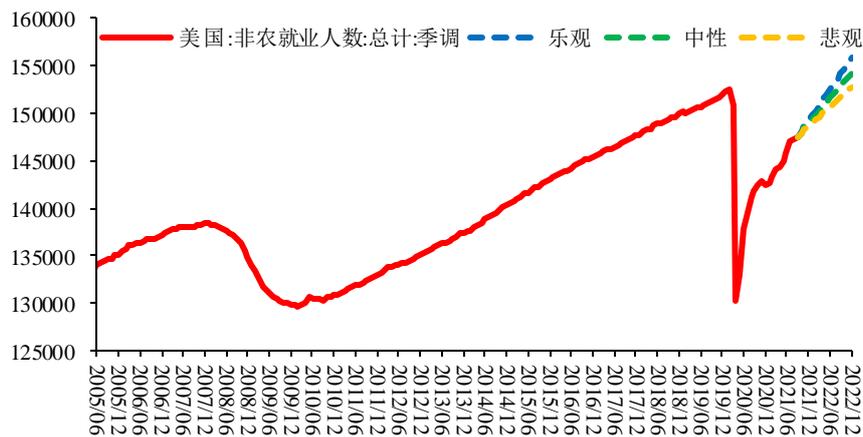
在厘清充分就业的定义之前，暂以 2020 年 2 月的就业人数水平为基准，或许能够提供一些劳动力市场恢复状态何时触发加息的参考。

今年以来，美国 1-9 月、以及 7-9 月的非农新增就业平均增速均在每月 55 万人左右。考虑到美国经济复苏趋于放缓，未来新增就业增速可能边际减弱。因此可将这一就业恢复速度视为明年劳动力市场恢复进程的乐观情形，并且将非农每月新增 45 万人和 35 万人视为中性和悲观情形，以此预测达到充分就业状态的时点。

在乐观情形下，明年 6 月美国非农就业人数即可恢复至疫情前水平，而中性

和悲观情形下的复原时间大概在 8 月和 11 月。因此到了明年下半年，就业市场的复苏程度大抵能够与疫情前水平持平，进而可能刺激加息预期，加剧市场的波动。

图3：美国非农就业总人数回升的乐观、中性和悲观情形，千人

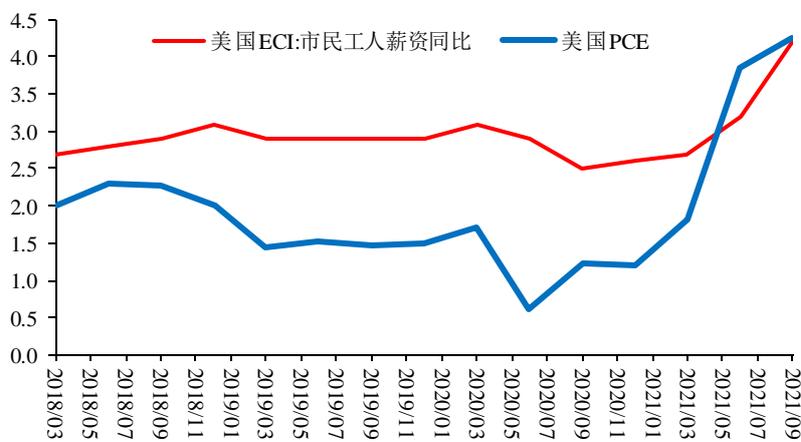


数据来源：Wind，安信证券

在达到充分就业的目标之外，稳定物价的目标对美联储宽松政策的压力愈发增强。鲍威尔承认通胀的延续性超出了此前的预期，但依然认为当前通胀更多反映的是临时性因素，即疫情反弹和供应限制的扰动。他认为，随着疫苗接种、供应链瓶颈以及短缺问题逐渐缓解，通胀可能会在明年三季度或者四季度回落。这一判断与此前美国财长耶伦关于通胀的说法较为一致，可能反映出美国政策层面对于通胀的容忍期限至少延续至明年上半年。

近期劳动力工资的不断上升，引发了市场对工资-通胀螺旋式上升的担忧。但鲍威尔认为，目前工资的增速仍然低于通胀水平，显示出实际工资并没有提高，只有在工资增速持续同时超过生产力和通胀水平时才属于较为异常的情况，当前并没有进入这一螺旋式上升的过程。

图4: 美国通胀与工资的同比变化, %



数据来源: Wind, 安信证券

未来通胀的回落除了有赖于供应端限制的解除, 同样也需要在需求端产生结构性变化, 即货物消费对服务消费的替代作用进一步削弱, 货物价格的压力得到缓解, 且服务消费的价格在服务供给回升的情况下不出现明显上升, 以此使得整体通胀在明年下半年趋于回落。从当前耐用品与服务消费的增速情况来看, 二者增速的收敛正在延续之中。但若未来服务价格出现大幅上涨, 则将使得通胀延续性增加, 这可能明显助长通胀预期, 进而提高美联储提前加息的概率(市场中性预期在明年底或后年初)。

图5: 美国 PCE 指数耐用品、非耐用品和服务消费 (定基数)

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\\_28824](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_28824)

