



**上海证券**  
SHANGHAI SECURITIES

## Taper 开启 加息再议

——2021 年 11 月美联储会议点评

日期： 2021 年 11 月 05 日

分析师： 陈彦利

Tel: 021-53686170

E-mail: chenyanli@shzq.com

SAC 编号: S0870517070002

相关报告：

### ■ 投资摘要

#### Taper 如期而至，进程公布

美国经历了疫情以来的几轮超级量化宽松与大放水，随着经济的复苏、就业市场回暖，通胀高企，此次缩债计划经过充分发酵后如期而至。11 月美联储启动 taper，意味着将每月资产购买规模减少 150 亿美元。如果按照这一速度缩减的话，将于明年年中结束。如经济前景发生变化，taper 进度也存在调整的可能。

#### 维持通胀临时性观点

虽然美国引入了平均通胀制度，让通胀为宽松让位，但通胀的持续攀升也让美联储不得不正视这一问题。在本月会议声明中，除了公布的 taper 细节之外，其余主要变化均是关于通胀的。“通胀的高企很大程度上反映了预计将是暂时性的因素影响”较 9 月的表述增加了“预计”。本月美联储虽然仍持暂时性观点，但似乎有了一些松动，也说明了当前这轮供需错配下的通胀或超出了原有的预期。对于临时性的定义，鲍威尔没有给出具体时间，只是含混解释为高通胀不会长期、持续存在。会后发言中，鲍威尔也承认高通胀或持续到明年，大致会在明年二、三季度回落，并且强调政策工具不能缓解供应限制，也反映了美联储不能仅仅因为通胀的掣肘而加息。

#### 政策以我为主，优生表现持续

Taper 开启后，美国经济也不得不面对政策支持力度的减弱。不仅是货币政策，补贴到期后，新一轮的财政刺激计划屡遭挫折也难以落地，且规模也缩水一半，经济增长动能或有所减弱。而疫情方面，随着美国边境的开放，与疫情共存或将成为海外各国的选择，预计未来疫情的发展主要以局部、脉冲式存在。如疫情平稳化态势延续，服务业加快复苏以及供应链紧缺缓解或将成为经济新的支撑。

而国内方面，央行近期表态也说明了当前政策还是以我为主。而在上一轮的美联储加息周期中，中国央行也并未完全跟随，尤其是 18 年，美联储年内 4 次加息，而国内则实施了 4 次降准，政策利率维持稳定。得益于对疫情良好的控制，我国经济也实现了最快的恢复，根据中外疫情形势变化，中国在全球经济中的优生表现将延续！

#### 2022 年或存加息可能

Taper 靴子落地后，市场的关注点就落到了加息上。虽然美联储多次表态 taper ≠ 加息，包括鲍威尔也强调现在还不是提高基准利率的时候，缩减购债的时机对加息没有直接信号意义，加息仍取决于经济自身的发展，美联储能够维持足够的耐心。但鲍威尔并没有明确反对 2022 年加息的可能性。根据 9 月美联储会议声明的点阵图显示，2022 年存在加息的可能。而鲍威尔也表示可能在明年下半年前实现充分就业，有望达成加息的条件，存在加息的可能。

## 目 录

<b>事件：美联储宣布开启 taper</b> .....	<b>3</b>
<b>事件解析：经济背景和政策解读</b> .....	<b>3</b>
1. Taper 如期而至，进程公布 .....	3
2. 经济向好，就业仍待改善 .....	4
3. 维持通胀临时性观点 .....	5
<b>事件影响：对经济和市场</b> .....	<b>7</b>
4. 政策以我为主，优生表现持续 .....	7
5. 滞涨忧虑短期主导 .....	8
<b>事件预测：政策判断</b> .....	<b>8</b>
6. 2022 年或存加息可能 .....	8

## 图

图 1 美国资产负债表规模（百万美元） .....	3
图 2 各主要经济体广义货币 M2 增速（%） .....	3
图 3 美国 GDP 增速（%） .....	4
图 4 美国疫情变化（例） .....	4
图 5 美国制造业 PMI 与服务业 PMI（月/%） .....	5
图 6 美国失业率（失业率/季调，月/%） .....	5
图 7 美国通胀率（%） .....	6
图 8 中美政策利率（%） .....	7
图 9 9 月预期点阵图 .....	8

## 事件：美联储宣布开启 taper

北京时间 11 月 4 日凌晨, 美联储宣布本月将开始缩减每月 1200 亿美元的大规模债券购买计划, 即每月减少 100 亿美元的国债和 50 亿美元的机构抵押贷款支持证券(MBS)资产购买, 利率决议维持不变。

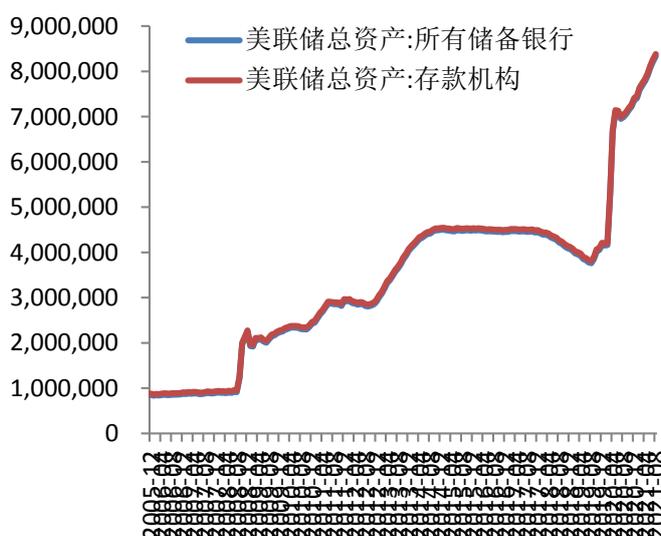
## 事件解析：经济背景和政策解读

美国经历了疫情以来的几轮超级量化宽松与大放水, 随着经济的复苏、就业市场回暖, 通胀高企, 此次缩债计划经过充分发酵后如期而至。

### 1. Taper 如期而至, 进程公布

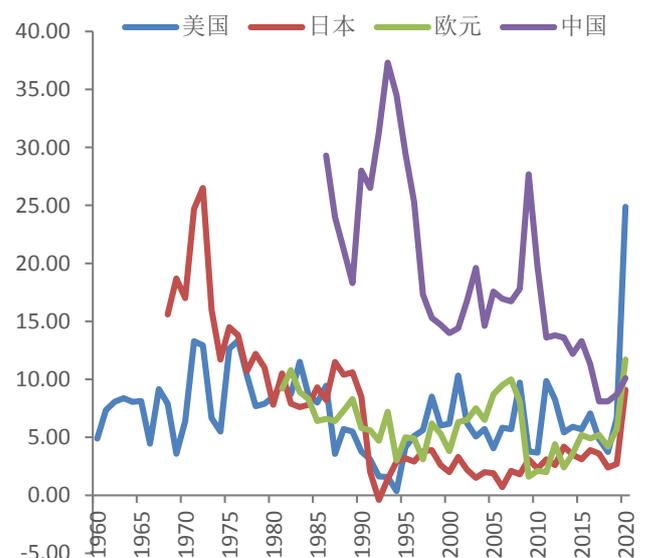
疫情以来美国实施了前所未有的宽松, 广义货币余额达到近 21 万亿; 美联储资产负债表由疫情前的 4 万亿迅速膨胀至现有的超过 8 万亿的规模。与疫情期间的其他主要经济体相比, 美联储的 M2 增长最快, 显著快于日本、欧元区与中国。11 月美联储启动 taper, 意味着将每月资产购买规模减少 150 亿美元。如果按照这一速度缩减的话, 将于明年年中结束。从当前的情况来看, 以类似的速度缩减是比较合适的, 但如果经济前景发生变化, 也会调整购债速度。这也宣告了美国自疫情以来大放水暂告一段落。

图 1 美国资产负债表规模 (百万美元)



数据来源: Wind, 上海证券研究所

图 2 各主要经济体广义货币 M2 增速 (%)



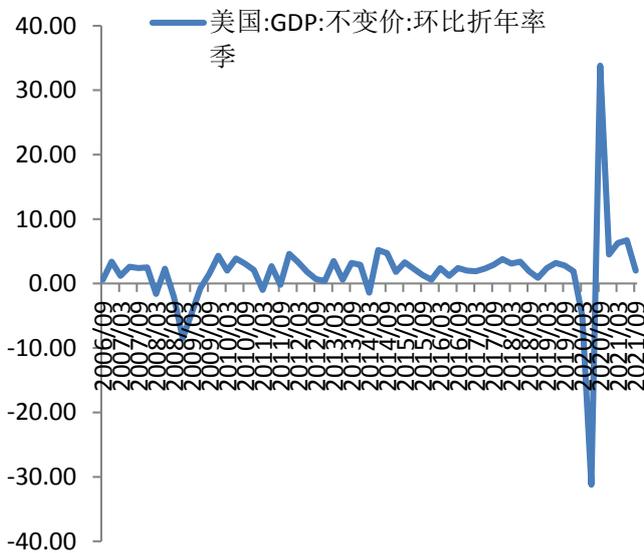
数据来源: Wind, 上海证券研究所

## 2. 经济向好，就业仍待改善

疫情以来，美国宽松政策就显示出较好的政策效果。自 2020 年新冠疫情以来，美国 GDP 跌至谷底，经历了一波衰退，一直到今年 3 月份，GDP 增长率才重新转正。2021 年前两个季度，美国的 GDP 增长迅速反弹，达到了疫情以来的高峰，甚至是 2003 年以来最高。经济复苏强劲也是美联储开启 taper 的重要考量。

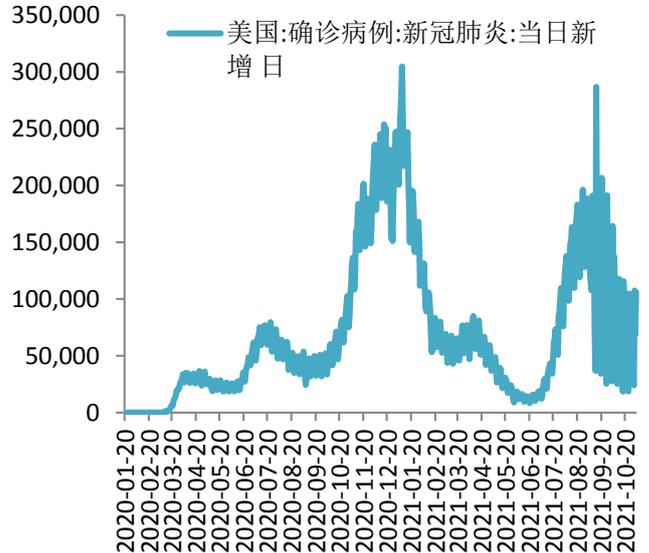
但三季度以来美国经济复苏放缓，三季度 GDP 环比折年率增长 2%，低于预期 2.8%，前值为 6.7%，创下了自 2020 年 2 季度经济因疫情停摆的后的新低。夏季德尔塔变种病毒的爆发叠加供应链短缺的持续以及政府支出的下降共同导致了经济增长的放缓，尤其是消费支出方面。

图 3 美国 GDP 增速 (%)



数据来源：Wind，上海证券研究所

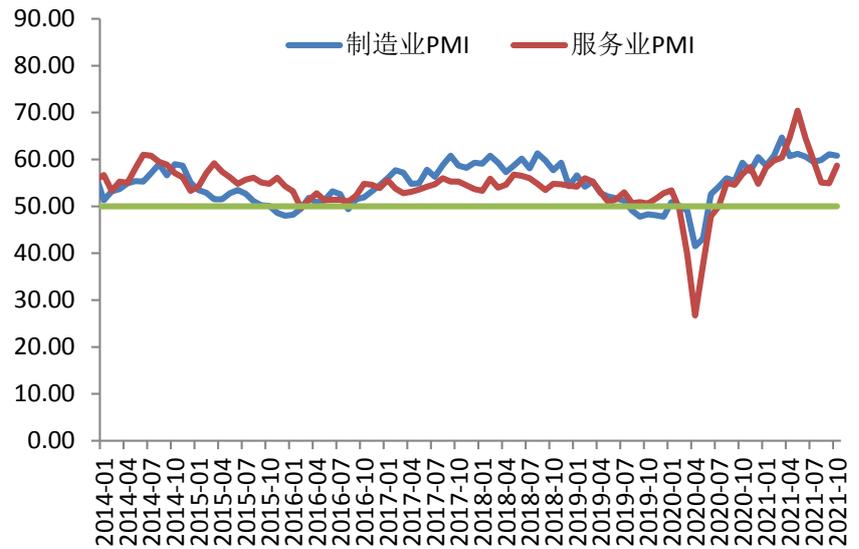
图 4 美国疫情变化 (例)



数据来源：Wind，上海证券研究所

但 4 季度以来疫情有所缓和。从美国近期的数据表现来看，10 月 ISM 美国制造业 PMI 为 60.8，较上月下滑 0.3 个百分点，但仍处于 60 以上的高景气区间；服务业 PMI 为 58.4，较上月大幅回升 3.8 个百分点，充分反映了疫情消退后服务业加速恢复。疫情对于经济的抑制正在好转。

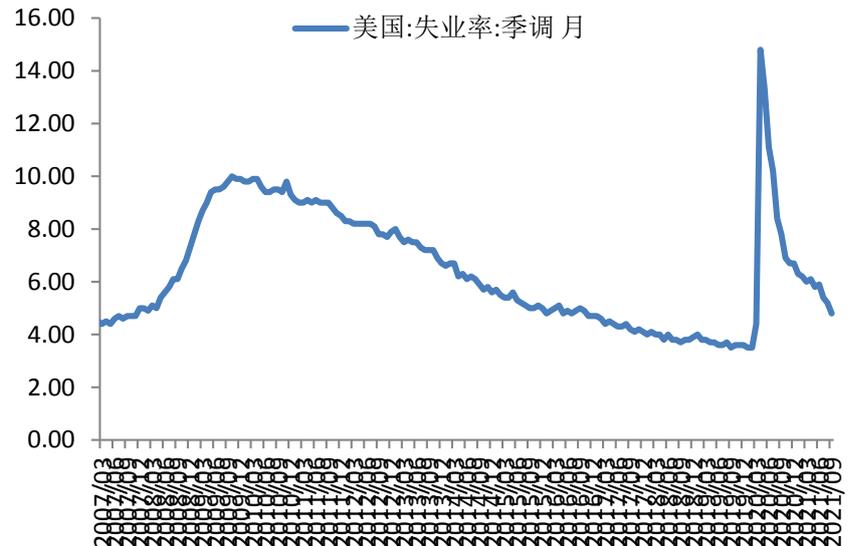
图 5 美国制造业 PMI 与服务业 PMI (月/%)



数据来源：Wind，上海证券研究所

就业方面，9月非农数据增加19.4万人，创2021年1月以来新低，但失业率降至4.8%。最新公布的10月ADP就业人数实际公布57.10万，高于市场预期，但低于前值56.8万。就业虽持续好转，但离充分就业仍有差距，失业率还未回到疫情前水平。鲍威尔也承认当前的失业率高估了劳动力市场的复苏，并且在就业目标上远未达到加息的程度，可能将在明年下半年实现充分就业，也似乎暗示了明年或许存在加息的可能性。

图 6 美国失业率 (失业率/季调, 月/%)



数据来源：Wind，上海证券研究所

### 3. 维持通胀临时性观点

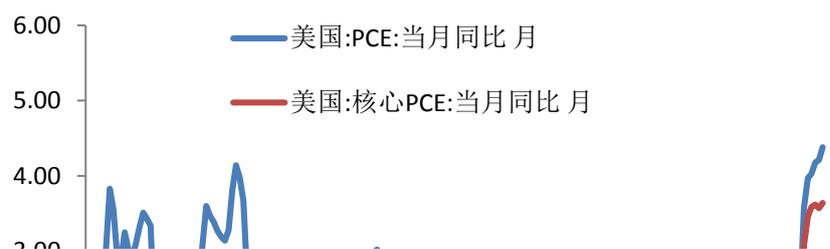
美国国内供需矛盾以及流动性泛滥刺激下，美国通胀率一路飙

升。9月CPI上升至5.4%，连续5个月超过5%，已经触及到了2008年以来高点。而美联储更为关注的PCE指标也屡创新高，远远超过2%的长期目标。虽然美国引入了平均通胀制度，让通胀为宽松让位，但通胀的持续攀升也让美联储不得不正视这一问题。

在本月会议声明中，除了公布的taper细节之外，其余的变化主要集中在三处，并且均是关于通胀的。“通胀的高企很大程度上反映了预计将是暂时性的因素影响”较9月的表述增加了“预计”。此前美联储一直强调通胀是暂时性的，尤其是美联储主席鲍威尔在今年的全球央行年会中花了大篇幅论证当前高企的通胀可能是临时性。本月美联储虽然仍持暂时性观点，但似乎有了一些松动，也说明了当前这轮供需错配下的通胀或超出了原有的预期。对于临时性的定义，鲍威尔没有给出具体时间，只是含混解释为高通胀不会长期、持续存在。

另外声明中还新增了“与疫情以及经济重新开放的有关的供需失衡导致一些行业价格大幅上涨”，以及“疫苗接种方面的进展以及供应限制的缓解预计将支持经济活动和就业的持续增长以及使通胀有所降低”，而9月的表述为“疫苗接种方面的进展可能会继续减少公共卫生危机对经济造成的影响”。会后发言中，鲍威尔也承认高通胀或持续到明年，大致会在明年二、三季度回落，并且强调通胀并不是由紧俏的劳动力市场造成的，是由供应瓶颈和强劲需求造成的，政策工具不能缓解供应限制，也反映了美联储不能仅仅因为通胀的掣肘而加息。

图7 美国通胀率(%)



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\\_28900](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_28900)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn