

美联储 FOMC 会议点评：Taper 正式开启，符合预期

报告要点：

● Taper “靴子落地”，议息会议决议与预期基本一致

11 月 3 日，美联储 11 月 FOMC 会议落幕，基本符合预期，表示将在本月晚些时候将开始缩减购债，意味着 Taper 正式开启。我们在上篇报告《Taper 信号如期而至，货币正常化路径逐渐清晰》中提到，“缩减购债年底前大概率落地，美联储货币正常化路径逐渐清晰，且本轮货币政策变化中，联储更愿意保持与市场沟通，以尽量减少政策预期差所带来的不必要风险”也得到了印证，当下联储仍然是以支持美国经济为根本出发点，促进就业最大化和价格稳定是其主要目标。

● 会议要点及点评

(1) 整体评价：Taper 的基础是经济整体恢复符合预期，受益于疫苗接种不断取得进展以及政策强有力的支持，最终表现为美国经济活动和就业指标的持续增强；

(2) 通胀看法：联储对通胀的看法仍然维持“高通胀是暂时的”观点不变，但出现了“预计是暂时的”这一微妙的措辞变化，可见虽然目前在政府干预下供应链瓶颈问题逐步缓解，且 PMI 细分项中供应商交付与客户库存已经反应了供需关系的边际变化，但在疫情发展并不可控的情况下，供应链瓶颈的缓解仍将遭受疫情这一不确定性因素的掣肘。

(3) 缩减购债的基本计划：自去年 12 月以来经济向着委员会目标取得了实质性的进一步进展，联储决定将从本月晚些时候开始削减购债，每月减少购买 100 亿美元的美国国债和 50 亿美元的机构住房抵押贷款支持证券(MBS)。即 11 月晚些时候，将增加至少 700 亿美元的美国国债和至少 350 亿美元的机构抵押贷款支持证券，较之前每月的 1500 亿美元的资产购买将减少 150 亿。

(4) 货币正常化三阶段是渐进而行的：如上篇报告所述，货币政策正常化路径分为三个阶段：“缩减购债→QE 退出，基准利率不变→执行加息”，以上每一个新阶段的开启必须以经济恢复得到确认为前提，假如经济恢复不及预期则可能重新回到 QE，以对经济活动提供支持，上一轮中的 QE1/QE2 再到 QE3 便是如此。

● 股市与债市看法

美股：货币政策变化可能加大美股的波动，本轮美股在宽松流动性环境中一路高歌，随着货币政策正常化进程的推进可能会出现一定调整，但基本面和美股盈利无重大问题的情况下，整体上行趋势不会改变。

美债：相较上次而言，联储积极沟通的前提下，本轮 Taper 的市场预期消化更为充分，且缩减购债的实施也相对温和，尽量维持市场正负反馈二者的平衡，短期来看，供需失衡实质性改善前通胀预期虽已相对回落，但绝对水平仍处于较高位置，美债长端利率尚有一定支撑，但未必会持续很久，Taper 过程中整体还是震荡回落，短端利率则有望在加息预期构筑之前震荡回升，但其幅度并不会太强。

● 对当下联储及其货币政策行为的理解

强有力的政策支持推动了强劲但不平衡的复苏，联储政策选择更多是在暂时的通胀飙升与干预通胀引发其他复杂问题的二者之间寻求平衡，包括“鸽中有鹰”态度也使得市场正负反馈略有对冲，充分就业和物价稳定仍是联储最核心的两大目标，但如今的联储更多了一份对经济前景不确定性的尊重，对预测保持谦逊，并持续跟踪观察，且更愿意与市场保持有效沟通，促进政策发挥其应有的效果。

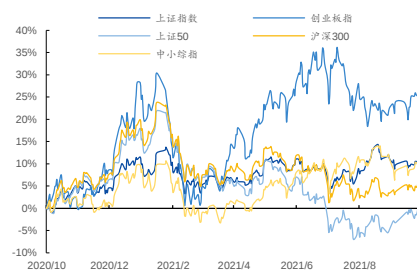
● 风险提示

经济恢复不及预期的风险、疫情传播超预期的风险、高通胀持续时间过长。

主要数据：

上证综指：	3,526.87
深圳成指：	14,555.27
沪深 300：	4,868.74
中小盘指：	4,843.09
创业板指：	3,579.43

主要市场走势图



资料来源：Wind

相关研究报告

国元证券（2021 年第 10 期）2021 年 11 月金股组合及投资逻辑，2021.10.31

国元策略：三季报业绩预告分析：上游强劲，下游偏弱，2021.10.26

国元策略海外研究系列：Taper 信号如期而至，货币正常化路径逐渐清晰，2021.9.29

报告作者

分析师 陈大鹏
 执业证书编号 S0020520070002
 邮箱 chendapeng_sh@gyzq.com.cn
 电话 021-51097188

内容目录

1. 靴子落地，货币政策正常化行至途中	3
1.1 11 月 FOMC 会议表示将从 11 月开始削减购债	3
1.2 Taper 的基础是经济整体恢复符合预期	4
1.3 坚持“高通胀暂时论”，措辞变化透露出对不确定性因素略有担忧	5
1.4 联储态度	7
1.5 货币正常化的应分为三个阶段	7
2. 相比 2013 年 Taper 的超预期，本次并不一样	8
3. 对股市与债市的看法	10
4. 风险提示	10

图表目录

图 1：美国资产负债变化情况	3
图 2：PMI 较 3 月高点略有回落，但仍处于高位	4
图 3：先行指标与同步指标向上趋势不改	4
图 4：就业与失业人数绝对水平持续修复	4
图 5：零售销售高频数据已经显示近几月位于高位震荡	4
图 6：美国疫苗接种率达 66%，完全接种率 57%	5
图 7：7~9 月疫情反复已有缓解，新增确诊持续回落	5
图 8：能源和交运是 CPI 同比高增的主要贡献力量	5
图 9：运价的上涨体现了美国疫后的供需缺口	6
图 10：最新数据显示集装箱吞吐已有边际回落	6
图 11：上轮货币政策正常化进程中股债表现	8
图 12：当下的失业率水平明显低于上次	9
图 13：上一次 Taper 时美国企业已经开始经历了很长的贷款恢复，而现在的时间还很短	9
图 14：上轮货币政策正常化进程中股债表现	10

1. 靴子落地，货币政策正常化行至途中

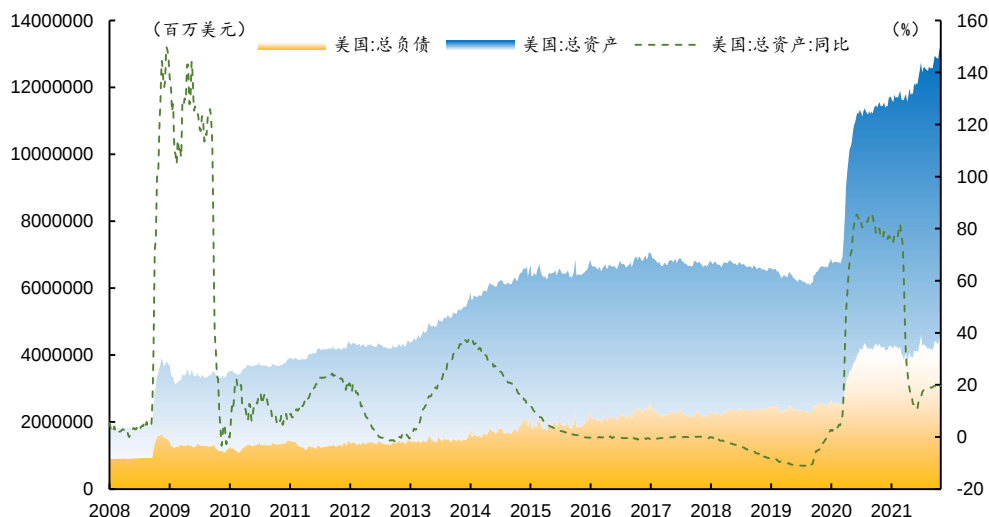
1.1 11 月 FOMC 会议表示将从 11 月开始削减购债

11 月 3 日，美联储 11 月 FOMC 会议落幕，基本符合预期，表示将在本月早些时候开始缩减购债，意味着 Taper 正式开启。我们在上篇报告《Taper 信号如期而至，货币正常化路径逐渐清晰》中提到，“缩减购债年底前大概率落地，美联储货币正常化路径逐渐清晰，且本轮货币政策变化中，联储更愿意保持与市场沟通，以尽量减少政策预期差所带来的不必要风险”也得到了印证，当下联储仍然是以支持美国经济为根本出发点，促进就业最大化和价格稳定是其主要目标。

2021 年 9 月份会议中，联储表示 FOMC 维持联邦基金目标利率在 0-0.25% 不变，维持 QE 购买量至少 1200 亿美元/月不变（800 亿国债+400 亿 MBS），以及经济预测下调和通胀预测上调，整体基本符合市场预期，反应了 Q2 以来新冠疫情的反复和供应限制等影响对经济复苏造成的一定干扰。但也表示未来如果经济进展与预期一致，联储可能在 2021 年内开启 Taper 进程，9 月的会议可以看作是未来 Taper 信号的一种释放。

11 月 FOMC 会议，联储表示“鉴于自去年 12 月以来经济在实现委员会目标方面取得了重大进展”，将从本月早些时候开始削减购债，每月减少购买 100 亿美元的美国国债和 50 亿美元的机构住房抵押贷款支持证券(MBS)。11 月早些时候，联储会将每月至少增加 700 亿美元的美国国债和每月至少 350 亿美元的机构抵押贷款支持证券，较当前每月的 1500 亿美元的资产购买减少 150 亿。

图 1：美国资产负债变化情况



资料来源：Wind，国元证券研究所

随着会议决议的发布，以成长股为主的纳指应声上涨，美债利率上行 5BP，美元走弱，金价相应下跌，在联储与市场保持积极沟通的前提下，决议内容与预期基本一致，各类资产变化也相对温和。

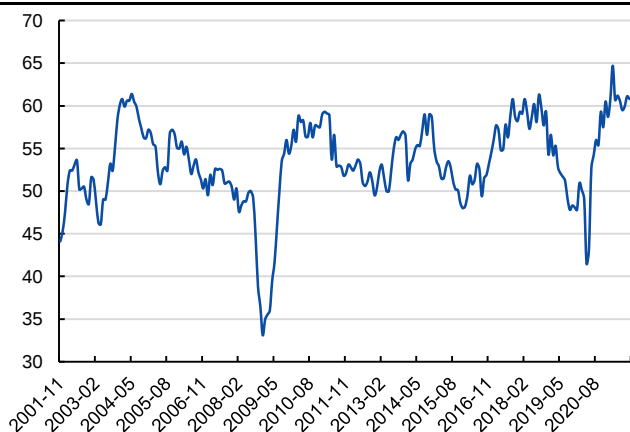
1.2 Taper 的基础是经济整体恢复符合预期

联储认为，在新冠疫情冲击下，疫后经济的复苏是充满挑战的，通过使用其全方位的工具来支持美国经济，促进其就业最大化和价格稳定的目标，至今已经取得了一定的成效。

随着疫苗接种取得进展和强有力的政策支持，经济活动和就业指标继续增强，疫情影响最为严重的行业也在最近有所改善。整体金融状况仍然宽松，部分反映了支持经济和信贷流向美国家庭和企业的政策措施。

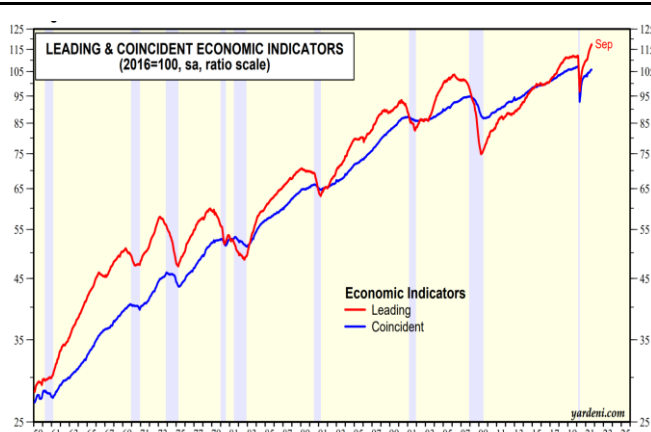
经济指标来看，月频的数据显示，PMI 虽然较 21 年 3 月份高点已经有所回落，但绝对水平仍位于 60 以上，美国经济活动的景气程度仍处在较高水平。另外，经济的领先指标与同比指标在疫后货币宽松的政策支持之下也延续上行趋势，并未出现较大调整。另外，非农就业整体情况向好，但在 8-9 月疫情的反复侵扰影响下，9 月新增非农就业 19.4 万人，远低于预期值 50 万人，但随着最近一轮疫情逐渐可控，对就业的影响有望进一步降低，与此同时，失业率不断下降，已降至 4.8%，周频数据失业金申请人数也延续下行，印证了就业逐渐向好的整体趋势。

图 2：PMI 较 3 月高点略有回落，但仍处于高位



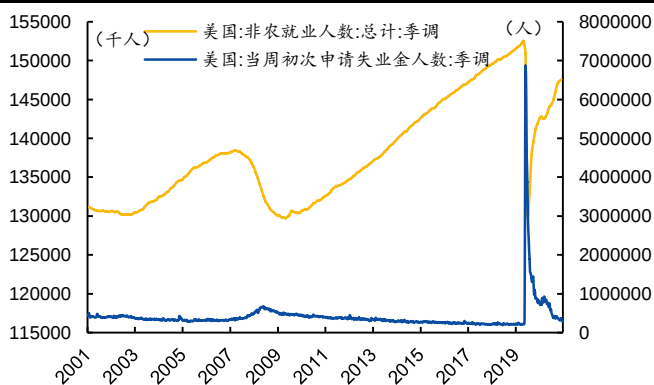
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 3：先行指标与同步指标向上趋势不改



资料来源：Yardeni Research，国元证券研究所

图 4：就业与失业人数绝对水平持续修复



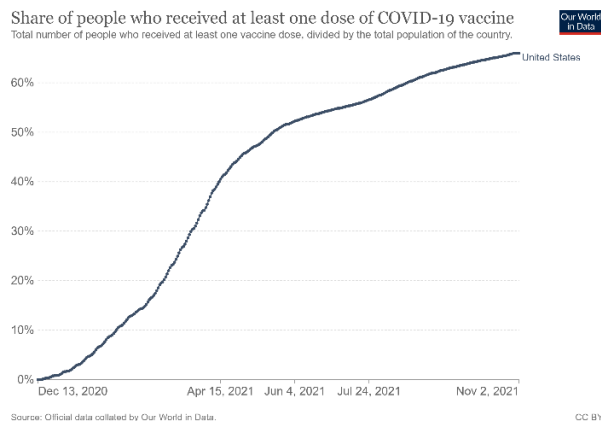
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 5：零售销售高频数据已经显示近几月位于高位震荡



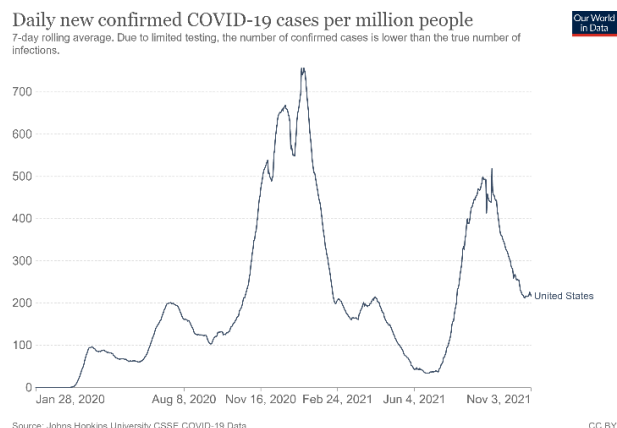
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 6：美国疫苗接种率达 66%，完全接种率 57%



资料来源：Our word in data, 国元证券研究所

图 7：7-9 月疫情反复已有缓解，新增确诊持续回落



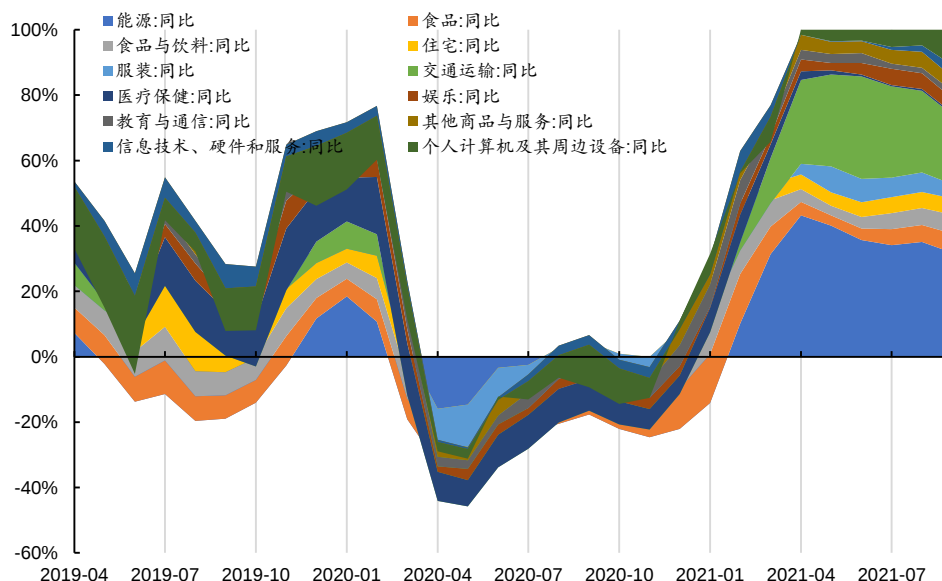
资料来源：Our word in data, 国元证券研究所

1.3 坚持“高通胀暂时论”，措辞变化透露出对不确定性因素略有担忧

联储与对通胀的看法仍然维持“高通胀是暂时的”观点不变，(Inflation is elevated, largely reflecting factors that are expected to be transitory)，但增加了“预计是暂时的”，可见面对疫情的不可控的情况下，供给链瓶颈的缓解一直遭受疫情这一不确定性因素的掣肘。

整体来看，疫情冲击之下，生产生活受到严重影响，全球经济重启下供需失衡的原因导致某些领域价格大幅上涨，拉高整体通胀水平的提升；其次，由于 7 月份疫情的持续升级导致原本供应偏紧与运力阻滞的格局雪上加霜，也是当下供给紧张无法得到缓解的影响原因之一。但联储当下仍对“通胀暂时论”保持坚持，但面对不确定性，愿意保持持续跟踪与监测，在需要的时候启动货币政策工具进行干预，保障“Price stability”这一目标的实现。

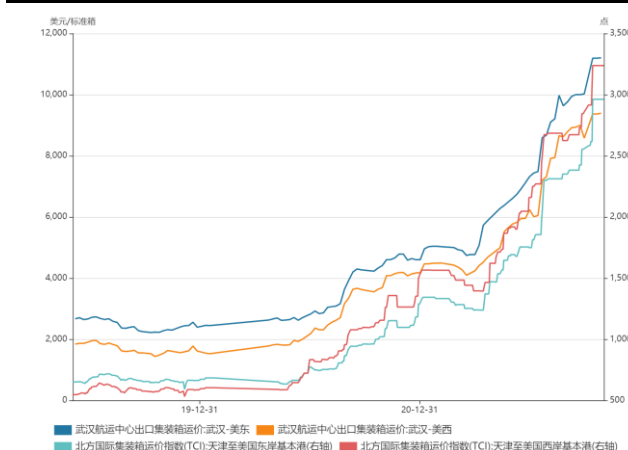
图 8：能源和交运是 CPI 同比高增的主要贡献力量



资料来源：Wind, 国元证券研究所

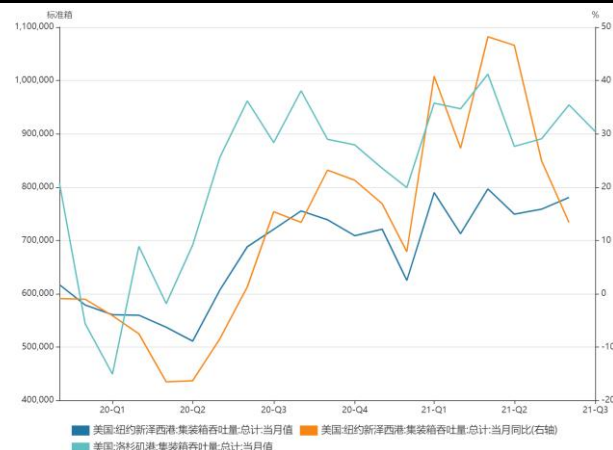
从CPI的各分项表现来看,交通运输项与能源项是美国通胀上涨的最主要贡献力量,运力瓶颈问题可以从集装箱运价及美国主要港口的集装箱吞吐量得到印证,疫后补贴刺激了美国居民消费需求,而国内原本的供给无法满足需求的激增,叠加疫情反复对生产的影响不断,最终将需求的解决途径指向了进口,加剧了海运和港口的运输压力,同时也引起了运价的飙升。

图 9: 运价的上涨体现了美国疫后的供需缺口



资料来源: Wind, 国元证券研究所

图 10: 最新数据显示集装箱吞吐已有边际回落



资料来源: Wind, 国元证券研究所

展望后市,以疫情可控为前提,运力端的瓶颈有望得到解决,主要源于以下判断,但需要注意解决的过程需要一定时间,并非一蹴而就:

- 供需失衡的变化与运力瓶颈的问题近期得到了官方的关注,在政府的召集与协调下,各港口与大型企业率先承诺,增长运营时间提高效率,致力于解决供应链拥堵问题;

白宫于年中成立供应链中断特别工作组,对美国经济复苏的运输和物流瓶颈问题加以关注,8月任命了港口特使约翰·波卡里,以帮助推动控制运输和物流供应链的众多私营公司之间的协调;10月政府召集商界领袖、港口领袖和工会领袖,讨论全国港口面临的挑战以及如何采取行动解决供应链拥堵问题,在此之后洛杉矶和长滩港率先增加运营时长,尽量通过轮班实现24/7全天候运营,沃尔玛、联邦快递、三星等企业也纷纷承诺通过不同方式提升运力,提高效率以缓解供应链的掣肘问题。

- PMI细分项中供应商交付与客户库存已经反应了供需关系的边际变化。

库存作为一个存量概念是供需二者的差额,也是当前供给与需求状况的结果反应,PMI细分项中“客户库存”的底部反转已经显示了供需关系的边际改善,供应商交付的细分项也可以作以印证,因此我们对未来供应链拥堵、运力滞阻的解决是比较有信心的,但该问题的解决并非从现在开始,也不会当下结束,整个过程仍需要一定时间,且根据政府的干预(外运),就业的改善(内运)情况有所变化,同时需要关注需求端消费的强弱,并非一蹴而就,但至少我们已经看到了边际的变化,且改善已经行至途中。

1.4 联储态度

回溯历史经验，为今天面临的风险和不确定性提供了一些参考：货币政策制定者不要试图抵消通胀可能出现的暂时波动，若盲目做出反应，可能弊大于利，尤其是在政策利率更接近实际利率的时代；由于货币政策对通胀的主要影响可能会滞后一年或更长时间。如果央行针对暂时性因素采取紧缩政策，那么主要政策效应很可能在需求过去后才出现。

我们认为，联储当下的货币政策更多是在暂时的通胀飙升与干预通胀引发其他复杂问题的二者之间寻求平衡，一方面最大力度支持经济的复苏与就业的修复，强大的劳动力市场可以为社会带来非凡好处，另一方面始终保持对通胀数据及细分项目的监控，观察不断变化的数据和未知风险，避免高通胀成为严重问题，随机应变。

从最新数据来看，经济的恢复已经见到了一些成果，供需失衡正在改善，也看到了通胀持续放缓，尤其是受疫情影响最大的商品和服务价格。在此基础上，劳动力市场的不断恢复也是货币政策转向的底气与信心，且当下的美联储更加愿意与市场沟通，尽量避免政策导向与市场预期期间信息不对称所导致的预期差，促进政策发挥其应有的效果。

1.5 货币正常化应分为三个阶段

参考以往货币正常化的进程，主要分为三个阶段：“缩减购债 → QE 退出，基准利率不变 → 执行加息”，而每个阶段均有面对的现实环境与选择，下一个阶段的开启需要满足一定的前提条件，即经济恢复得到确认，假如经济恢复不及预期则可能重新回到 QE，以对经济活动提供支持，上一轮中的 QE1/QE2 再到 QE3 便是如此。

第一阶段已于 9 月释放出了明显信号，当下 11 月议息会议的已宣布本月开始正式进入缩减购债的进程，货币政策正常化的第一阶段正式已经开启；

第二阶段的长度将取决于 QE 退出后各项经济指标的情况，不排除维持一定时间的无 QE/低利率的环境保持对经济的支持，但如果就业、PMI、通胀等指标能够基本达到 2015 年 12 月相似的水平，符合联储加息的前提条件，将迎来第三阶段加息的执行；

第三阶段则需要兼顾外部风险以及加息溢出效应对美国经济的作用，同时考虑国内经济的现实情况，以上因素都会影响美联储的加息决策的判断与力度，当下的加息预测时点可作为参考但经济未来的不确定性可能有新的影响。

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_28993

