

## 通胀表述动摇，加息表态偏鸽

——美联储 11 月议息会议点评

2021 年 11 月 05 日

- **美联储如期开展 Taper，维持基准利率不变。** 资产购买规模 11 月将开始缩减，分别为缩减购买 100 亿美元国债和 50 亿美元 MBS，12 月预期维持相同缩减规模。后续预期适当减少每月资产购买规模，根据经济走势决定购买步伐。
- **美联储对加息表态整体偏鸽，与市场预期不一致。** 鲍威尔强调当下 Taper 不构成对加息情况指引，加息门槛更为严格。市场预期 2022 年或有两次加息，与鲍威尔表述形成差异。
- **经济延续修复，供应端约束和疫情为主要干扰项。** 在疫情影响下，就业修复偏缓，对居民的高额补贴也一定程度上压制了就业意愿，虽然当前补贴已经取消，但对病毒传播的担忧，以及年轻群体疫苗完全注射率低于整体，劳动参与率依然偏低。供应整体偏紧也部分影响了经济增速。
- **Taper 影响弱于加息，关注 2022 年美联储加息进程。** Taper 的开启也有助于部分缓释当前通胀高企的风险，为后续的加息预留出足够的时间。从当前节奏来看，Taper 将于 2022 年 6 月前结束。当前依然面临通胀居高不下的风险，本次虽然 Taper 如期而至，但鲍威尔表态依然回避加息。
- **英国央行维持利率保持低位，表态偏鸽下，英镑领跌。** 英国央行维持利率在记录低点不变，超出市场预期，贝利表述鸽派，英镑大幅下挫。英国国债收益率回落，也部分带动美债收益率下跌，市场对于英央行加息预期延后。关注明年二季度欧美央行表述的转向。
- **暂时性通胀表述弱化，未来通胀仍将承压。** 对于未来通胀走势增加“预期”描述，美联储已不再坚守通胀为暂时性的观点。通胀对未来美联储政策走向仍是主要影响因素之一。美国当前 CPI 攀升至近几年高位，在大宗商品价格持续上行，供给端尚未修复，极端气候和全球运力紧张等多重因素作用下，未来通胀高位盘桓压力延续。
- **OPEC 拒绝扩大原油增产力度，消费国通胀担忧延续。** OPEC 批准 12 月增产 40 万桶/日，远低于美国建议增产幅度。当前主要石油消费国对高油价带来的通胀焦虑增加，欧洲天然气价格的暴涨也加剧了通胀上行。美国为稳定能源价格，削减高油价带来复苏进程的减缓，未来或将释放石油战略储备。
- **风险因素：** 美联储非农就业不及预期，疫情冬季发展超预期，通胀持续上行超联储目标。

**分析师：** 徐飞  
执业证书编号： S0270520010001  
电话： 021-60883488  
邮箱： xufei@wlzq.com.cn  
**研究助理：** 于天旭  
电话： 17717422697  
邮箱： yutx@wlzq.com.cn

### 相关研究

成本压力延续，供应有所放缓  
GDP 增速“破 5”，经济动能转弱  
煤炭推升 PPI，CPI 低位徘徊

## 正文目录

事件.....	3
1 如期开展 Taper，加息表述偏鸽.....	3
2 通胀持续攀升，未来政策重要影响因素之一.....	4
3 关注未来海外主要经济体加息进程.....	5
4 风险提示.....	5
图表 1: FOFM 会议声明对比.....	3
图表 2: 美国通胀攀升至高位 (%).....	4
图表 3: 隐含通胀率也持续攀升 (%).....	4
图表 4: 9 月就业不及市场预期，疫情扰动延续 (%).....	4
图表 5: 商品生产类员工工资指数持续上行 (%).....	4
图表 6: 美联储资产持续攀升，未来预期逐步回落 (万亿美元).....	5

## 事件

美联储公布最新利率决议，维持联邦基金利率目标保持在0%-0.25%区间不变，超额准备金率（IOER）维持在0.1%不变，贴现利率维持0.25%不变。在缩减购债方面，11月将开启缩债，每月资产购买规模减少150亿美元。整体符合市场此前预期。

### 1 如期开展 Taper，加息表述偏鸽

**维持基准利率不变。**维持联邦基金利率在0-0.25%区间，同时将超额准备金率（IOER）维持在0.10%。此前美联储对市场预期管理充分，如期开展Taper，资本市场已经对缩减购债预期逐步消化。

**资产购买规模逐月收缩，时点和规模符合市场预期。**此前美联储每月资产购买规模1200亿美元，分别为800亿美元的国债和400亿美元的住房抵押贷款支持证券（MBS），本月缩减购买100亿美元国债和50亿美元MBS，即11月中旬购债规模调整为700亿美元国债和350亿美元MBS，12月将调整为600亿美元国债和300亿美元MBS。后续预期适当减少每月资产购买规模，根据经济走势决定购买步伐。

图表1: FOMC会议声明对比

FOMC会议声明对比		
	9月FOMC声明	11月FOMC声明
利率	维持联邦基金利率目标保持在0%-0.25%区间不变，超额准备金率（IOER）维持在0.1%不变，贴现利率维持0.25%不变。	
QE	每月继续购买至少800亿美元国债、400亿美元机构抵押贷款支持证券（MBS）	每月继续购买700亿美元国债、350亿美元机构抵押贷款支持证券（MBS）
当前经济	随疫苗接种进展和政策的有力支持，经济活动和就业指标继续加强；在受疫情影响最严重的部门近几个月已经有所改善，但疫情减缓了恢复速度。	随疫苗接种进展和政策的有力支持，经济活动和就业指标继续加强；在受疫情影响最严重的部门近几个月已经有所改善，但夏季疫情减缓了恢复速度。
通胀	通胀上升主要是暂时性因素。	通胀上升预期主要是暂时性因素。疫情和经济重启带来的供需失衡，导致一些部门价格大幅上行。
金融市场	整体金融状况保持宽松，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。	
经济前景	经济发展路径继续取决于病毒的走向，疫苗接种可能会继续减少公共危机对经济的影响。经济前景的风险依然存在。	经济发展路径继续取决于病毒的走向，疫苗接种和供应限制的缓解将支持经济和就业的持续增长，通胀也将有所缓解。经济前景的风险依然存在。

资料来源：美联储官网，万联证券研究所

**经济延续修复，疫情仍为干扰项，供应端约束也影响了生产放缓和价格上行。**除了疫情因素给未来经济发展带来不确定性，当前供应端偏紧的问题也逐步显现。美国经济上半年快速复苏，全球国家和行业修复失衡问题显现，大宗商品价格持续上行，供应整体偏紧也部分影响了经济增速。

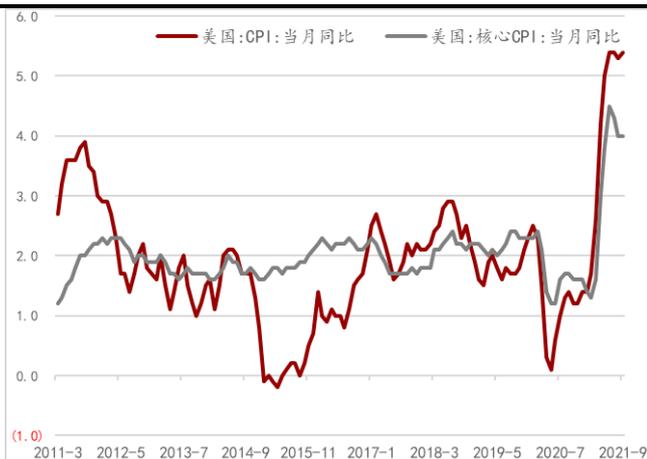
**美联储对加息表态整体偏鸽，与市场预期形成差异。**鲍威尔强调当下缩减购债规模不构成对加息情况的指引，加息的门槛更为严格，取决于经济的自身发展。美联储表态虽然有意压降加息预期。但FOMC会议过后，市场对未来加息预期较高，预期2022年可

能加息2次。

## 2 通胀持续攀升，未来政策重要影响因素之一

**暂时性通胀表述弱化，未来通胀仍将承压。**弱化了通胀为暂时性的表述，对于未来通胀走势增加“预期”描述，美联储已不再坚守通胀为暂时性的观点。通胀对未来美联储政策走向仍是主要影响因素之一。充分就业和稳物价的双重目标下，决定了加息的合理时点。美国当前CPI攀升至近几年高位，在大宗商品价格持续上行，供给端尚未修复，极端气候和全球运力紧张等多重因素作用下，未来通胀高位盘桓压力延续。

图表2: 美国通胀攀升至高位 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

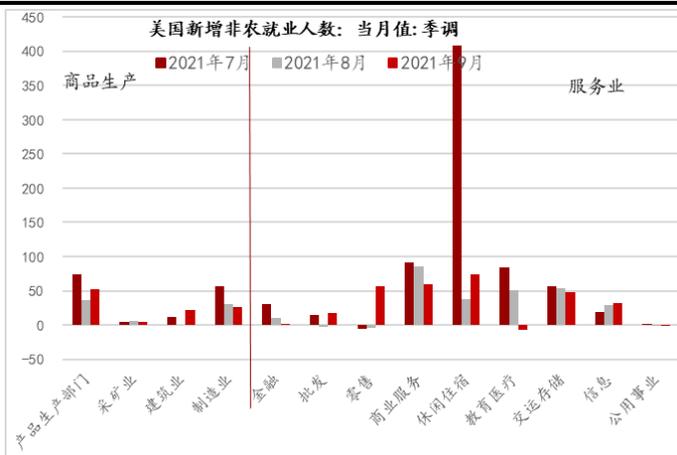
图表3: 隐含通胀率也持续攀升 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

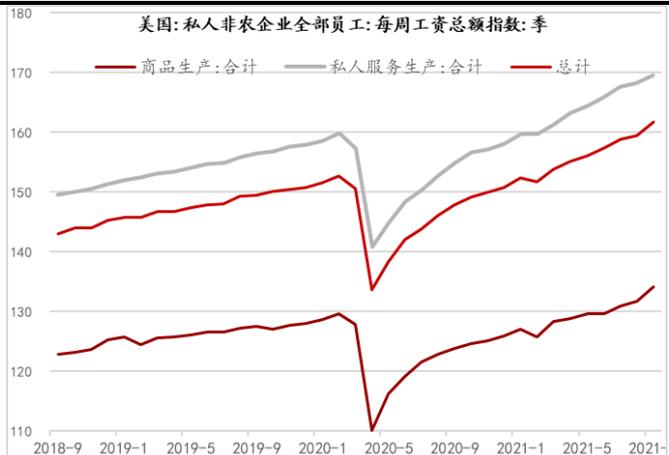
**用工成本增加，服务业就业修复偏缓。**疫情以来，员工薪酬持续上行，也带来了用工成本的增加。在疫情影响下，就业修复偏缓，也是拖累政策快速收紧的因素之一，服务业受疫情扰动相对更大。疫情以来，对居民的高额补贴也一定程度上压制了就业意愿，虽然当前补贴已经取消，但对病毒传播的担忧，以及年轻群体疫苗完全注射率依然偏低，劳动参与率依然偏低。就业将难以回归至疫情前水平，如果就业持续弱于美联储预期，加息时点或进一步后移。

图表4: 9月就业不及市场预期，疫情扰动延续 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表5: 商品生产类员工工资指数持续上行 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

### 3 关注未来海外主要经济体加息进程

**Taper影响弱于加息，关注2022年美联储加息进程。**Taper的开启也有助于部分缓释当前通胀高企的风险，为后续的加息预留出足够的时间。从当前节奏来看，Taper将于2022年6月前结束。当前依然面临通胀居高不下的风险，本次虽然Taper如期而至，但鲍威尔表态依然回避加息，对市场普遍预期的2022年加息2次的表述含糊不清。

**英国央行维持利率保持低位，表态偏鸽下，英镑领跌。**英国央行维持利率在记录低点不变，超出市场预期，贝利表述鸽派，英镑大幅下挫。英国国债收益率回落，也部分带动美债收益率下跌，市场对于英央行加息预期延后。关注明年二季度欧美央行表述的转向。

**OPEC拒绝扩大增产力度，消费国通胀担忧延续。**OPEC批准12月增产40万桶/日，而美国建议增产幅度为40万桶的2倍。当前主要石油消费国对高油价带来的通胀焦虑增加，欧洲天然气价格的暴涨也加剧了通胀上行。美国为稳定能源价格，削减高油价带来复苏进程的减缓，未来或将释放石油战略储备。

图表6: 美联储资产持续攀升，未来预期逐步回落 (万亿美元)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

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\\_29003](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_29003)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn