

总量研究

通胀不构成美联储加息的条件

——2021 年 11 月美国 FOMC 会议纪要点评

作者

分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002

010-56513108

gaoruidong@ebsecn.com

分析师：赵格格

执业证书编号：S0930521010001

0755-23946159

zhaogege@ebsecn.com

相关研报

中期选举压力显现，拜登如何筹谋对华战略？——《大国博弈》系列第十三篇

美国 10 月通胀大超预期，价格压力全面升温——2021 年 10 月美国 CPI 数据点评

疫情消退，10 月美国非农强劲反弹——2021 年 10 月美国新增非农数据点评

Taper 如期而至，加息“等等再看”——2021 年 11 月美联储议息会议点评

拜登 1.75 万亿美元财政刺激法案，阻碍在哪里？——《大国博弈》系列第十二篇

第三支柱养老提速迫在眉睫：来自人口的视角——《人口峭壁》第五篇

能耗双控影响持续，价格或进入摩顶阶段——2021 年 10 月 PMI 数据点评兼光大宏观周报（2021-10-31）

财政收支同步走弱，政策发力延后至四季度——光大宏观周报（2021-10-19）

中美缓和开启，市场如何演绎——光大总量之光电话会议纪要（2021-10-08）

中美新一轮谈判将起，美方要价兵棋推演（2021-10-07）

中美关系峰回路转，美方诉求在哪里——光大宏观周报（2021-09-26）

要点

事件：

美联储 11 月 2-3 日议息会议纪要显示，与会者认为，目前通胀水平和就业复苏程度已经达到资产购买缩减 (Taper) 的标准，FOMC 就 11 月议息会议宣布 Taper 达成一致。但 FOMC 内部对通胀问题仍有分歧，并进行深入讨论。最后，FOMC 再次强调，Taper 结束时点与最终开启加息时点之间没有联系。议息会议纪要发布后，10Y 美债收益率小幅下行 1bp 至 1.64%。

核心观点：

11 月 FOMC 会议对 Taper 启动时点达成一致，并就通胀问题进行深入讨论。美联储官员仍普遍持“暂时性”通胀观点，但通胀可能持续更长一段时间，并且，在通胀压力升高过快的情形下，不排除美联储加速 Taper 可能。然而，Taper 与加息没有内在联系，鉴于美联储当前仍以“保经济”为主要政策目标，加速收紧货币政策（加息）为小概率事件，我们维持加息不早于 2023 年的判断。

经济修复仍在进行，通胀不构成美联储加息的条件。

会议纪要显示，现阶段，通胀和就业都已达到美联储购债缩减目标，但美联储官员再次强调，开启 Taper 与加息时点无内在联系，加息比 Taper 有更严格的标准。一方面，此次通胀起因主要为供给端问题，而不是传统的需求拉动型通胀。因此，利用传统货币政策工具（如加息）来控制通胀并不能达到理想的结果。

另一方面，美国经济仍在复苏阶段，过早加息有可能打乱经济修复的节奏。从美国产出缺口的角度来看，2021 年三季度美国不变价 GDP 同比增速 4.87%，两年复合同比增速为 0.92%，若我们以疫情前 2019 年的同比增速作为潜在产出水平，则目前美国的产出缺口为-1.65 个百分点，距离疫情前仍有较大的产出缺口有待修复，参见 11 月 22 日报告《美国货币政策外溢的三重预期差》。

除了对通胀的考虑之外，明年 11 月，美国将进行中期选举，拜登希望美国经济稳步复苏成为民主党竞选中最有利的一张牌，而过快加息则会导致市场恐慌，并可能打乱经济复苏的步伐。因此，我们认为，基于对拜登方面的考虑，鲍威尔或更倾向于看到经济复苏到一定程度后再开始加息。

在经济和就业都尚未完全修复的情况下，我们判断，现阶段美联储加快货币收紧节奏的概率较小，叠加中期选举对货币政策收紧时点的影响，我们维持加息不早于 2023 年的判断。

11 月 12 日起，每月 Taper 100 亿美元美债、50 亿美元 MBS。

纪要显示，在 FOMC 宣布开始资产购买缩减后，美联储公开市场交易台将于 11 月 12 日起开始实施 Taper，12 月 13 日将进行第二次 Taper。虽然鲍威尔只明确了 11 和 12 月的 Taper 额度，但美联储非常重视 Taper 对市场预期的影响，所以，为减少 Taper 期间给市场带来的不确定性，预计美联储将维持每月缩减购买相同比例的美债和 MBS。但美联储也将持续跟踪经济形势的变化，并做好随时调整 Taper 规模的准备。

美联储对经济前景保持乐观，预计失业率将下行至历史低位。

纪要显示，美联储官员对 2021 年全年经济前景保持乐观，预计 2021 年实际 GDP 增速有望达到较高水平（9 月 FOMC 会议对 2021 年经济增速预测值为 5.9%），而 2022 年实际 GDP 增速将接近于 2021 年增速水平，2023 和 2024 年实际 GDP 增速将显著回落至潜在产出增速水平。

就业市场方面，纪要显示，在经济稳步复苏、疫情逐步消退的背景下，预计美国劳动力市场也会强势复苏。美国劳工部 11 月 5 日发布的 10 月非农数据显示，10 月新增非农就业大超预期，主要贡献项为受疫情冲击较大的、需线下接触类行业，如酒店与休闲业、专业商业服务、制造业和交通仓储业。疫苗接种率稳步提升，劳动力薪资水平上涨，叠加政府就业补贴停止发放，预计美国劳动力市场将加速修复。

FOMC 认为高通胀可能持续更长时间，上调短期通胀预期。

纪要显示，基于快速上行的食品和能源价格，叠加供应链瓶颈和薪资抬升等问题比预期的更严重，美联储官员认为高通胀可能持续更长时间（inflation pressures could take longer to subside），并上调短期通胀预期。PCE 同比将在年末远超 2%。美联储官员对短期通胀预期的上调显然受近期实际通胀水平压力影响，可以看到，在 2 年/4 年/8 年窗口下，美联储关注的各项通胀指标都已经接近或超出平均通胀目标水平。

现阶段，美联储官员普遍仍持有“暂时性”通胀观点，并表示，在供给侧问题逐步缓解后，通胀会在接下来的 2 年中逐渐回落。纪要显示，美联储官员预期 PCE 同比将在 2022 年回落至 2%，在 2023 年进一步回落至 1.9%，并在 2024 年小幅上行至 2%。但冬天疫情反复以及供给侧问题仍是导致通胀上行风险加剧的主要因素。

图 1：美联储 Taper 路径图

资产购买计划发布日期	国债，十亿美元	MBS，十亿美元
10/14/2021	80	40
11/12/2021	70	35
12/13/2021	60	30
1/13/2022	50	25
2/11/2022	40	20
3/11/2022	30	15
4/13/2022	20	10
5/12/2022	10	5
6/13/2022	0	0
7/14/2022	0	0

资料来源：美联储，光大证券研究所预测。

图 2：2 年/4 年/8 年窗口下，美国各项通胀指标已经接近或超出平均通胀目标

通胀衡量指标	2年窗口		4年窗口		8年窗口	
	2020年10月	2021年10月	2020年10月	2021年10月	2020年10月	2021年10月
核心CPI	2.0%	3.1%	2.0%	2.7%	1.9%	2.3%
FRB 克利夫兰联储CPI 中位数	2.7%	2.8%	2.6%	2.8%	2.4%	2.6%
FRB 克利夫兰联储16%截尾CPI	2.3%	3.2%	2.2%	2.8%	2.0%	2.3%
亚特兰大联储粘性CPI	2.4%	2.6%	2.4%	2.6%	2.3%	2.4%
核心PCE	1.6%	2.6%	1.7%	2.2%	1.6%	1.9%
基于市场的核心PCE (Market Based Core PCE)	1.5%	2.4%	1.4%	2.0%	1.3%	1.6%
FRB达拉斯联储截尾PCE	2.0%	2.2%	1.9%	2.1%	1.8%	1.9%
FRB旧金山联储周期核心PCE通胀	3.1%	3.4%	2.9%	3.2%	2.8%	3.0%
周期性敏感通胀 (Cyclically Sensitive Inflation)	2.0%	2.7%	2.0%	2.3%	1.8%	2.1%

资料来源：美联储，光大证券研究所。

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

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_30048

