

# 加速 Taper 预留政策主动权 ——美联储 12 月议息会议传递的信号

## 报告导读/核心观点

美联储本月加速 Taper 并计划于 2022 年 3 月退出量化宽松，点阵图显示加息预期明显前移。会后声明指出不会在 Taper 结束前加息但可能在实现充分就业前加息，说明耐心等待就业市场修复的前提是通胀不持续失控。我们认为本次加速 Taper 是为应对通胀失控预留政策主动权。实际 2022 年加息力度或低于预期且仍有不加息可能，美股面临的回调风险可能成为联储加息掣肘，美国通胀压力消退和经济动力回落也会减少联储加息的动力。

□ **受制于通胀压力加速 Taper，按当前节奏 2022 年 3 月将正式完成量化宽松退出购债规模方面**，Taper 提速至 300 亿美元/月（200 亿美元国债+100 亿美元 MBS）。按当前速率，美联储将在 2022 年 3 月完成量化宽松的退出。但同时议息声明也指出，如果经济前景变化也随时准备好回调购债规模。整体基调基本符合会前的市场预期。鲍威尔也明确指出通胀是加速 Taper 的理由，“

利率区间方面，美联储维持基准利率为 0%-0.25% 区间，逆回购利率与超额准备金利率（IOER）维持不变，符合预期。虽然会议声明提出：“通胀已持续超过 2%，但在美国市场恢复充分就业前仍将把联邦基金利率控制在当前水平”，但鲍威尔在会后声明中指出不会在 Taper 结束前加息但可能在实现充分就业前加息，说明耐心等待就业市场修复的前提是通胀不持续失控。

□ **直面当前通胀压力但对 2022 年底的通胀保持乐观，就业市场核心约束仍是疫情** 通胀方面，一是本次会议声明不再使用“临时性通胀”表述，改为“疫情所导致的供需错配和经济复苏持续推升通胀水平”，但对 2022 年底的通胀水平仍然保持乐观 PCE 增速将回落到 2.6%。二是认为通胀压力确实向更广泛的商品和服务领域蔓延，但工资增长不是当前通胀水平上升的主要原因，工资-通胀螺旋式上升压力暂不存在。

就业方面，一是认为从多项指标来看，明年将实现充分就业；二是本次会议声明认可了过去几个月就业市场的修复情况。但声明同样提到了新病毒可能对未来的经济前景构成挑战；三是认为对疫情的担忧是影响当前劳动力参与率修复缓慢的核心原因。

□ **年内 GDP 预期下调、通胀预期上调但对 2022 年保持乐观，加息预期明显前移** 本次经济预测下调经济增长预期，2021 年 GDP 实际增长预期由 5.9% 下调至 5.5%；2022 年 GDP 预期由 3.8% 上调至 4.0%，主要反映受疫情影响美国经济复苏进程被延后。本次预测通胀预期进一步上调，2021 年 PCE 预期由 4.2% 上调至 5.3%，2022 年 PCE 预期由 2.2% 上调至 2.6%。说明联储承认短期通胀存在较大压力；但对于 2022 年底的通胀水平依然保持乐观。加息预期进一步前移，点阵图显示 2022 年将加息 3 次。会议期间 CME 联邦基金利率期货对 2022 年 4 月首次加息概率的定价达到 90%。整体来看，美联储一方面直面通胀压力，通过较为鹰派的态度管理通胀预期，认为明年将实现充分就业达到加息条件且结束购债到加息的时间不会像上一轮一样漫长（上一轮 2014 年 11 月完成 Taper，2015 年 12 月启动加息，2017 年开始连续加息）；另一方面对 2022 年供给问题消退通胀降温持有较为乐观的态度。我们认为：一是说明当前的政策调整均是在为通胀失控预留随时出击的政策主动权；二是传递联储有能力控制通胀的信号，对市场进行前瞻指引和预期管理。

□ **加速 Taper 是为预留政策主动权，2022 年加息力度或低于预期且有不加息可能** 本次加速 Taper 是为应对通胀预留政策主动权。11 月美国 CPI 进一步上行，同比增速达到 6.9%，年内可能进一步上行并突破 7%。从当前位置看，联储显然无法忽视高企的通胀增速，但货币政策作为需求工具难解供给问题的窘境未改。从 Taper--加息--缩表的政策顺序考虑，本次 Taper 提速实质是为应对通胀预留政策主动权，防止未来通胀进一步失控导致货币政策猛踩急刹车。但预留主动权并不意味着实际行动，我们认为 2022 年无需对美联储的加息力度过于悲观，实际加息次数大概率低于当前点阵图显示的力度且仍然存在不加息的可能。原因如下：

一是**预计美股回调风险将成为美联储加息最大掣肘**。我们曾于前期报告《先立后破，产业突围》中前瞻性指出，2022 年 Q2 美股在加息预期短期无法证伪、经济下行压力加大的背景下可能因估值和盈利端的双重压力而大幅回调。美联储于 11 月发布的金融稳定报告中也继 5 月后再次指出：“风险资产价格普遍上涨，多数估值相对历史较

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

联系人：林成炜

执业证书编号：S1230120080050

邮箱：linchengwei@stocke.com.cn

## 相关报告

报告撰写人：李超

高；如果风险偏好下降、遏制病毒的进展令人失望或复苏停滞，资产价格可能容易大幅下跌。”一旦美股因“加息预期”而大幅回调，美联储的政策行为将受较大制约。

**二是通胀压力将逐步回落。**我们维持前期报告对2022年美国通胀的判断，CPI同比增速高点将现于Q1（2022年高点，也是本轮CPI高点），预计年末回落至3-3.5%区间。中长期通胀预期可能逐步企稳回落，通胀层面给予联储的政策压力将逐步消退。

**三是预计美国经济增速高点将于Q1出现，2022年GDP同环比增速回落压力加大。**伴随美国补库渐入尾声，经济将呈现同环比增速前高后低，逐季下行节奏；提前退休人群也将给就业修复的尾部阶段增加压力，经济就业层面仍将对联储形成制约。

**□ Omicron传播力强但感染症状较轻，短期对联储政策制约减弱但不宜过度乐观**我们认为本次Taper提速与当前Omicron病毒风险暂时可控有关。Omicron病毒虽然具有较强传播力且对当前的疫苗保护作用产生明显挑战（南非实验室数据显示辉瑞疫苗对Omicron的有效率仅23%），但利好在于患病的症状较轻。当前美国已在25个州发现Omicron病毒的确诊病例，在近期美国新增确诊病例中国的还在那边达到3%，存在以下特征：**一是存在明显的“免疫逃逸”，75%的患者已经接种2针疫苗，其中三分之一的人甚至已接种加强针（以12月CDC的调查样本为基础）；二是多数感染者症状较轻，如果往后症状仍以轻症为主，未来病毒对就业市场和经济的影响可能边际减弱，短期对美联储政策退出路径的制约也将相应下降。**展望未来，我们认为对于Omicron新毒株和未来病毒持续变异的影响仍然不可小视，一旦疫情再次剧烈冲击经济和就业市场，不排除联储暂缓或暂停政策退出的可能。

**□ 2022年美债收益率宽幅震荡而后小幅下行，美元高位震荡后逐步趋于下行**

本次议息会议前市场一致预期美联储可能将Taper速度提升至300亿美元/月；最终联储决定提速且加息预期前置基本符合市场预期。我们的观点认为**2022年加息力度或低于预期且有不加息可能，据此对未来资产价格展望如下：**

**美债方面，**我们此前判断美债收益率本轮反弹难破年内前高，尤其是Taper公布后上行动力将逐步衰竭，目前已基本兑现。当前市场已形成“通胀再超预期--加息预期增强--复苏预期恶化-长端利率下行”的定价逻辑。本次议息会议点阵图加息预期前置印证市场预期，因此美债价格在买入逻辑兑现后小幅回撤，截至报告时10年期美债收益率由1.45%小幅震荡上行至1.46%。展望2022年，我们认为上半年美债收益率可能呈宽幅震荡；下半年加息力度不及预期将使得政策利率的约束减少，美债收益率将继续反映通胀和基本面双双回落的预期，呈中枢下行态势。

**美元方面，**我们维持此前判断，短期加息预期可能驱使美元指数继续高位震荡；当前市场对欧美货币政策背离的定价已达到较为极致的状态，2022年美国加息力度不及预期（欧美货币政策背离程度收敛）以及欧洲补库即将滞后于美国启动，美元指数预计重回下行通道并下探90。从隔夜表现看，美元指数在“加息预期前置”的预期兑现后先上后下，截至报告时小幅收跌，符合欧美货币政策背离定价接近极致的逻辑。

**□ 2022上半年警惕美股回调，未来重点关注首次加息博弈以及期限利差倒挂**

**美股方面，**我们此前已指出年内仍有可能继续上行再创新高，隔夜美股市场也在“加息预期前置”的不确定性因素落地后持续上行。但2022年上半年需警惕美股在强加息预期、经济下行压力加大的背景下因估值和盈利端的双重压力而大幅回调；此后如果加息力度不及预期将逐渐修复此前跌幅。

此外，鉴于市场当前存在较强的加息预期，我们也就此提示重点关注两个潜在时间点：一是首次加息的博弈，需重点关注加息“从0到1”对估值处于高位的美股的挑战；二是如果美股经受住“首次加息”的考验则应将关注点转向“10年期-2年期”期限利差的变化。回溯历史，2000年科网泡沫破裂、2008年金融危机、2018年美股大幅回撤时均曾出现“10年期与2年期国债收益率倒挂”的信号。这一信号的本质是金融条件收紧叠加经济前景恶化的组合，往往由美联储连续加息所致。从当前10年期及2年期国债的收益率变化来看，可能在4-5次加息后出现收益率的倒挂。

**风险提示：疫情超预期导致宽松周期延长；通胀超预期导致美联储快速收紧。**

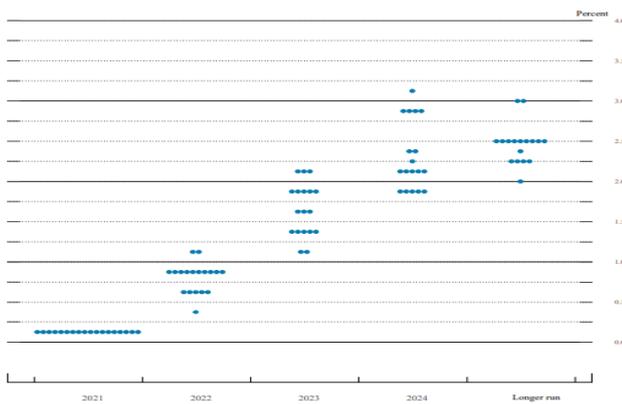
## 1. 重要图表

表 1：美联储整体下调经济增长预期、上调通胀预期（%）

	批准规模	2021	2022	2023	长期
实际 GDP 增长	9 月预测	5.9	3.8	2.5	1.8
	12 月预测	5.5	4.0	2.2	1.8
失业率	9 月预测	4.8	3.8	3.5	4.0
	12 月预测	4.3	3.5	3.5	4.0
PCE	9 月预测	4.2	2.2	2.2	2.0
	12 月预测	5.3	2.6	2.3	2.0
核心 PCE	9 月预测	3.7	2.3	2.2	
	12 月预测	4.4	2.7	2.3	

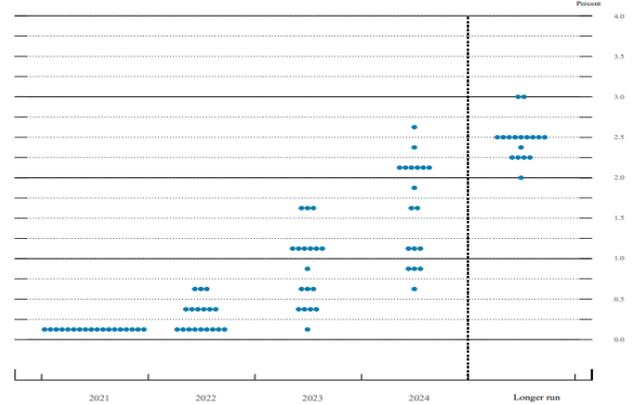
资料来源：美联储，浙商证券研究所

图 1：美联储 12 月利率点阵图



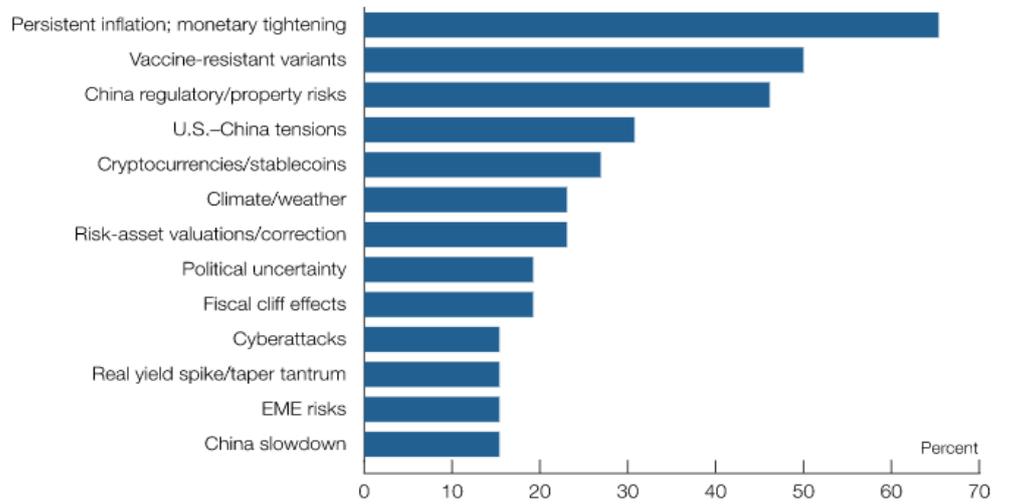
资料来源：美联储，浙商证券研究所

图 2：美联储 9 月利率点阵图



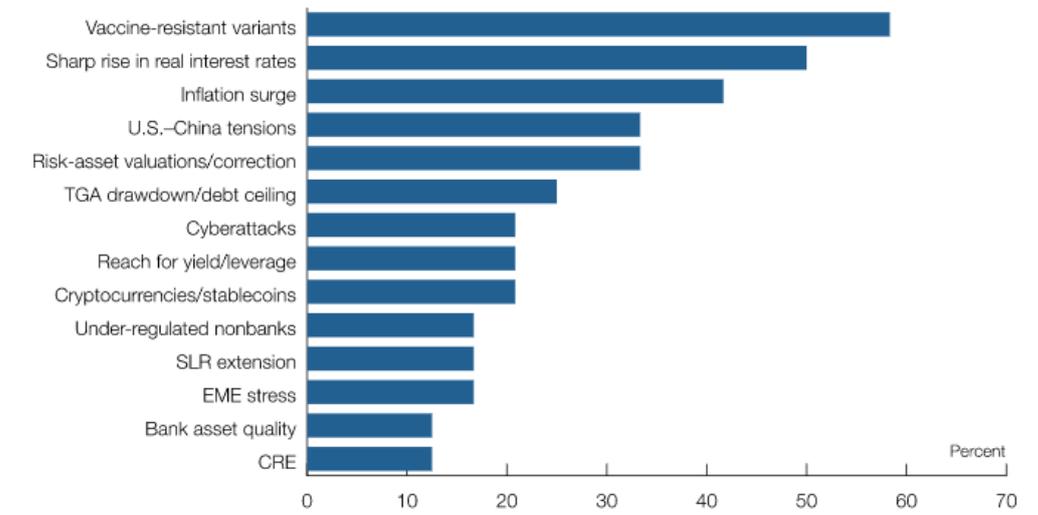
资料来源：美联储，浙商证券研究所

图 3：2021 年秋季调查美国市场参与者对金融稳定问题的忧虑点（%）



资料来源：美联储，浙商证券研究所

图 4：2021 秋季调查美国市场参与者对金融稳定问题的忧虑点（%）



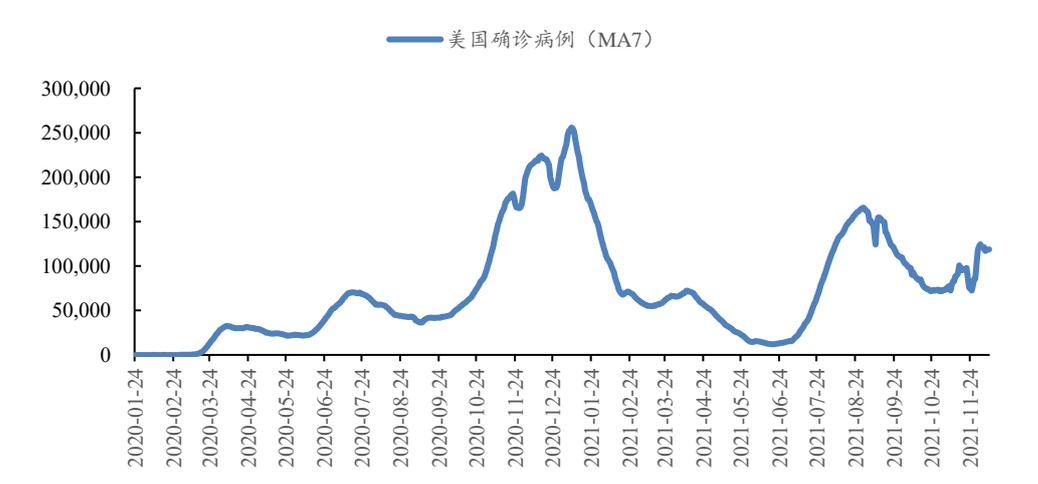
资料来源：美联储，浙商证券研究所

图 5：美国名义库存和实际库存增速变化（%，实际按 PPI、CPI 各 50%权重剔除价格因素）



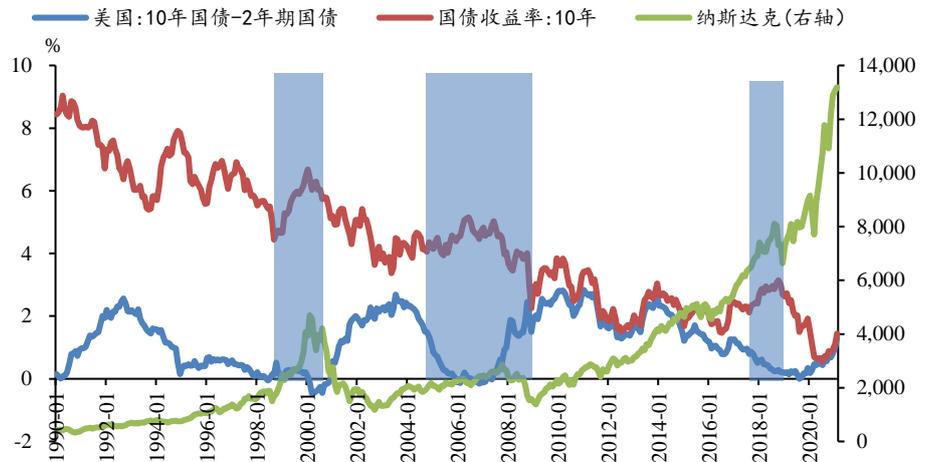
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 6：美国每日新增确诊病例（MA7，例）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 7：历次 10 年期国债+期限利差收窄的组合都导致纳斯达克回撤



资料来源：Wind，浙商证券研究所

表 2：2013-2014 年美联储的 Taper 节奏

	国债购买 (亿美元)	MBS (亿美元)
2013.12	450	400
2014.1	400	350
2014.2	350	300
2014.4	300	250
2014.5	250	200
2014.7	200	150
2014.8	150	100
2014.10	100	50
2014.11	0	0

资料来源：美联储，浙商证券研究所

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\\_31311](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_31311)



云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>