



任泽平：美联储货币政策 “温和”转向

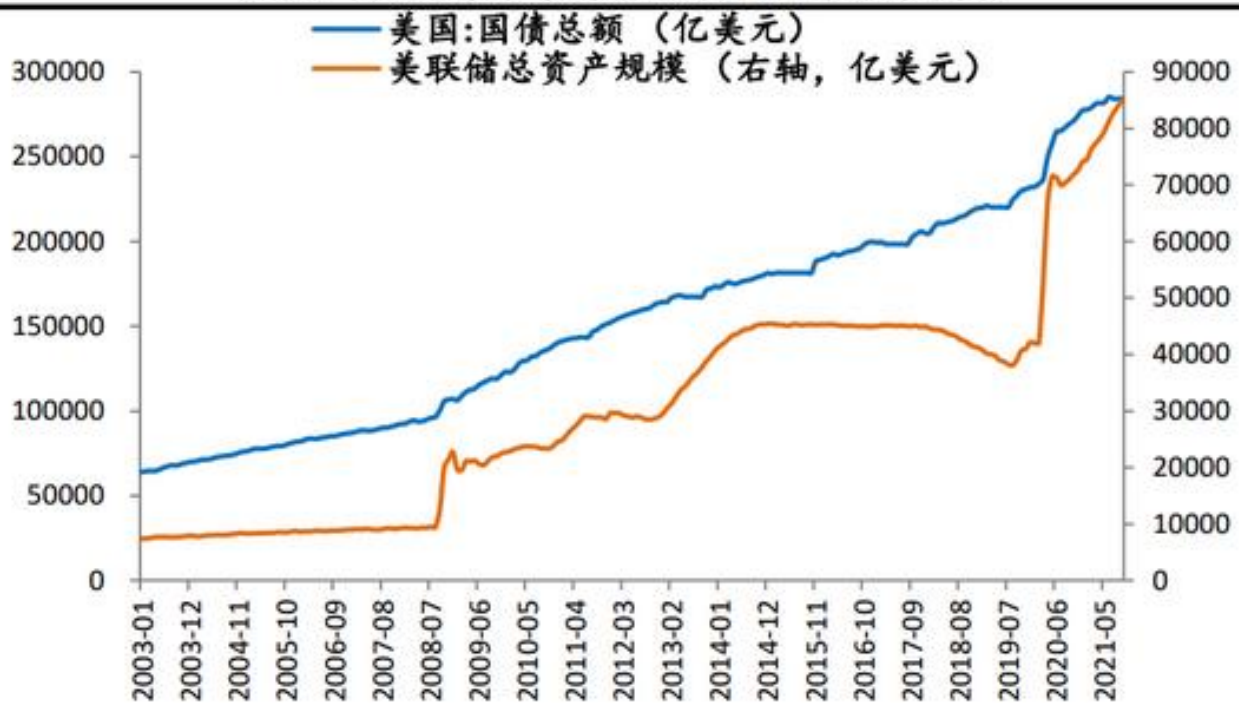


意见领袖 | 任泽平团队



@澳洲财经见闻

图表：美联储资产负债表和美国国债规模变动



资料来源：Wind，泽平宏观

泽平宏观

1 美联储“温和”Taper

1) 美联储宣布 11 月开始缩债。美联储在近期会议中表示 11 月将开始缩债进程，11 月与 12 月每月减少 150 亿美金的购债规模。此前，美联储的购债规模约为 800 亿美金的国债和 400 亿的 MBS；同时，维持超额准备金利率(IOER) 0.15%与隔夜逆回购利率（ON RRP）0.05%不变。

2) 美联储对加息的态度仍然偏鸽。从鲍威尔表述来看，美联储仍遵循“平均通胀目标制”，利率将持续维持现区间直至就业达到最大化水平，缩债结束并不对加息开始时间点有明确的指导意义。

3) 美联储政策转向具有其必然性：经济恢复取得进展、就业修复向好、通胀压力陡增、财政刺激放缓。

4) 美联储货币政策变动可能的路径是先根据美债发行调整资产购买速度和购买结构, 再逐步考虑加息的可能性, 最后考虑资产负债表规模缩减。从时间节奏看, 预计本轮 Taper 缩减购债将在 8 个月后即 2022 年 6 月结束, 预计 2022 年下半年到 2023 年美联储会根据经济和就业复苏状况讨论后续加息和缩表相关进程。

5) 从更长期看, 由于美国债务规模快速上升、拜登大规模刺激计划、美国经济复苏存在不确定性以及中美大国博弈, 美联储货币政策易松难紧, 基调整体偏鸽派, 这也是支撑美股持续创新高的重要原因。

6) 中美经济周期错位, 国内货币政策“以我为主”, 逐步打开宽信用窗口。历史上中美也有发生过货币政策的错位。从全球经济运行周期阶段看, 本轮我国经济比美国恢复的早, 货币政策正常化也早, 经济再度放缓的时间所以也更早一些。当前中国经济加速放缓, 3 季度经济增速破“5”, 可能已经跌破潜在增长率。

7) 全球大类资产或综合呈现美元回流、美债上涨, 大宗商品价格筑顶、权益波动抬升局面。

2 FOMC 会议宣布缩债, 对加息态度偏鸽

美联储宣布 11 月开始缩债。美联储在近期会议中表示 11 月将开始缩债进程, 11 月与 12 月每月减少 150 亿美金的购债规模。此前, 美联储的购债规模约为 800 亿美金的国债和 400 亿的 MBS; 同时, 维持超额准备

金利率(IOER)0.15%与隔夜逆回购利率 (ON RRP) 0.05%不变。

经济将继续改善，但受疫情影响。本次 FOMC 会议再次肯定了疫苗接种对经济与就业的积极作用。预计未来随着疫苗的接种，经济活动、就业以及通货膨胀等都将得到进一步改善。同时美联储也表示，未来经济的预期走势仍然与疫情情况密切相关，疫情所导致的经济风险仍然存在。

就业缺口仍存在。美联储认为受到疫情压制，就业缺口仍然存在，未来在未达到充分就业的情况下不会加息。

通胀是暂时的。美联储再次鉴定了通胀是暂时的论调。认为通胀是由疫情与供应链堵塞等暂时性因素所造成的，暂未形成工资与通胀的螺旋上升逻辑。

美联储对加息的态度偏鸽。从鲍威尔表述来看，美联储仍遵循“平均通胀目标制”，利率将持续维持现区间直至就业达到最大化水平。同时鲍威尔在发言中明确表示，缩债结束并不对加息开始时间点有明确的指导意义。

市场对此反应积极，当天纳斯达克指数收涨 1.04 个百分点，10 年期美债收益率为 1.575%，小幅下跌 0.23%，美元指数为 94.25，上涨 0.4299%，黄金价格为 1780.41 美元，上涨 0.6%。

3 美联储 Taper 的原因：经济恢复、就业修复、通胀压力、财政刺激放缓

3.1 经济恢复取得进展

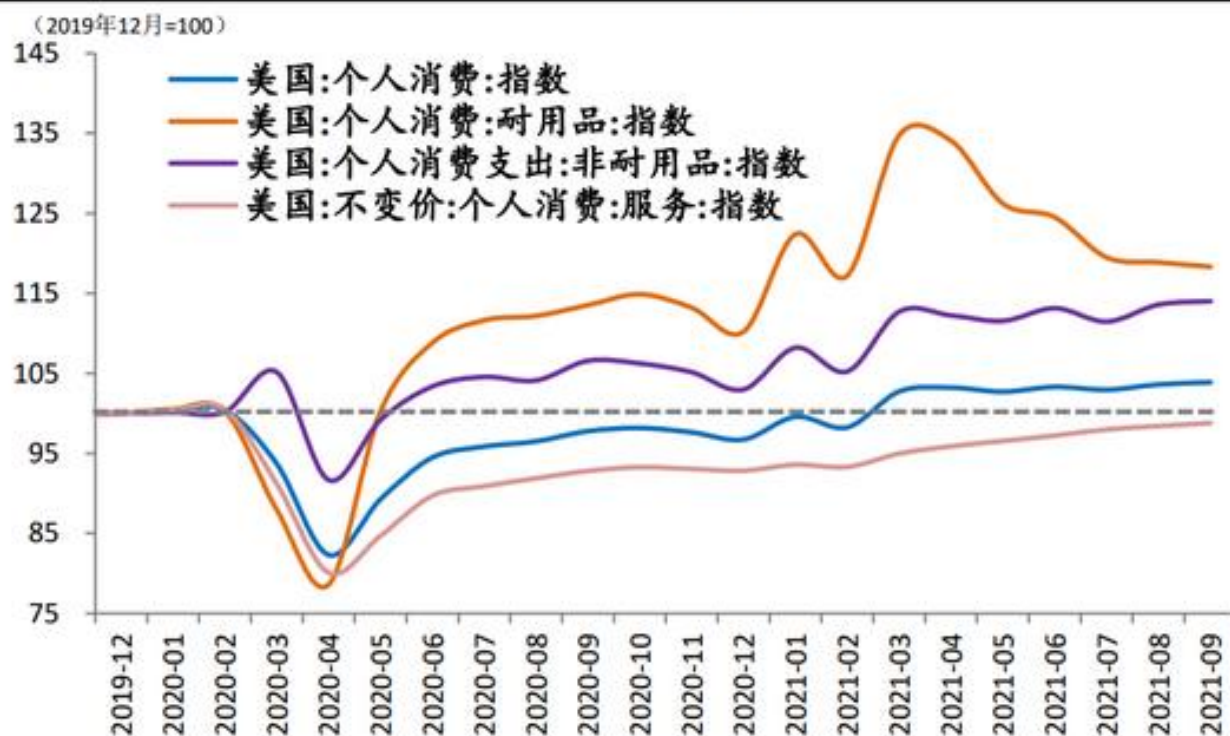
今年以来，美国经济供需两端持续恢复、需求端快于供给端；复苏沿着房地产、商品消费、设备投资、服务消费顺序依次展开；就业需求旺盛、但劳动力供给仍然不足；物价创历史新高。

消费是主导本轮经济复苏的主要力量，当前美国商品消费已超过疫情前水平，服务消费处于持续修复阶段。美国 9 月零售同比 14.28%，较 2019 年同期增长 23.06%，环比 0.74%。消费重心正从“线上+商品”转向“线下+服务”。四季度在“黑色星期五”以及圣诞节的刺激下，消费需求仍旺。但考虑到目前储蓄水平以及可支配收入增长速度均已回归均值，明年商品消费或将见顶回落。

但服务消费尚未接棒成为支撑本轮海外经济修复的主要力量。受劳动力市场、海运交通阻塞等引发的供应链限制，对海外经济修复速度带来扰动；叠加疫情影响，服务业恢复进程仍有反复，3 季度医疗、交运、娱乐等服务业分项消费量较 2019 年 4 季度仍有下滑。

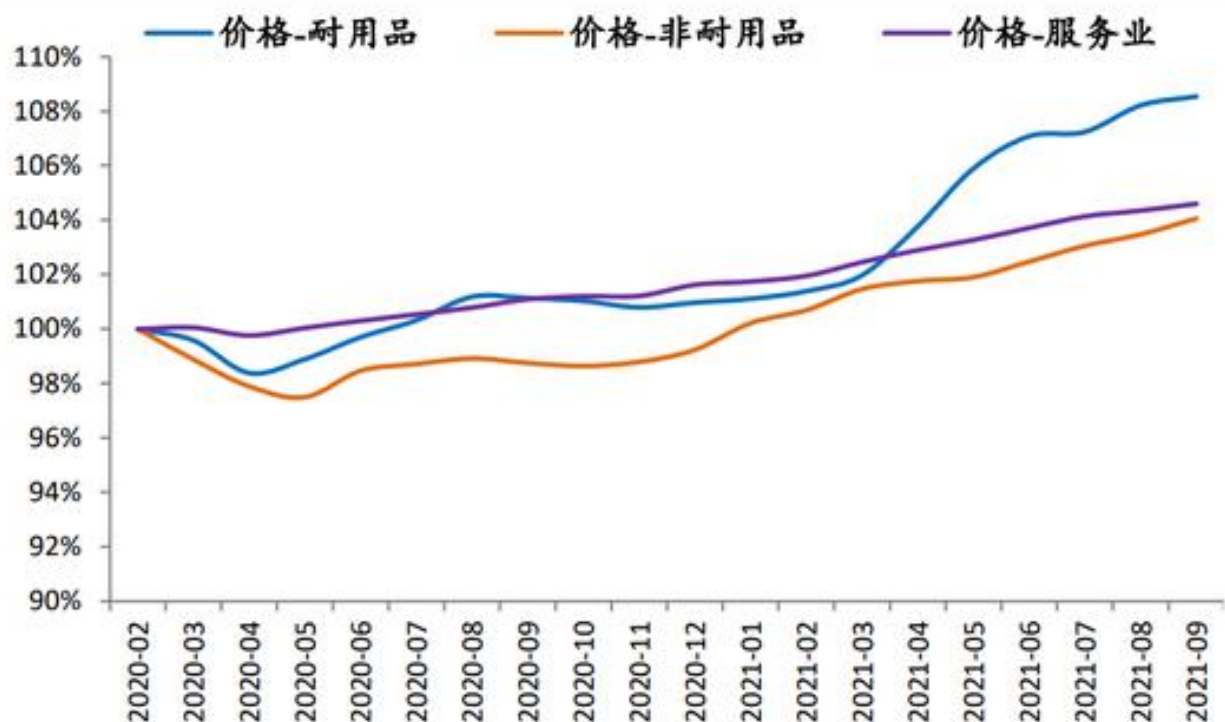
从 PCE 消费价量拆解来看，疫情后美国耐用品消费“价量双增”，而服务业消费“价增量减”，非耐用品消费价量变动相对温和。当前美国服务业仍有较大修复空间，从消费绝对量来看，当前美国 PCE 服务月消费修复至疫情前 98%分位。

图表：国商品消费已超过疫情前水平，服务消费处于持续修复阶段



资料来源: Wind, 泽平宏观

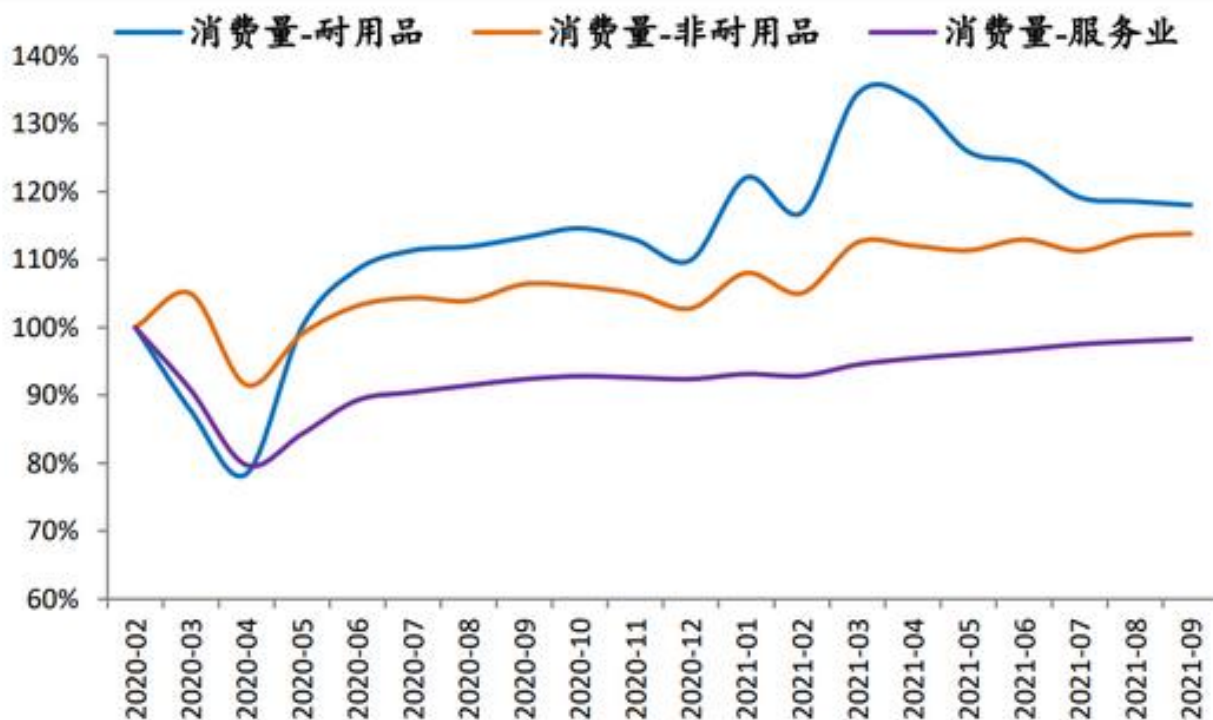
图表：疫情后 PCE 商品消费价量双增明显



资料来源: wind, 泽平宏观

泽平宏观

图表：当前美国服务业消费量修复至疫情前 98%



资料来源：wind，泽平宏观

泽平宏观

3.2 总量就业修复，结构性就业意愿不足

就业方面，需求旺盛但供给不足，随着疫情好转以及救济政策退出将促进就业恢复。从整体就业数据来看，9月份美国新增非农就业19.4万人，低于预期。主要是受教育行业的拖累，剔除后整体新增就业持续恢复。教育行业就业不佳，主要是由于学校受疫情影响招聘节奏出现变化，导致地

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_28885

