

总量研究

鸽派鲍威尔，鹰派点阵图

——2021年12月美联储议息会议点评

要点

事件：

12月14-15日，美联储召开公开市场委员会（FOMC）货币政策会议，会议显示：

1) 自明年1月开始加速资产购买缩减（Taper），每月减少购买200亿美元美国国债和100亿美元机构住房抵押贷款支持证券（MBS）；

2) 12月FOMC点阵图显示，2022年联邦基金利率预测中值上调为0.9%（9月为0.3%），2023年预测中值为1.6%（9月为1%），2024年预测中值为2.1%（9月为1.8%），长期利率保持在2.5%；

3) 12月FOMC对2021年GDP增速预测中值下调至5.5%（9月为5.9%），2022年GDP预测中值上调至4%（9月为3.8%），2023年GDP预测中值下调至2.2%（9月为2.5%）；2021年PCE通胀预测中值上调至5.3%（9月为4.2%），2022年上调至2.6%（9月为2.2%）。

核心观点：

美联储此次议息会议基本符合预期，鲍威尔延续鸽派表述，加速Taper，但对加息仍持保留意见。基于2022年美联储票委的构成，强鹰派成员仍占少数，加速加息概率仍较低。

展望来看，劳动参与率修复疲弱态势或将延续，长期通胀预期锚定在较稳定水平，核心通胀处于美联储目标范围之内，鉴于此，我们认为，虽然加速Taper为美联储留出政策空间，但加速加息概率仍然较低。我们判断，美联储或在2022年年末加息一次。

Taper加速，点阵图趋鹰

Taper方面，美联储Taper加速基本符合市场预期，每月减少购买200亿美元美债、100亿美元MBS。另一方面，FOMC点阵图显著趋鹰，2022年联邦基金利率预测中值自9月的0.3%大幅抬高至0.9%。向前看，2022年FOMC票委中有4名强鹰派成员，占总体票委人数30%（共12位），仍属于少数，推断加速加息的概率仍然较低。

就业弱于预期，劳动参与率是关键

劳动参与率（11月为61.8%）与疫情前水平（2020年2月为63.3%）相比，复苏节奏弱于预期。向前看，劳动参与率修复疲弱态势或将延续，导致美联储缺乏加速加息的动力。

通胀压力可控，加速加息为小概率事件

美国长期通胀预期衡量指标目前仍锚定在较稳定水平，核心CPI仍处于美联储目标范围之内，综合来看，美联储加速加息为小概率事件，判断美联储或在2022年年末加息一次。

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

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）

财政支出提速，基建投资有望持续加码（2021-09-22）

8月美国CPI降温，环比拐点已确认（2021-09-15）

疫情扰动显现，经济扩张放缓——2021年8月PMI数据点评（2021-08-31）

下游制造继续承压，亟待宏观政策发力——2021年7月工业企业盈利数据点评（2021-08-27）

为什么共同富裕是中国式现代化的重要特征？——《中央财经委员会第十次会议》精神学习体会（2021-08-26）

降息宜早不宜迟——货币政策前瞻系列五（2021-08-20）

经济压力超预期，基建亟待反弹——2021年7月经济数据点评（2021-08-16）

目 录

一、 Taper 加速，点阵图趋鹰	3
二、 就业弱于预期，劳动参与率是关键	4
三、 通胀压力可控，美联储加速加息为小概率事件	5

图目录

图 1：美联储 Taper 路径图	3
图 2：点阵图 12 月 vs.9 月	4
图 3：强鹰派成员仍占票委少数（H-鹰派，MH-强鹰派，D-鸽派，MD-强鸽派，C-中立）	4
图 4：劳动参与率持续低迷	5
图 5：长期通胀预期指标维持在较稳定水平	6
图 6：核心 CPI（剔除新车和二手车）仍在美联储目标范围之内	7
图 7：FOMC 经济预测中位数	7

一、Taper 加速，点阵图趋鹰

每月 Taper 200 亿美元美债、100 亿美元 MBS – 符合市场预期

如鲍威尔在 11 月 30 日国会听证会上所述，12 月 14-15 日的 FOMC 货币政策会议如期宣布自明年 1 月开始加速资产购买缩减（Taper），每月减少购买 200 亿美元美国国债和 100 亿美元机构住房抵押贷款支持证券（MBS），2022 年 3 月结束 Taper 全过程。

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
2021年10/15-11/12资产购买	80	40
FOMC 11/2-3会议		
2021年11/15-12/13资产购买	70	35
2021年12/14-2022年1/13资产购买	60	30
FOMC 12/14-15会议		
2022年1/14-2/11资产购买	40	20
FOMC 1/25-26会议		
2022年2/14-3/11资产购买	20	10
2022年3/14-4/13资产购买	0	0
FOMC 3/15-16会议		
FOMC 5/3-4会议		

资料来源：美联储，光大证券研究所预测，阴影部分为已宣布 Taper 额度。

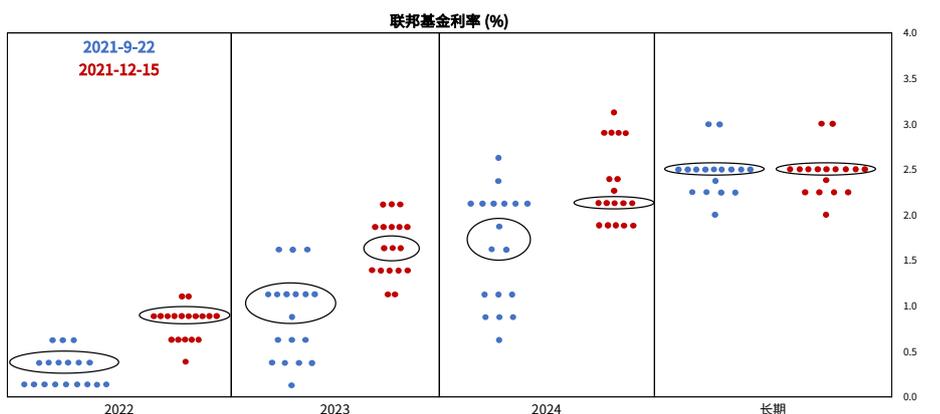
点阵图趋于鹰派，但 2022 年 FOMC 票委强鹰派仍占少数

从美联储 9 月和 12 月点阵图的比较中可以看出，美联储显著前移加息时点。2022 年联邦基金利率预测中值自 9 月的 0.3% 大幅抬高至 0.9%。一方面出于美联储官员对经济修复节奏的肯定，另一方面出于对通胀上行风险的担忧。点阵图趋鹰程度小幅强于市场预期（市场预期为 2022 年 2 次加息）。

基于美联储各官员发表的言论，我们发现，在 2022 年美联储票委中，将会有 4 名强鹰派成员，占总体票委人数 30%（共 12 位），仍属于少数，因此，2022 年美联储加速加息的概率仍然较低。

另外，鲍威尔在新闻发布会中明确表示，点阵图代表每位美联储官员的个人预测，并不代表委员会整体共识。因此，点阵图不应该被视为美联储对市场的前瞻性指引。这也表明，鲍威尔并不希望市场过度解读美联储点阵图趋鹰现象。

图 2：点阵图 12月 vs.9月



资料来源：美联储。

图 3：强鹰派成员仍占票委少数（H-鹰派，MH-强鹰派，D-鸽派，MD-强鸽派，C-中立）

备注	名字	职位	2021-12-15
BoG (2022票委)	Jerome H. Powell	主席 (连任)	D
BoG (2022票委)	Lael Brainard	理事会成员 (下一任副主席)	MD
BoG (2022票委)	Richard H. Clarida	副主席	C
BoG (2022票委)	Michelle W. Bowman	理事会成员	C
BoG	Randal K. Quarles(任期至21年12月)	理事会成员	H
BoG (2022票委)	Christopher J. Waller	理事会成员	H
FRB (2022票委)	John C. Williams	纽约联储主席	D
FRB	Mary C. Daly	旧金山联储主席	D
FRB	Charles L. Evans	芝加哥联储主席	MD
FRB	Thomas I. Barkin	里士满联储主席	H
FRB	Raphael W. Bostic	亚特兰大联储主席	MH
	Neel Kashkari	明尼阿波利斯联储主席	MD
	Kenneth C. Montgomery*	波士顿联储副主席	H
2022票委	Loretta J. Mester	克利夫兰联储主席	MH
2022票委	James Bullard	圣路易斯联储主席	MH
2022票委	Esther L. George	堪萨斯城联储主席	MH
2022票委	Patrick T. Harker	费城联储主席	MH
	Meredith Black	达拉斯联储主席	MH

资料来源：美联储，光大证券研究所整理，*Hacker 将在 2022 年有投票权，除非找到替代 Montgomery 位置的主席。

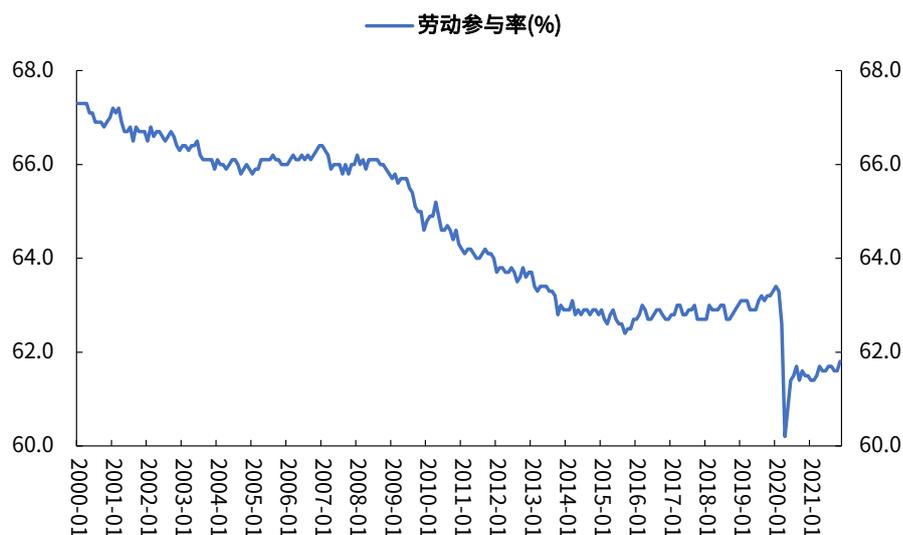
二、就业弱于预期，劳动参与率是关键

鲍威尔在新闻发布会中表示，最大就业的衡量标准很多，失业率，劳动参与率和工资等。虽然失业率已回落至接近疫情前水平（11月为 4.2%），但劳动参与率（11月为 61.8%）与疫情前水平（2020年2月为 63.3%）相比，复苏节奏慢于预期，并可能需要更长时间修复。

我们认为，疫情以来，大量劳动力人口转化为非劳动力人口，是导致劳动参与率下行的主要原因。结构性方面，美国老龄化进程长期压制劳动参与率，而疫情如催化剂一般，强化退休人群对劳动参与率的影响。基于我们的测算，截至 2021 年 10 月，因疫情而提前退休的人数达 231 万人，占疫情以来离开劳动力市场人数的 77%（2020 年 2 月-2021 年 10 月，共有 299 万人离开劳动力市场）。

因此，在劳动力市场修复疲弱的背景下，美联储缺乏加速加息的动力。

图 4：劳动参与率持续低迷



资料来源：美国劳工部，光大证券研究所整理。

数据截至 2021 年 11 月

三、通胀压力可控，美联储加速加息为小概率事件

“加速 Taper 应对通胀”，而不是加息

鲍威尔在宣读议息会议决定时表示，加速资产购买缩减是为了控制通胀（*the phasing out of our asset purchases more rapidly because of elevated inflation pressures*）。并且，这次会议并没有对加息时点进行讨论（*No position on the timing of raising interest rates. It's not the focus of this meeting*）。

我们认为，鲍威尔维持鸽派的底气，来自两个方面。

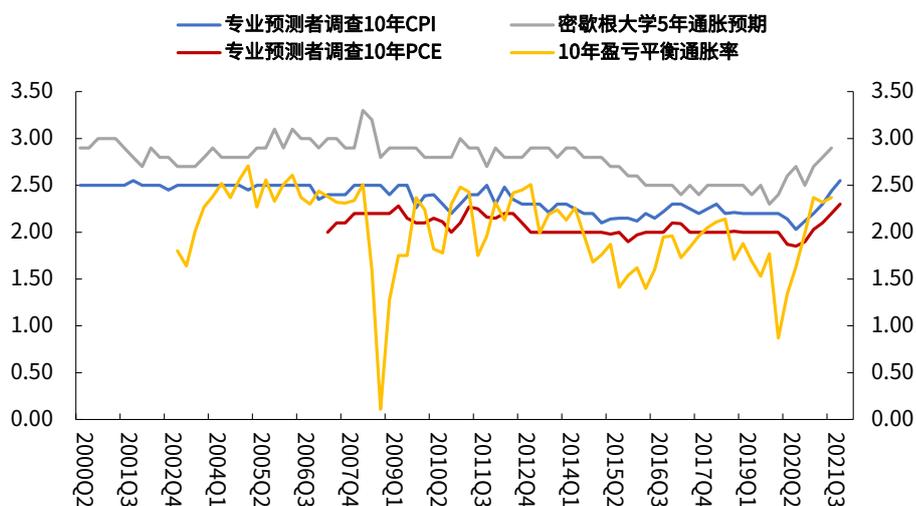
第一，长期通胀预期还是锚定在较稳定水平

根据联邦储备系统理事会研究报告（*Why do we think that inflation expectations matter for inflation*），长期通胀预期对实际通胀走势影响较为明显。因此，长期通胀预期是否锚定在稳定位置对美联储货币政策的影响也较大。

我们选取美联储最常用的 4 种长期通胀预期指标，发现只有密歇根大学 5 年通胀预期已上行到接近 3% 的通胀目标，其他三种长期通胀预期都在略高于 2% 的位置，也就是美联储所定的通胀目标（*inflation rises to 2% and is on track to moderately exceed 2% for some time*）。

并且，自 2000 年以来，现阶段长期通胀预期指标都在 80 百分位之下，并没有太过极端。另外，鲍威尔在新闻发布会中提到，金融市场因预期而迅速变化（*Financial conditions change on the expectation of things*），我们认为，这代表在加速 Taper 后，通胀预期将得到调整，不构成加速加息的条件。

图 5：长期通胀预期指标维持在较稳定水平



资料来源：Bloomberg，光大证券研究所整理。

数据截至 2021 年 Q3

第二，供应链紧缩和劳动力短缺问题边际趋缓，缓解核心通胀压力。

在衡量通胀时，有整体通胀和核心通胀（剔除食品和能源类价格）。食品和能源价格波动较大，并且受全球经济、政治、技术、天气、疾病等因素影响较大，货币政策对其的控制效果有限。因此，我们试图通过拆分美国核心通胀，理解美国通胀上行的本质。

可以看到，基于 11 月美国通胀环比数据，测得 2021 年核心 CPI 对整体通胀的贡献为 3.9%。今年以来，全球供应链紧缩问题导致新车、二手车价格显著上行，成为通胀的主要拉动项。因此，在将新车和二手车对通胀的影响剔除之后，可以看到，核心 CPI 对整体通胀的贡献下行至 2.1%，显示其他商品和服务对通胀的拉动仍在美联储目标范围之内。

向前看，供应链紧缩问题已出现边际放缓迹象，劳动力市场稳步复苏，都将减缓对核心通胀的压力。这一点也可以从 12 月 FOMC 通胀预测中位数中得到印证，FOMC 对核心通胀的预测，从 2021 年的 4.4% 显著下调至 2022 年的 2.7%。我们认为，这可能也是鲍威尔对加息持保留态度的原因之一。

图 6: 核心 CPI (剔除新车和二手车) 仍在美联储目标范围之内

指标名称	相对权重	2021年11月 (MoM)	年化	贡献
CPI - 所有项	100.0	0.5	6.2%	6.2%
食品	14.0	0.5	6.2%	0.9%
家庭食品	7.7	0.8	10.0%	0.8%
非家庭食品	6.3	0.6	7.4%	0.5%
能源: 当月同比	7.5	1.5	19.6%	1.5%
能源类商品	4.2	5.9	99.0%	4.2%
能源服务	3.3	0.3	3.7%	0.1%
核心CPI	78.5	0.4	4.9%	3.9%
商品, 不含食品和能源类商品	20.8	0.9	11.4%	2.4%
服装	2.7	-1.6	-17.6%	-0.5%
新汽车和卡车	4.0	1.1	14.0%	0.6%
二手车和卡车	3.4	2.5	34.5%	1.2%
医疗护理商品	1.5	0.1	1.2%	0.0%
酒精饮料	1.0	0.0	0.0%	0.0%
烟草和烟草制品	0.6	0.9	11.4%	0.1%
服务, 不含能源服务	57.8	0.4	4.9%	2.8%
住所	32.4	0.5	6.2%	2.0%
医疗护理服务	7.0	0.3	3.7%	0.3%
运输服务	5.0	0.7	8.7%	0.4%
CPI (剔除新车和二手车)				4.5%
核心CPI (剔除新车和二手车)				2.1%

资料来源: 美联储, 光大证券研究所预测。

数据截至 2021 年 11 月

图 7: FOMC 经济预测中位数

	2021	2022	2023	2024	长期
实际GDP增速 (%) , Q4/Q4					
2021年12月	5.5	4	2.2	2	1.8
2021年9月	5.9	3.8	2.5	2	1.8
失业率 (%) , Q4					
2021年12月	4.3	3.5	3.5	3.5	3.5
2021年9月	4.8	3.8	3.5	3.5	4.0
PCE通胀 (%) , Q4/Q4					
2021年12月	5.3	2.6	2.3	2.1	2
2021年9月	4.2	2.2	2.2	2.1	2
核心PCE通胀 (%) , Q4/Q4					
2021年12月	4.4	2.7	2.3	2.1	无
2021年9月	3.7	2.1	2.2	2.1	无
联邦基金利率 (%) , 年末					
2021年12月	0.1	0.9	1.6	2.1	2.5
2021年9月	0.1	0.3	1	1.8	2.5

资料来源: 美国劳工部, 光大证券研究所计算。

鸽派鲍威尔提振市场情绪, 债跌股涨

会议声明公布当天, 市场情绪高涨, 利空避险资产, 利好风险资产。美东时间 12 月 5 日收盘, 美元指数跌 0.25%, 10 年期美债收益率上行 2bp 至 1.46%; 标普 500 指数涨 1.63%, 道琼斯指数涨 1.08%, 纳斯达克指数涨 2.15%。

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。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司

香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited

64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE