



宏观研究

【粤开宏观】美通胀高企，或迎来加息周期：12月美联储议息会议点评

2021年12月16日

投资要点

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001
电话：010-83755580
邮箱：luozhiheng@y kzq.com

分析师：方堃

执业编号：S0300521050001
电话：010-83755575
邮箱：fangkun@y kzq.com

近期报告

《【粤开宏观】破旧立新的“5 时代”：2022 年中国宏观经济展望》2021-12-05

《【粤开宏观】稳增长重回政策首要目标：政治局会议释放十大信号》2021-12-06

《【粤开宏观】专项债投向以及存在的问题：回顾、反思与 2022 年展望》2021-12-07

《【粤开宏观】明年经济工作定调：中央经济工作会议》2021-12-10

《【粤开宏观】前期政策纠偏效果初显，经济仍在寻底之中：11 月经济数据解读》2021-12-15

事件

当地时间 2021 年 12 月 15 日，美联储公布利率决议，将基准利率维持在 0%-0.25% 区间不变，将每月缩减购债规模由 11 月的 150 亿美元扩大至 300 亿美元，从 2022 年 1 月开始，美联储将每月购买至少 600 亿美元的美国国债和 MBS。

摘要

一、美联储议息会议的三个信号：通胀暂时论修正、Taper 加快、加息迫近

美联储此次调整是对前期通胀框架的纠偏，是跟随经济复苏和市场预期的顺势而为。货币政策的可信度与通胀预期密切相关，尤其是当下通胀预期高企。鲍威尔的所谓鹰派表态是出于引导市场预期的需要，增强货币政策的可信度，这反过来有助于平抑过度的通胀预期。

从美联储声明措辞来看，美联储虽透露出鹰派信号，但是疫情不确定性决定了未来加息不会太快。美联储缩减购债（Taper）翻倍，明年 3 月结束 Taper，基本符合市场预期。

从鲍威尔新闻发布会的表态来看，坚定了经济复苏的信心，并排除了 Taper 同时加息鹰派政策组合的可能，起到了安抚市场的作用。加快 Taper 是由于经济复苏内生动力强，已经不再需要额外刺激；讨论加息是由于通胀暂时论需要修正，供给侧限制持续影响，要避免滞胀风险。目前 Taper 与加息之间依然存在较大的窗口期。

从会后发布的点阵图来看，2022、2023 年分别加息三次，略高于市场预期。但目前 FOMC 票委对未来通胀的分歧仍较大。短期通胀预期高涨加剧了市场的加息预期。

从金融市场反应来看，美股大涨，显示本次美联储信号整体并未超预期，货币政策收紧并未打压估值，目前市场对美股盈利预期依然支持美股基本面。美债利率曲线则出现平坦化，短端利率涨幅大于长端利率，体现了 Taper 期间加息预期升温的影响。而美元指数下跌、金价上涨，主要是短期风险偏好影响，美联储收紧货币还是将利好美元上涨。

二、明年美联储政策方向和节奏取决于三大因素

当前鲍威尔领导下的美联储面临持续的通胀、不畅的供给体系、蔓延且不断变异的疫情三大风险，是影响未来的货币政策走向的关键。

明年劳动力达到充分就业，是支持美联储收紧的因素；而明年通胀中枢回落、疫情传播冲击经济将会拖累美联储收紧的节奏。

三、美联储政策对资本市场的影响

此次美联储既传递了货币鹰派转向信号，也释放了对抑制通胀促进经济增长



的信心。市场也选择性的忽视了流动性收紧的压力，股强债弱体现出了风险偏好的抬升。金融市场方面，美债收益率上行，美股冲高回落，股债分化显示出市场继续交易通胀。

美债收益率将先上后下，收益率曲线将更加平坦。美元指数将高位震荡。明年鲍威尔率先收紧货币，美元指数上涨动能将来自于美国与非美经济体在经济增长和货币政策的差异，下行风险则来自于加息预期证伪。

明年美股走势不必过度悲观，疫情反复是重大的不确定性因素，但盈利景气可能抵消估值下行的拖累。

短期关注两个预期差的变化：

一是市场通胀预期太满，主要还是通胀的担忧，能源价格下行、汽车供给的改善或导致市场通胀预期大幅下降，资产价格面临重估。

二是如果 Omicron 病毒在美国出现广泛扩散，增长前景的重新转弱，市场对美联储的流动性收紧的预期将出现进一步缓解，可能还将推升风险偏好，呈现股强债弱的格局。

对于我国而言，美联储政策转向后，中美经济周期于政策周期错位将更加明显，意味着稳增长的紧迫性增强。尽管当前出口依然有一定的韧性，但中美利差继续收窄，需要警惕跨境资本流出的影响。

风险提示：通胀持续导致美联储缩减购债节奏加快；疫情影响超预期、就业复苏慢于预期导致加息被迫推迟。



目 录

一、12月议息会议的三个信号：通胀暂时论修正、Taper 加快、加息迫近.....	4
二、明年美联储政策方向和节奏取决于经济的三个变化.....	7
（一）当前通胀具有持续性，但明年通胀中枢将回落，释放货币政策空间.....	7
（二）就业强劲复苏，支持明年年内加息.....	9
（三）新毒株传播可能拖累经济复苏，加息节奏仍不确定.....	10
三、美联储政策转向对资产价格的影响.....	11

图表目录

图表 1：新缩减购债计划将于明年 3 月结束.....	4
图表 2：美联储议息会议声明主要内容对比.....	4
图表 3：美联储 FOMC 成员未来政策利率目标的点阵图（2021 年 12 月）.....	6
图表 4：美联储 FOMC 成员未来政策利率目标的点阵图（2021 年 9 月）.....	6
图表 5：联邦基金利率期货隐含的明年 5 月加息概率已突破 50%.....	6
图表 6：11 月零售消费环比走弱受到消费者信心低迷的影响.....	7
图表 7：进入 12 月洛杉矶港口拥堵边际缓解.....	7
图表 8：11 月美国 CPI 与核心 CPI 环比边际放缓.....	8
图表 9：非农就业仍在修复接近趋势线.....	9
图表 10：11 月多数行业时薪环比增速放缓.....	9
图表 11：全球各国最近两周确诊病例中检测出变异病毒占比.....	10
图表 12：美国新冠检测阳性率攀升表明新一轮疫情还在加快发展.....	11

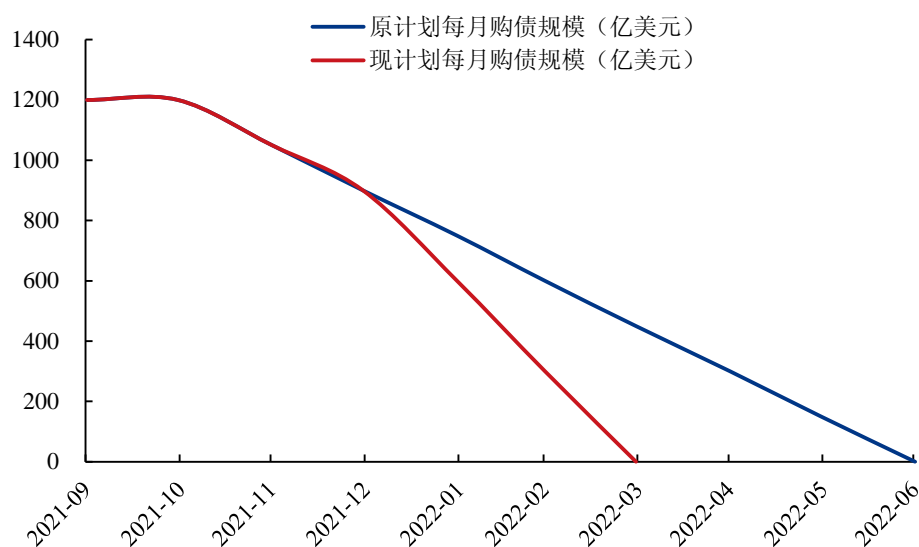


一、12月议息会议的三个信号：通胀暂时论修正、Taper 加快、加息迫近

从美联储决议声明来看，最大的变化是通胀的修正以及 Taper 加快。

首先，声明措辞对“通胀暂时论”彻底纠偏，明确 Taper 加速的原因是当前通胀预期高涨。声明中特别强调“通胀超过 2% 已有一段时间”，并删除了“暂时性”表述，是对过去通胀框架的修正。实际上，与上一轮 Taper 对比可以发现，通胀趋势是影响 Taper 节奏的重要因素。2013 年美国通胀相对温和，美联储宣布每月缩减购债 100 亿美元，前后历经 1 年完成，Taper 过程更长，进度更慢。本轮 Taper 美联储 11 月宣布每月缩减购债 150 亿美元，将于明年 1 月开始将加速 Taper，每月缩减购债 300 亿美元，规模较 11 月翻倍，整个 QE 退出将于明年 3 月完成。

图表1：新缩减购债计划将于明年3月结束



资料来源：美联储、粤开证券研究院

其次，声明中新增了对疫情的关注。特别提及“新毒株”的风险，目前 Omicron 病毒的致病性低但传播性强，仅仅基于早期的很小部分的研究数据。考虑到美国实施与病毒共存的策略，疫苗加强针尚未全面推广，未来疫情传播对经济的影响幅度尚难下定论。

再次，美联储 Taper 历次议息会议循序渐进，呵护金融市场稳定。从 7 月暗示“经济取得进展”，到 9 月提前预告“缩减很快到来”，再到 11 月 Taper 落地，12 月宣布 Taper 加码，目的都是为了增强未来政策的可预见性，降低对市场的冲击。

图表2：美联储议息会议声明主要内容对比

类别	2021年9月声明	2021年11月声明	2021年12月声明
经济增长	疫苗接种方面的进展可能会继续减少这场公共卫生危机对经济的影响，但经济前景仍然存在风险。	疫苗接种方面的进展和供应限制的缓解预计将支持经济活动和就业的持续增长以及通胀的降低。经济前景仍然存在风险。	疫苗接种方面的进展和供应限制的缓解预计将支持经济活动和就业的持续增长以及通胀的降低。经济前景仍然存在风险， 包括来自新毒株的风险。
疫情就业	受疫情影响最严重的行业近几个月已有改善，但新冠病例增加已导致复苏放缓。	受疫情影响最严重的行业近几个月已有改善，但夏季新冠病例增加已导致其复苏放缓。	受疫情影响最严重的行业近几个月已有改善， 但持续受疫情影响。最近数月就业稳步增长，失业率大幅下降。
通胀走势	通胀上升，主要反映了暂时性因素。	通胀居高不下，主要反映了暂时性因素。	与疫情和经济重新开放有关的供需失



类别	2021年9月声明	2021年11月声明	2021年12月声明
		素。与疫情和经济重新开放有关的供需失衡导致一些行业价格大幅上涨。	衡导致通胀上升。
政策利率	委员会决定将联邦基金利率目标区间维持在 0-0.25%。委员会维持这一目标区间直到劳动力市场状况已经达到与委员会对充分就业的评估相一致的水平，且通胀已经上升到 2%，并在一段时间内适度超过 2% 的轨道上。	委员会决定将联邦基金利率目标区间维持在 0-0.25%。委员会预计维持这一目标区间是合适的，直到劳动力市场状况达到与充分就业相一致的水平，且通胀已经上升到 2%，并在一段时间内适度超过 2% 的轨道上。	委员会决定将联邦基金利率目标区间维持在 0-0.25%。 通胀超过 2% 已有一段时间 ，委员会预计维持这一目标区间是合适的，直到劳动力市场状况达到与充分就业相一致的水平。
购债计划	委员会表示将继续以每月至少 800 亿美元的规模增持美国国债，以及每月至少 400 亿美元的规模增持机构抵押贷款支持证券(MBS)，直至朝着委员会充分就业和物价稳定的目标取得实质性进一步进展。自那以来，经济朝着目标已经取得了进展。如果进展像预期的那样继续下去，委员会判断，资产购买可能很快就会放慢。	鉴于自去年 12 月以来经济朝着委员会目标取得了进一步实质性进展，委员会决定开始缩减每月购买资产步伐，将月度美国国债购买规模减少 100 亿美元，将机构抵押贷款支持证券(MBS)购买规模减少 50 亿美元。从本月早些时候开始，委员会将每月增持至少 700 亿美元的国债和至少 350 亿美元的 MBS。从 12 月开始，委员会将每月增持至少 600 亿美元的国债和至少 300 亿美元的 MBS。	鉴于通胀发展态势以及劳动力市场改善 ，委员会决定将月度美国国债购买规模减少 200 亿美元，将机构抵押贷款支持证券(MBS)购买规模减少 100 亿美元。 从 2022 年 1 月开始，委员会将每月增持至少 400 亿美元的国债和至少 200 亿美元的 MBS。

资料来源：美联储、粤开证券研究院

从鲍威尔新闻发布会的表态来看，坚定了经济复苏的信心，并排除了 Taper 同时加息鹰派政策组合的可能，起到了安抚市场的作用。

一是肯定经济已经步入正轨，不再需要大规模刺激，没有必要在 Taper 选择上拖延。基本确定明年将能够实现充分就业，但是资产价格上涨可能会导致一部分人退出劳动力市场。

二是给出了更多加息的线索。鲍威尔称“可能在充分就业之前加息”，这意味着大概率明年年内加息。同时强调不会在完成 Taper 之前就开始加息，尚未针对完成 Taper 与开始加息的时间间隔做决定。

三是明确通胀上升是货币政策调整的原因。鲍威尔一直在强调所谓的“暂时性”通胀背后的机制，但目前供给侧瓶颈和限制难以缓解，导致通胀持续超预期。

从会后发布的经济预测来看，通胀有分歧，充分就业有保障。美联储 FOMC 的经济预期显示，2022 年的 PCE 通胀预期中值分别为 2.6%、2.3%，较 9 月预期上调了 0.4、0.1 个百分点。不同票委对通胀判断的分歧较大，未来通胀的走势仍是左右美联储政策的核心因素。对失业率的判断分歧相对较小，2022 年失业率 3.5%，达到充分就业水平，较 9 月预期的 3.8% 明显下调，这也反映了美联储对当下就业市场恢复的认可。

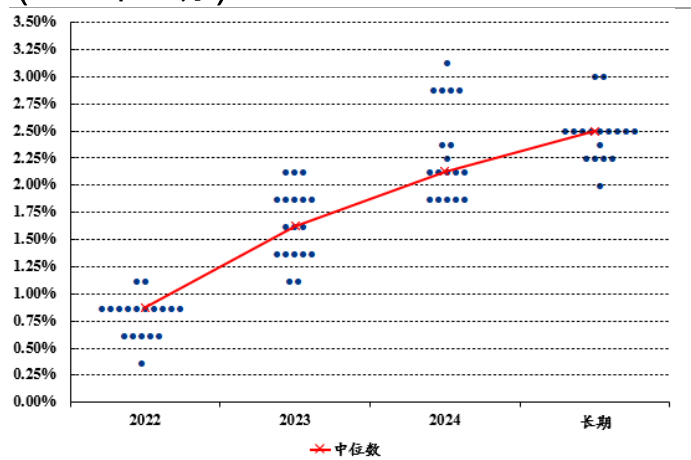
最让人意外的是点阵图显示出加息明显迫近。12 月点阵图预测 2022 年到 2024 年分别加息 3 次、3 次、2 次，而 9 月分别是 1 次、3 次、3 次。

12 月美联储发布的点阵图偏鹰，不再“落后于曲线”(behind the curve)。点阵图显示，2022 年政策利率的中值为 0.75—1%，表明将加息三次。2023 年政策利率的中值为 1.5—1.75%，表明将加息三次。而对于 2024 年政策利率，甚至出现有 5 名票委预测高于中性利率 2.5%。此前共和党人多次批评，美联储政策刺激使经济过热，加息将落后于曲线。鲍威尔连任主席之后，优先管理市场的通胀预期，多次表态调整货币政策工



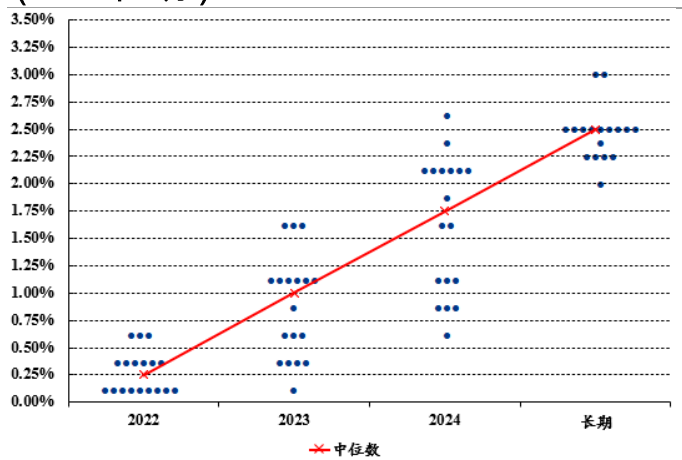
具应对通胀风险。当前美联储的政策利率目标已经略超前于曲线，对通胀预期的稳定将起到积极作用，有助于减弱高通胀的负面影响，避免陷入滞胀或衰退的风险。

图表3：美联储 FOMC 成员未来政策利率目标的点阵图 (2021年12月)



资料来源：wind、粤开证券研究院

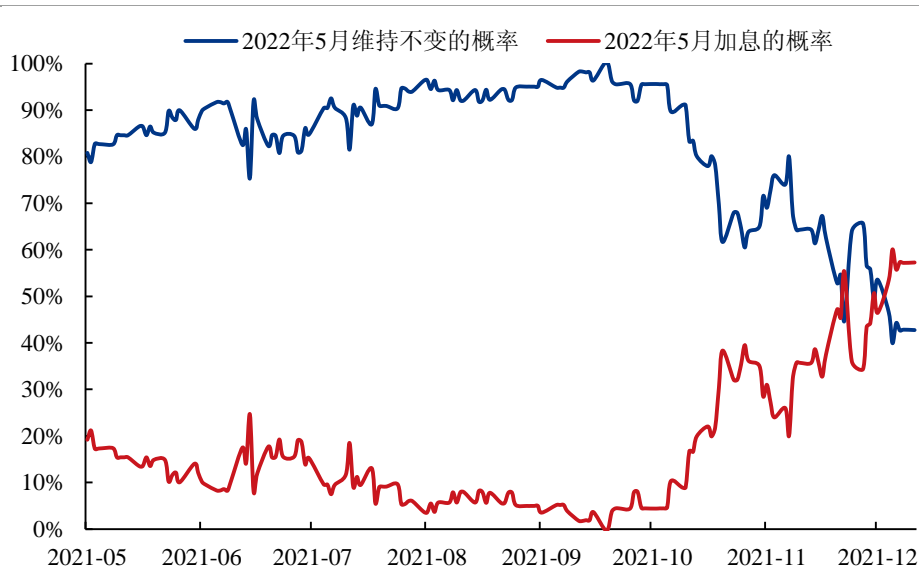
图表4：美联储 FOMC 成员未来政策利率目标的点阵图 (2021年9月)



资料来源：wind、粤开证券研究院

市场预期的加息节奏较上个月明显加快，短期高涨的加息预期受到通胀驱动。据 CME 联储观察工具显示，市场预期美联储将于 2022 年年中首次加息，全年加息 3 次的概率最大。市场担心美联储低估通胀，届时被迫快速加息以遏制通胀，特别是联邦基金利率期货隐含的明年 5 月加息概率已突破 50%。

图表5：联邦基金利率期货隐含的明年 5 月加息概率已突破 50%



资料来源：芝加哥商品交易所、粤开证券研究院

中长期而言，货币政策收紧的方向是确定的。从政策协调来看，目前针对居民的财政补贴已经于 9 月停发，为了协调宏观政策并纠正财政赤字货币化的副作用，未来货币政策逐渐转向鹰派是必然的。从美联储自身来看，通胀水平高企挤压了货币宽松的空间，美联储还要未雨绸缪预留中长期的政策空间，避免政策“托底”转变为“拖累”，推进货币正常化进程。



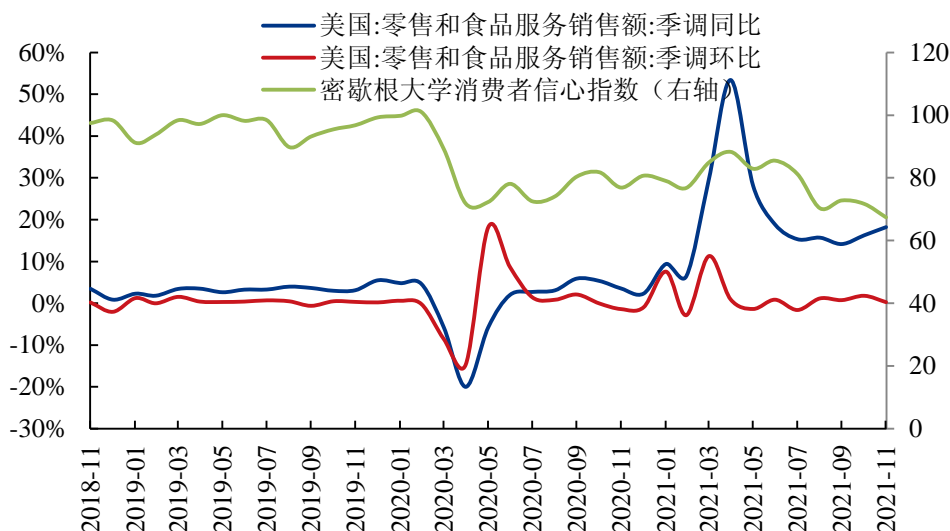
二、明年美联储政策方向和节奏取决于经济的三个变化

今年美国经济高增长、高通胀，疫情影响下的供给侧的瓶颈是核心变量。明年美国经济动能强弱也将取决于供给侧的恢复情况，若劳动力达到充分就业，供给侧瓶颈缓解，将有助于经济复苏。明年的美国通胀中枢将回落，叠加疫情的不确定性将使得货币政策收紧的节奏放慢。

(一) 当前通胀具有持续性，但明年通胀中枢将回落，释放货币政策空间

今年高通胀对需求产生了一定的抑制作用。一方面，美国财政补贴停发之后，商品消费出现趋势性回落，2021年三季度美国商品消费实际同比、两年平均增速分别从第二季度的20.5%、9.0%下滑至6.5%、7.1%，特别是耐用品消费下滑十分显著。另一方面，高通胀抑制消费者信心，密歇根大学消费者信心指数在11月降至10年来最低。11月美国零售销售额环比0.3%、不及预期且大幅低于前值，受到了消费者信心低迷的影响。

图表6：11月零售消费环比走弱受到消费者信心低迷的影响



资料来源：wind、粤开证券研究院

港口物流出现边际向好，有助于从供给侧缓解通胀压力。当下美国港口用工不足、陆运转运效率低导致港口物流延误严重。11月下旬，洛杉矶港和长滩港联合发布公告宣布，对船公司收取“集装箱超期滞留费”，港口效率出现了边际改善，集装箱船在港口平均等待时长从27天小幅下降至20天左右。12月以来，美国西海岸港口的拥堵边际缓解。港口锚地的船只数大幅减少，这由于洛杉矶港设置新的排队系统，大批货船还停留在港口外的海面上。未来港口物流的持续改善将需要内外运系统的同时发力。

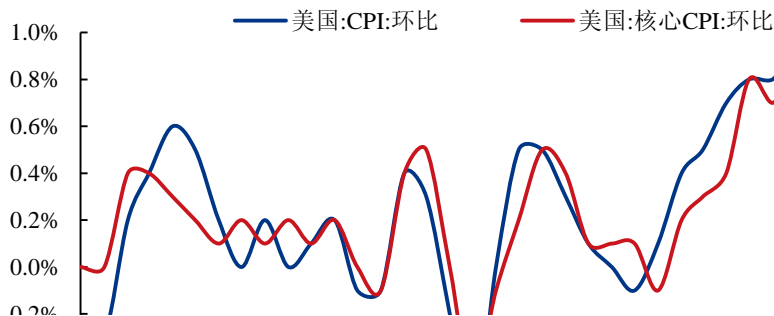
图表7：进入12月洛杉矶港口拥堵边际缓解



资料来源：portoflosangeles、粤开证券研究院

美联储面临的通胀压力可能在明年有所缓解，且明年通胀水平呈现前高后低的走势。11月份CPI同比6.8%，为1982年以来的最大涨幅，但从环比来看，美国CPI与核心CPI都有所放缓。今年美国通胀起因固然有需求旺盛的因素，但矛盾主要在供给方面。供给不足使得能源价格上行周期、汽车销售复苏周期、地产投资景气周期“三期叠加”，推高了本轮通胀。而近期拜登积极推动能源设备投资，与其他主要石油消费国协同保障能源供应，能源价格上涨的压力将会逐步缓解；目前东南亚芯片厂复工持续推进，美国汽车厂商开始释放扩产信号，蔓延全球的汽车缺芯瓶颈有望逐步得到解决。

图表8：11月美国CPI与核心CPI环比边际放缓



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_31319



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>