

美元加息前景仍具不确定性

——2022 年 1 月美联储会议纪要点评

日期：2022 年 01 月 06 日

分析师：胡月晓

Tel: 021-53686171

E-mail: huyuexiao@shzq.com

SAC 编号: S0870510120021

分析师：陈彦利

Tel: 021-53686170

E-mail: chenyanli@shzq.com

SAC 编号: S0870517070002

相关报告

■ 主要观点

就业超预期改善，经济持续向好，按计划缩债

新发布的美国 ADP 非农就业数据环比跃升，一度齐肩复苏以来最好情形。服务业就业回暖，电子商务就业人数大增，运输服务业就业人数大增，供应瓶颈或相对改善。批发零售就业减少较多，间接表明消费需求仍有提升空间。

通胀短期仍难改善

供应瓶颈短期仍难改善，通胀预计 2022 年上半年回落。

货币政策正常化方式存分歧

美联储就货币政策正常化政策工具选择、紧缩时间、力度存分歧。关注收益率曲线走势以及金融市场波动趋势。

资本市场波动，短期加息节奏不会超预期

经济形势而言，美国经济复苏阶段企稳，若疫情冲击效应平淡，经济增长、就业形势将逐渐接近潜在水平；供应链瓶颈缓解仍依赖供给能力的恢复以及疫情的走向，能源价格上涨问题预计 2022 年初能相对改善。因此，加息的进程与速度都依赖上述情形的不确定性。总体上，疫情期间的货币宽松政策将逐步退出，经济增长复苏企稳，通胀水平趋于改善，货币政策进入新阶段，正常化节奏主要依金融体系恢复情况，即货币乘数回升进程。

■ 风险提示

通胀过快上行；疫情反复。

目 录

事件：美联储公布 1 月会议纪要	3
事件解析：数据特征和变动原因	3
1. 美国经济、金融形势较上次会议期间提升	3
2. 联储调控逻辑：当前经济、金融增长不再依赖货币宽松	6
3. 疫情走向与供应瓶颈仍是短期主忧	7
4. 货币正常化节奏存分歧，关注收益率曲线走势	7
事件影响：对经济和市场	8
5. 美联储“转鹰”预期进一步强化	8
6. 资本市场波动	9
事件预测：趋势判断	9
7. 加息节奏仍依赖经济前景的不确定	9

图

图 1 美国就业状况持续改善	4
图 2 美国服务部门就业改善，零售业情形不乐观	5
图 3 美国货币乘数	6
图 4 美国货币宽松与通货膨胀上升不是一一对应（月，%）	7
图 5 美债收益率走势（日，%）	8

事件：美联储公布 1 月会议纪要

美联储于美国时间 1 月 5 日下午（北京时间 1 月 6 日凌晨）发布了 1 月会议纪要，表示联邦基金利率不变，同时开始债券购买缩减计划以及每月回购规模。美联储一致决定维持联邦基金利率目标区间在 0%-0.25% 不变，符合市场预期。同时按照 12 月 16 日利率决议，美联储 12 月中旬开始，继续完成购债计划。当月购买 600 亿美元国债、购买 30 亿美元住房抵押贷款支持证券购买，至 1 月中旬结束。1 月中旬开始，当月购买 400 亿美元国债、购买 20 亿美元住房抵押贷款支持证券购买。

与此同时美联储宣布，为了支持货币政策的有效实施和市场的平稳运行其将新开展两个隔夜回购工具：一个国内常设回购工具（SRF），另一个国外及国际货币当局回购工具（FIMA Repo）。SRF 将面对美国国内的一级交易商以及存款类机构，总额度为 5000 亿美元，回购利率为 25 个基点；FIMA 对每个交易对手限额是 1600 亿美元，回购利率为 5 个基点，期望以该工具帮助解决全球美元融资市场的压力，缓解美国金融市场可能受到的影响。

为维持联邦基准利率不变，会议还一致通过为准备金支付 0.15pct 的利率，12 月 16 日生效；并且一致通过向信誉最好的客户以 0.25pct 利率水平建立最优惠信贷利率（primary credit rate），都在 2021 年 12 月 16 日生效。

事件解析：数据特征和变动原因

1. 美国经济、金融形势较上次会议期间提升

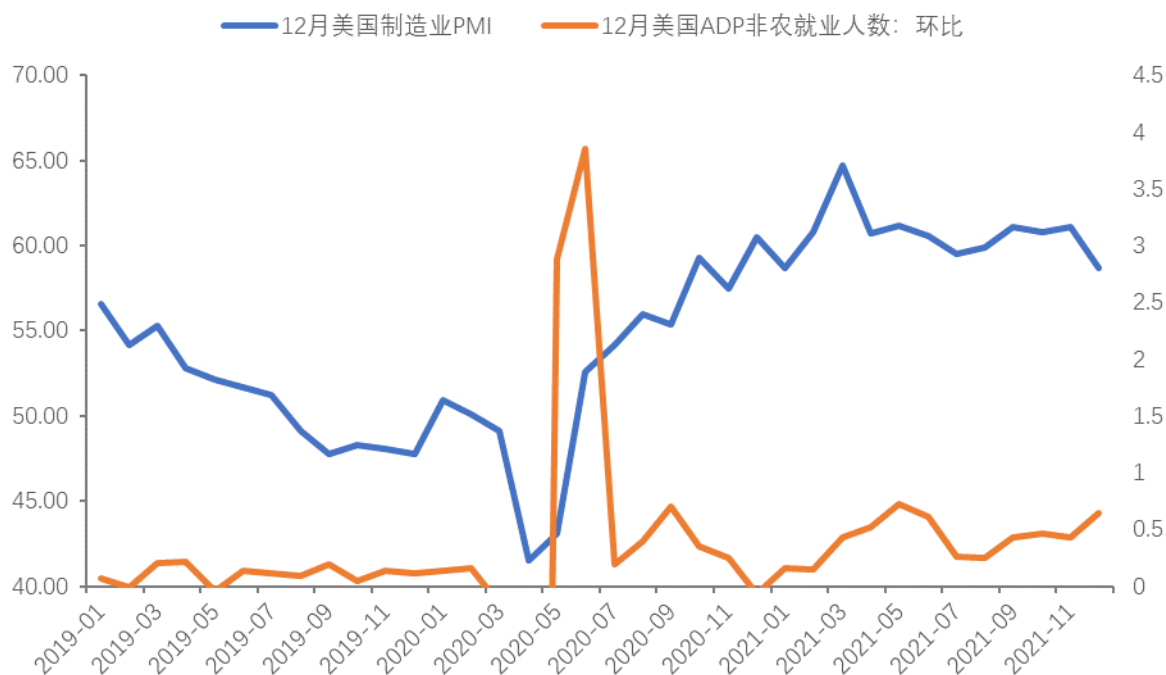
美联储预判当期决策期间，经济形势好于 11 月决议期间。今年以来美国经济持续复苏，受到疫情影响，三季度美国经济增速回落。12 月，经济景气度提升，非农就业超预期提升，制造业景气指数持续高位，较欧元区以及中国的数据表现都要好。美国经济活动旺盛，金融平稳，美联储议息声明指出美国经济在持续好转。考虑到持续高位的通胀水平以及引发的市场忧虑，美联储按照 12 月议息会议节奏缩债，较 11 月计划进度加快。美联储预计供应链难题以及通胀高企问题，在 2022 年第一季度能逐渐改善，维持联邦基金利率目标区间在 0%-0.25% 不变。

12 月份，尽管奥密克戎侵扰，美国经济增长仍维持高景气，就

业情形超预期。新发布的美国 ADP 非农就业数据环比跃升，一度齐肩复苏以来最好情形。就业数据就业市场需求旺盛，新增就业人数持续上升、劳动力工资持续上涨。失业率一路下降，12 月份达到 4.2。

当然，就业形势仍然面临风险，特别是疫情反复，阻碍劳动力就业参与率的提升，使得劳动力短缺改善前景不确定。美联储预计，随着经济持续复苏，就业形势也将逐渐改善，并趋向于潜在水平。

图 1 美国就业状况持续改善



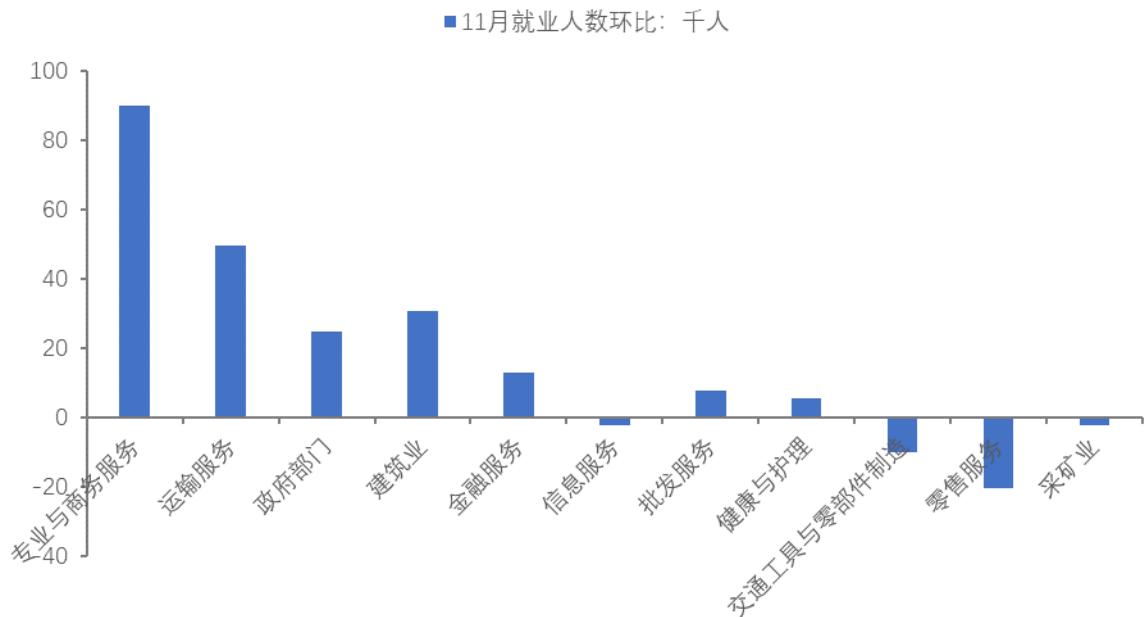
资料来源: Wind, 上海证券研究所

美国 12 月就业数据大好，为经济景气判定打了强心针。美联储会议纪要对经济形势的判定颇为关注就业数据。11 月，美国非农就业人数的增长主要是源于服务业就业的改善，电子商务、运输业就业提升，制造业如建筑业的就业增长也有较大贡献。根据 11 月美国就业数据，可以判断以服务业为优势的美国对疫情的冲击颇为敏感，同时，美国也能够利用自身产业结构优势很好的应对疫情。11 月，美国经济涨势较好主要源于美国服务业优势，特别是线下消费受限，美国电子商务服务逆势增长。

美国运输行业的就业增长较好，表明美国供应链瓶颈难题相对改善；疫情期间由于补助增长，房地产行业租金上涨，盈利上升，劳动需求旺盛，就业大幅提升。

就批发、零售服务业带动的就业增长来看，疫情限制下，美国消费需求很大程度上受限，未来仍有增长空间。

图 2 美国服务部门就业改善，零售业情形不乐观

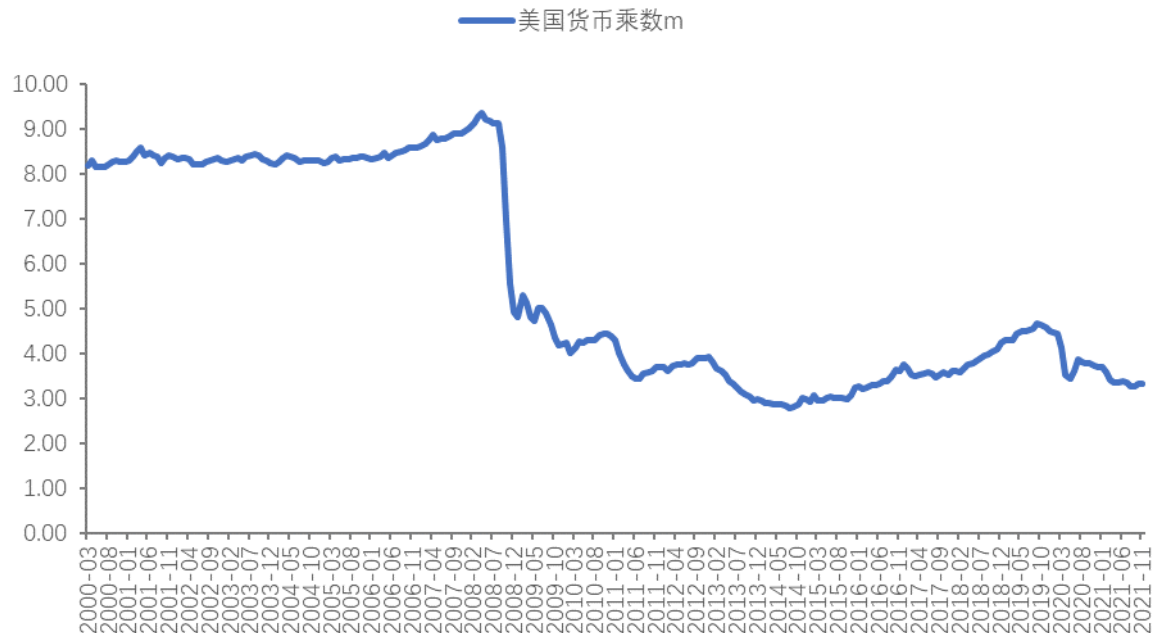


资料来源：Wind，上海证券研究所

美国经济形势快速复苏并企稳，对金融市场的正面效应显著。美国货币乘数平稳运行，11月，货币乘数保持上升3.35，增速持平。奥密克戎没有明显冲击金融市场，金融市场持续平稳。但奥密克戎确实引发的避险情绪压低了抗通胀债券的收益率，远端收益率曲线的趋势与那些最受疫情限制的企业股价趋势一致。疫情也引发了人们对长期经济增长潜力的风险预期。

美国金融市场平稳，信贷市场仍较宽松，企业流动性充足、信贷质量状况平稳。

图 3 美国货币乘数



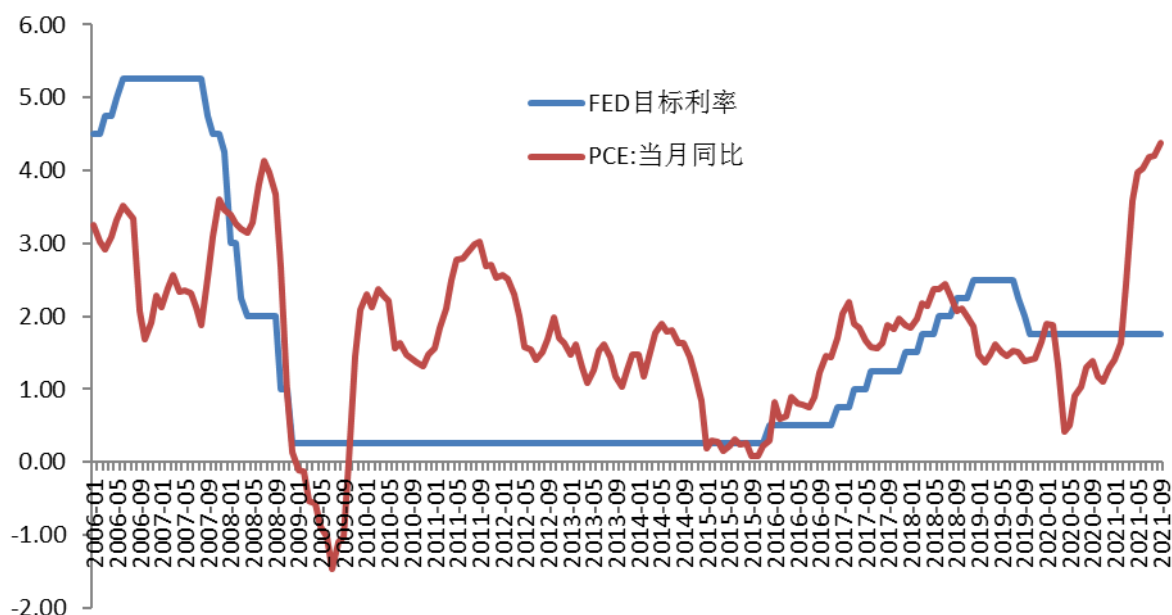
资料来源：Wind，上海证券研究所

2. 联储调控逻辑：当前经济、金融增长不再依赖货币宽松

回顾 2008 年金融危机以来的美联储货币政策历史动态，联邦基准利率与通胀走势并不存在一一对应的关系。2008 年房地产泡沫破裂引发经济、金融危机，联邦基准利率大幅下降至负利率，价格水平急剧下降，次年反弹至金融危机前水平，并在接下来的 4 年中震荡上行，一度超越危机前水平。但是，在 2015 年以前，美联储的货币政策调控节奏都未改变，保持耐心。直到 2015 年，经济复苏阶段确认，增长稳定，美联储才开始提高联邦基准利率。由此，美联储的调控逻辑并不仅仅在通胀水平，而是根据经济增长从危机复苏的节奏展开，2009 年以及 2010 年以后的一波通胀高升并没有伴随着货币政策的随之紧缩，关键还是危机后美国经济复苏基础仍然脆弱，急剧的货币政策转向或将断送复苏势头。

由此，经济、金融的改善才是美联储货币政策转向的根本。疫情以来，经济不断复苏，金融企稳，10 月份，货币乘数边际走高，美联储货币扩张政策开始转向。但是，经济复苏阶段尚在进行，尚未恢复到潜在的经济增速，12 月份，美联储基准利率保持不变，恰是由于经济复苏的基础尚需巩固。缩债则源于经济增长的基础已经不再依赖货币助力。

图 4 美国货币宽松与通货膨胀上升不是一一对应（月，%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

3. 疫情走向与供应瓶颈仍是短期主忧

就经济增长情形与通胀难题的原因，美联储决议声明指出，本轮通胀高企的主要原因在于供需结构矛盾。12月，制造业景气指数持续高位，显示出经济复苏进程持续，就业向好。同时考虑供给端，疫情扰动、全球以及美国能源供应短缺瓶颈短期持续，价格水平高企，短期内仍难改善。

4. 货币正常化节奏存分歧，关注收益率曲线走势

美联储会议纪要重点讨论了货币正常化阶段开启方式，包括政

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_35657

