

美联储 12 月议息会议纪要点评

——美联储为何加快政策正常化节奏？

袁方¹，章森（联系人）²

2022 年 1 月 7 日

内容提要

美联储 12 月议息会议纪要暗示缩表时点提前，引发美股成长板块和长债收益率大幅调整。相比起金融危机后的货币政策正常化进程而言，美联储加速了本轮宽松政策退出的节奏。这主要源于经济增长和充分就业的目标已不再对美联储形成过多牵制，控制通胀和金融风险是加息和缩表所应对的重点问题。

在疫后流动性水平明显抬升的情况下，叠加隔夜逆回购工具等因素，未来美联储加息和缩表过程中产生的流动性冲击将被弱化。

对国内而言，美联储政策节奏的提前，将进一步提高我国稳增长基调下货币宽松政策在一季度落地的可能性。而在我国汇率弹性增强的背景下，外部市场的变化对国内的冲击有限。

风险提示：（1）疫情发展超预期；（2）地缘政治风险

1 宏观分析师，yuanfang@essence.com.cn，S1450520080004

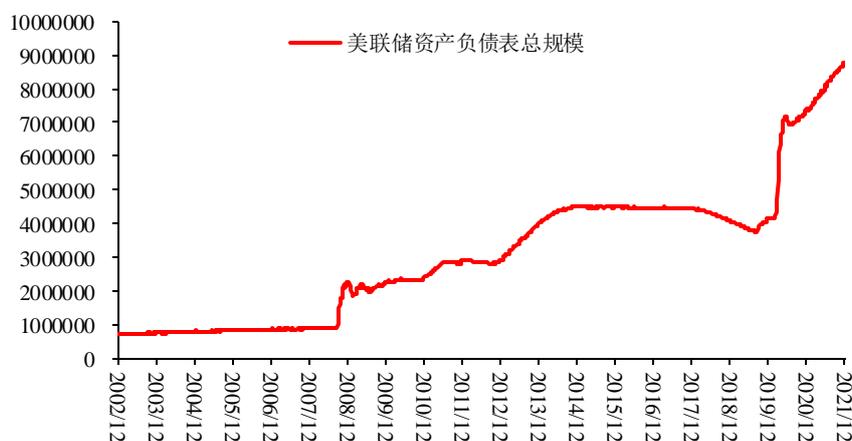
2 报告联系人，zhangsen@essence.com.cn，S1450120120014

一、美联储为何加快政策正常化节奏

北京时间1月6日凌晨，美联储公布2021年12月议息会议纪要，其中有关缩减美联储资产负债表规模的内容（出售资产或到期不续作，以下简称“缩表”）超出市场预期，引发美国三大股指下跌，对流动性更为依赖的纳斯达克指数跌幅超过3个百分点；10年期美债收益率上行5BP后达1.71%，几近突破2021年4月经济快速复苏时的高点；美元指数小幅下跌，但依然维持在去年11月以来96的高位；美国利率市场数据暗示今年3月开始加息的概率达80%。

事实上，美联储主席鲍威尔在去年12月议息会议后的新闻发布会上提及过委员们讨论缩表事宜，但当时并未透露更多内容。而此次公布的议息纪要则显示，几乎所有委员们都认为在首次加息后的某个时点开始缩表是合适的（Almost all participants agreed that it would likely be appropriate to initiate balance sheet runoff at some point after the first increase in the target range for the federal funds rate）；并且诸多委员判断此轮缩表的节奏可能快于上一轮（2013-2014年Taper、2015年底和2016年底各加息一次、2017年10月开始缩表）。

图1：美联储资产负债表总规模，百万美元



数据来源：Wind，安信证券

此前市场的调整表明其对美联储今年加息 3 次的预期已经吸收得较为充分，但缩表时点可能的大幅提前毫无疑问加剧了市场波动，美股 VIX 指数快速抬升。那么，究竟是何种原因促使美联储加速了此轮货币政策正常化的节奏呢？

从货币政策自身的角度看，经济增长、就业充分、物价稳定、金融风险可控是央行的天然职责。

(1) 当前美国经济复苏的节奏自 2021 年下半年以来逐渐放缓，但经济的内生增长动能较强，12 月制造业 PMI 维持高位，消费数据不弱，表明 Omicron 新型毒株对经济的干扰有限，未来美国居民储蓄率的回落仍有可能支撑需求。因此总体上相比起 2015 年底加息时，美联储当前所面对的经济状况可能还更好一些，维持刺激政策的必要性不高。

图2：美国 GDP 环比折年率，%



数据来源：Wind，安信证券

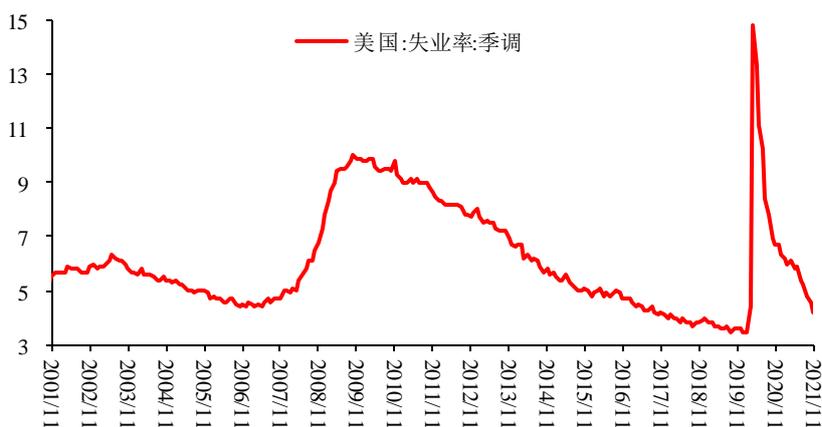
(2) 疫情冲击的特殊性使得货币政策无法解决劳动力市场的结构性问题，鲍威尔所声称的判断充分就业的广谱数据，在非农就业人数之外还包括失业率、劳动参与率、少数族裔群体就业情况等指标。这使得美联储不必非要等待就业总人

数恢复至疫情前水平才启动政策退出，变相放松了就业目标对政策节奏的限制，给予了美联储更多的判定充分就业状态的决定权。

从纪要的内容来看，会议认为与物价稳定相一致的最大就业水平可能会随着时间而变化。这暗示劳动力供求的持续紧张局面、以及对工资高增长带动通胀上升的担忧，可能会降低充分就业的数据门槛。

部分委员甚至认为，当前就业市场已经在很大程度上达到了充分就业状态。结合近期疫情冲击的情况来看，未来就业市场的恢复状态难以牵制美联储加快政策退出节奏。

图3：美国失业率，%



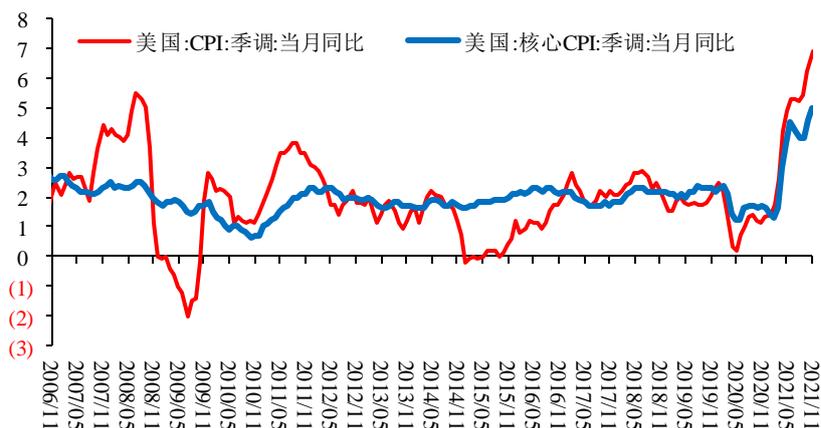
数据来源：Wind，安信证券

(3) 在经济与就业复苏形势日渐稳定的同时，供应链瓶颈和劳动力短缺等供给端制约因素的持续存在，支撑美国通胀维持高位。尤其是 2021 年 10 月美国 CPI 同比突破 6%，一举打破了美联储关于“通胀是暂时性”的预期管理，引发了美国各界对通胀的讨论。

鲍威尔在获得总统提名连任后的参议院公开发言中“由鸽转鹰”，标志着美联储政策重点转向打压通胀预期。相比上一轮政策退出时所面临的通胀水平而言，

当前通胀数据即使在平均目标 2% 的新框架下也显得尤其高。叠加拜登总统支持率偏低、以及中期选举年底将至等因素，美联储需要在物价稳定和通胀预期管理方面加快政策调整的步伐。

图4：美国 CPI 和核心 CPI 同比，%



数据来源：Wind，安信证券

(4) 美联储在资产购买（扩表）过程中大量配置长久期债券，压低了期限溢价，使得收益率曲线趋于平坦。纪要显示部分委员担心，相对平坦的收益率曲线会对一些金融中介机构的息差产生不利影响，这可能会引发金融稳定风险；而如果在政策紧缩时更多地依靠缩表、更少地提高利率，则有助于限制收益率曲线的平坦化。因此缩表一方面可能会降低金融风险，另一方面可以促使长端利率回升，为后续应对经济下行风险留有政策空间。

往后看，伴随着美国财政政策的退坡，未来货币政策配合美债融资的需求可能逐渐转弱。而隔夜逆回购（与我国央行逆回购方向相反）等工具提高了美联储未来应对流动性短缺的能力，降低了缩表过程中可能引发的市场波动。

图5：美联储隔夜逆回购工具使用规模，十亿美元



数据来源：Wind，安信证券

总体上，相比起上一轮货币政策正常化的背景而言，美联储当前面对的是一个经济前景更强、通胀更高、资产负债表和流动性规模更大的现实组合，加快政策正常化的节奏似乎也属于应有之义，但具体操作时点的选择仍有赖于经济数据的变化。毕竟在上一轮市场预期 2015 年也可能加息三次时，最终美联储只在年底加息了一次。

短期来看，美联储官员开年以来发表的言论预计以鹰派为主，两周后召开的议息会议可能也立场相似，市场仍将继续吸收缩表时点提前的影响，尤其是在成长股估值和美债收益率上可能会表现得更加明显。

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_35694



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn