

美联储 1 月议息会议点评

——鹰派表态冲击市场

袁方¹，章森（联系人）²

2022 年 1 月 27 日

内容提要

美联储 1 月议息会议的声明内容尚属市场预期之内，但鲍威尔的政策沟通引发市场担忧，利率市场对美联储年内加息次数的预期在当日从 4 次上升为 5 次，股票、债券、商品、汇率均出现大幅调整。

相比起去年 12 月的议息会议和纪要内容而言，此次会议明确了在 3 月 16 日议息会议上开启首次加息，缩表将在此之后某个时点进行，缩表幅度可能较大。而政策正常化节奏的加速主要源于经济复苏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。

中性情景下，美国经济复苏持续放缓，通胀年中回落，尽管加息和缩表年中叠加，但市场对通胀顽固性和政策不确定性的担忧明显缓解。在此背景下，美股短期调整的风险犹存。

对于我国而言，制度性金融开放和双边汇率弹性的增强，将缓解国内外货币政策错位可能导致的资金流出压力，预计美联储加息对国内市场影响有限。

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、鹰派表态冲击市场

北京时间 1 月 27 日凌晨，美联储发布 2022 年 1 月议息会议决议，鲍威尔作会后发言。会议决定，维持 0-0.25% 的政策利率区间不变，定于 3 月结束 Taper，同时开启首次加息，缩表在此之后某个时点进行，缩表幅度可能较大。

总体上，美联储表态偏鹰，市场反应剧烈：美股尾盘跌幅明显，10 年期美债收益率一度突破 1.9%，美元指数升至 96.5 的高位，黄金价格大幅下跌 1.5%。

从具体内容来看，超出市场预期的并非会议决议，而在于鲍威尔的发言内容。其对加息幅度和节奏没有明显倾向性的解读，但是其关于“不排除每一次议息会议加息的可能性”（Doesn't rule out raising rates at every FOMC meeting）的说法，使得市场对其解读的空间较大，市场倾向于朝着美联储政策立场将会更加鹰派的角度去定价。联邦利率市场的期货价格反映出，市场当前预期已经从年内加息 4 次提升至 5 次。

相比起去年 12 月的议息会议和纪要内容而言，今年 1 月议息会议的主要变化在于：

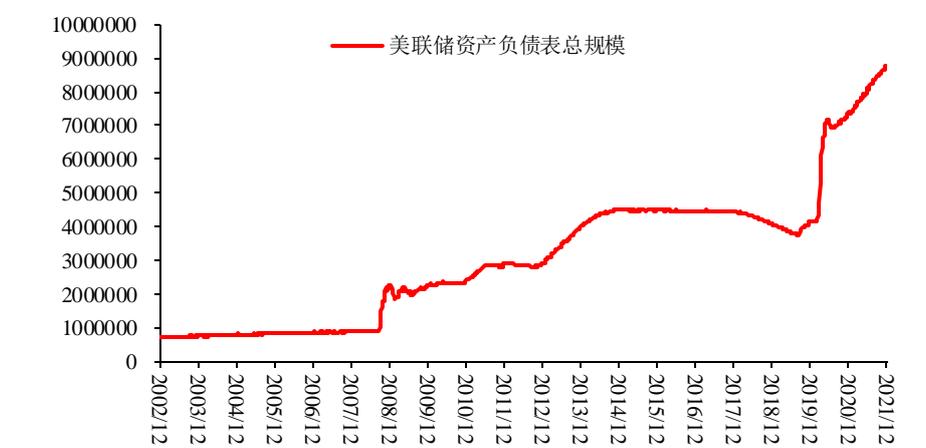
(1) 决议删除了自疫情以来往常开篇均会声明的支持经济的承诺，鲍威尔也认为美国经济不再需要持续的、高水平的货币政策支持。这可能主要是因为 FOMC 大多委员在会议中认为劳动力市场已经达到了“充分就业”的状态，鲍威尔也认为加息不会使得就业承压。因此未来新增非农等就业数据即使出现疲软，也难以放缓政策收紧的节奏。

(2) 明确首次加息的时点将提前至今年 3 月。岁末年初以来，随着美联储相关官员表态的大幅转鹰，市场基本吸收了加息时点提前至今年 3 月、全年加息 3-4

次的预期。因此昨夜外盘的调整并非来自于对加息提前的担忧，而主要在于鲍威尔政策沟通的解读，超过4次加息的可能性存在。

(3) 伴随此次会议更新的还有缩表原则，其显示缩表的幅度可能较大。此前随着去年12月议息会议纪要内容的公布，市场调整了对缩表的预期，即本轮缩表不会像2017年那样落后加息太久，而是将在加息后的某个时点开启。

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

考虑到鲍威尔表示缩表至少还需要加息后上会讨论一次，因此未来美联储最早可能在5月讨论、6月宣布缩表，主要采取到期不续作的方式，届时持有美国国债的优先级高于MBS。而下半年缩表若配合加息同时进行，可能使得长端收益率上升的幅度大于短端，以此缓解收益率曲线过于平坦的风险，同时也为之后留出政策空间。当然，这也表明未来10年期美债收益率仍有上行空间，突破2%的概率较大。

图2: 美债 2 年期和 10 年期收益率之差, %



数据来源: Wind, 安信证券

此外, 本次议息会议和鲍威尔讲话所透露出的关键信息可能还有:

(1) 美联储认为新一轮疫情对于经济的影响尚待观察, 就措辞而言, 似乎美联储对疫情影响经济的重视程度要比去年 12 月时高, 这可能与近来美国制造业 PMI、工业生产、零售销售等经济数据边际转弱有关。目前美联储依然表态会依据新近数据决定政策节奏, 因此未来美国经济是否会出现明显放缓, 仍是影响政策收紧节奏的重要变量之一。

(2) 鲍威尔认为尽管美国通胀会在今年回落, 但供应链的缓解可能不及预期, 至少芯片供应的紧张局面将持续至明年。预计之后美联储可能会上调对今年 PCE 的预测 (此前为 2.6%)。

往后看, 一个比较中性的情景是: 美国经济复苏的节奏延续 2021 年下半年以来的放缓趋势, 但经济的内生增长动能仍然较强; 伴随着疫情的缓解、以及前期储蓄率的释放, 经济在需求端仍能得到支撑, 而通胀自年中从高位缓慢回落, 美联储于 6 月二次加息、并启动缩表, 届时市场对通胀顽固性和政策不确定性的担忧或有明显下降。

在此基准下，偏悲观的情景变化在于：经济自身出现衰退、或因政策紧缩而增长失速；尽管需求转弱，但供应链的限制因素也与加息关联较弱，通胀仍然居于高位；美联储不得不继续加息，市场遭遇盈利和估值的双重打击，类似 2018 年底的下跌。

而偏乐观的情景变化在于，通胀因供应限制缓解和需求趋弱而回落，美联储遏制通胀“脱锚”的压力明显缓解，在政策中增加对经济增长和市场稳定的考量权重。加息和缩表对市场的影响可能也更多表现为预期的吸收和调整，不涉及经济基本面的反转，市场由此度过大幅调整阶段，难以出现单边下行。

对于我国而言，制度性金融开放和双边汇率弹性的增强，将缓解国内外货币政策错位可能导致的资金流出压力，预计美联储加息对国内市场影响有限。

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_36707

