

证券研究报告

宏观研究

点评报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号: S1500521040002
联系电话: 010-83326858
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

张云杰 宏观研究助理
联系电话: +86 13682411569
邮箱: zhangyunjie@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

再论挡不住的美联储加息

2022年1月27日

前期我们发布深度报告《高通胀、低失业和挡不住的美联储加息》，在市场对美联储加息仍然犹疑的时候，坚定判断美联储加息和加速收紧已经挡不住了。今日凌晨，美联储1月议息给出了3月份加息的明确信号，缩表可能也很快进行。该来的终归会来。

- **FOMC：很快适合加息，Taper 步伐不变。**1月议息会上，FOMC如期释放加息信号，首次加息时点大概率在3月。市场“继续加速Taper”的忧虑解除，会议确认将按原计划每月缩减购债300亿美元，3月初结束Taper。此外，联储更加重视疫情影响，确认疫情将对一季度经济增长造成压力，不再延续去年12月的乐观判断。相比就业市场，FOMC更加在意通胀走势，鲍威尔将失业率修复、职位空缺率和工资增长作为就业修复的例证。而通胀相关表述则略显悲观，保留“不确定供给受限何时消除”，强调“劳动力市场持续增长需要价格稳定”等。
- **缩表将紧随加息开启，美联储发布缩表要则。**会后新闻发布会上，鲍威尔确认“缩表将在加息进程开启后发生”。美联储发布了缩表要则，FOMC一致同意适合公开关于大幅缩表计划方法的相关信息，主要内容包括：改变政策利率将作为货币政策调整的主要手段、FOMC将决定缩表时机和步伐、将维持证券持有量在足以高效执行货币政策的储备水平、将在SOMA中主要持有美国国债以降低对各经济部门信贷配置的影响等。
- **利率决议内容基本在市场预期之内，但在会后新闻发布会上，鲍威尔释放了更多鹰派信号。**本轮美债收益率上涨的主要受加息预期和期限溢价主导，市场风险偏好在弱化，对通胀走势和政策不确定性的忧虑在上升。会议如期释放加息信号，决议公布后，10年期美债收益率小幅升至1.80%上方，与市场预期相吻合。但鲍威尔在发布会上表示“不排除每次会议都加息的可能性”、“在不威胁劳动力市场的情况下，有相当大的加息空间”等，随后美债收益率一度升破1.87%，美股由涨转跌。
- **留给中国货币政策加码宽松的时间不多了。**当前中美利差接近100bp、略高于历史均值水平，人民币汇率仍维持在6.4以下的高位，均处在相对安全位置。短期内，中国政策宽松窗口仍在存续。长期来看，2022年出口增速可能前高后低，美国货币政策明显紧于中国，对人民币汇率的支撑减弱，同时中美利差趋于收窄，意味着中国政策利率的调整空间将越来越小。
- **风险因素：**疫情再度恶化，美联储政策超预期收紧。

目 录

一、FOMC：很快适合加息，Taper 步伐不变	3
二、缩表将紧随加息开启，美联储发布缩表要则	4
三、市场预期发生了怎样的变化？	5
四、留给中国货币政策加码宽松的时间不多了	5
风险因素	6

图 目 录

图 1：Omicron 在美国传播快、致死性相对较低，新增确诊已现拐点	3
图 2：美国失业率持续修复，12 月降至 3.9%	4
图 3：美国通胀压力高企	4
图 4：本轮美债收益率上涨的主要受加息预期和期限溢价主导	5
图 5：中美利差和人民币汇率维持在相对安全位置	6

北京时间1月27日凌晨03:00，美联储公布1月利率决议。凌晨03:30，美联储主席鲍威尔召开新闻发布会。

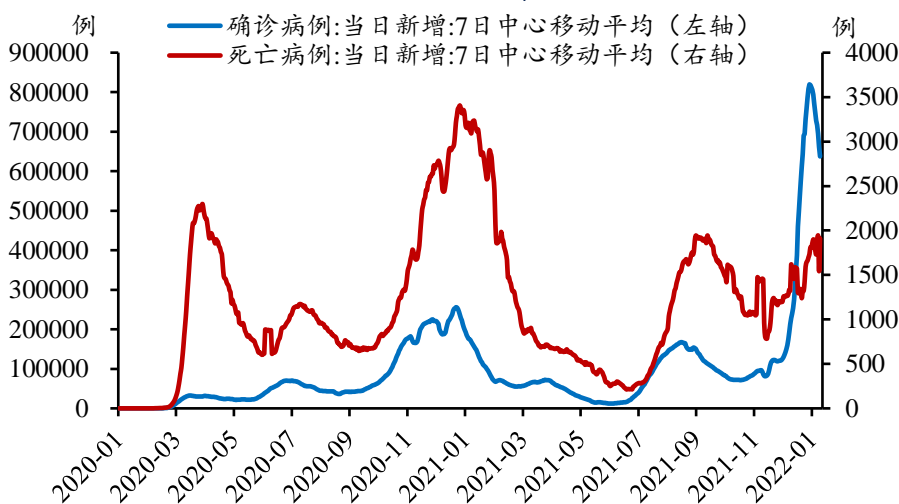
一、FOMC：很快适合加息，Taper 步伐不变

加息信号如期而至，美联储大概率在3月首次加息。会议如期释放了加息信号，FOMC表示“很快适合加息（soon be appropriate to raise the rate）”，新闻发布会上鲍威尔重申“预计很快将适当提高利率”。基于历史经验，美联储重大决策的相关暗示基本会在下一次议息会议上落实。譬如2021年9月FOMC强烈暗示Taper，11月会议就正式敲定了Taper计划。据此推断，首次加息时点大概率出现在3月。

Taper 步伐不变，按原计划于3月初结束。FOMC打消了市场“继续加速Taper”的担忧，确认将按原计划每月缩减购债300亿美元，3月初结束Taper（continue to reduce the monthly pace of its net asset purchases, bringing them to an end in early March）。

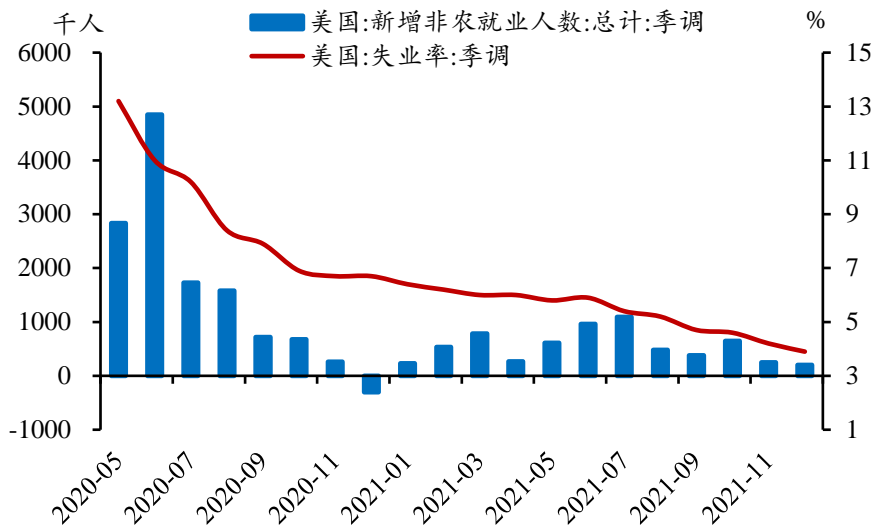
更加重视疫情影响，确认疫情将对一季度经济增长造成压力，相比12月的乐观判断有明显变化。去年12月议息会议上，FOMC对疫情形势感到乐观，肯定了Omicron变株的风险，但认为这一轮疫情对经济的影响有限，仍然预测经济将保持快速增长。但在本次议息会议上，FOMC表示“经济复苏因确诊病例急剧上升受挫”，鲍威尔强调本轮疫情“肯定会对一季度经济增长造成压力（will surely weigh on economic growth this quarter）”。Omicron变株具有传播快、致死性低的特性，从确诊病例上看，美国本轮疫情形势已初步缓和。但只要疫情存在，就会持续推升通胀、延缓就业市场复苏，制约美联储的下一步动作。

图 1：Omicron 在美国传播快、致死性相对较低，新增确诊已现拐点

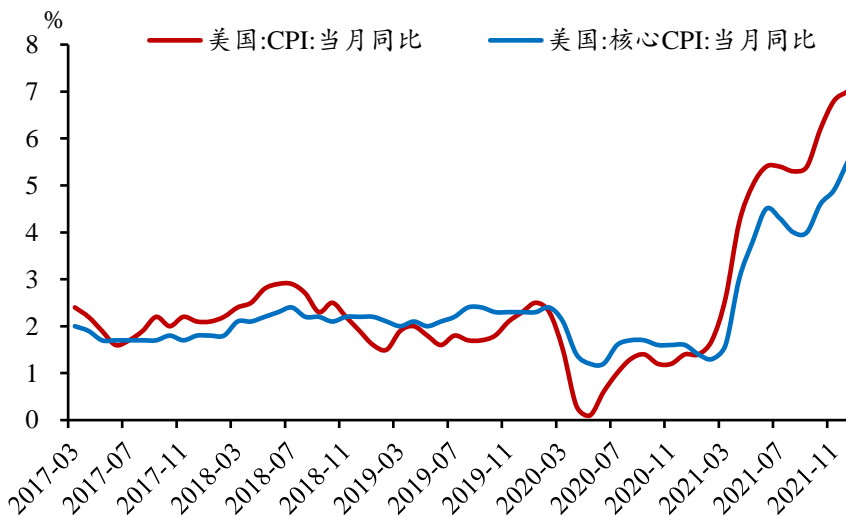


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

相比就业市场，FOMC 更加在意通胀走势。在鲍威尔看来，就业市场强劲复苏、多方面取得进展。一是就业岗位在过去三个月平均每月增加36.5万个，就业人数实现增长；二是失业率在过去6个月持续修复，12月降至3.9%；三是在劳动力供应受限情形下，职位空缺率高、工资上涨反映出的劳动力需求旺盛。相比之下，通胀相关表述则略显悲观，保留了“疫情因素将继续造成供应受限、助长通胀”，此外强调“劳动力市场的持续增长需要价格稳定”、“防止通胀变得根深蒂固”、“美国经济不再需要高强度的货币政策支持”。综合来看，“充分就业”条件正逐步达成，美联储政策常态化即将扫清最后一道屏障。

图 2：美国失业率持续修复，12月降至 3.9%


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 3：美国通胀压力高企


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

二、缩表将紧随加息开启，美联储发布缩表要则

会后新闻发布会上，鲍威尔确认“缩表将在加息进程开启后发生 (reducing our balance sheet will occur after the process of raising interest rates has begun)”。此外，美联储发布了缩表要则，FOMC 一致同意适合公开关于大幅缩表计划方法的相关信息：

- 1) 将调整政策利率作为调整货币政策立场的主要手段。
- 2) FOMC 将决定缩表的时机和步伐，来实现最大就业和物价稳定目标。预计美联储将在加息进程开启后开始缩表。
- 3) FOMC 计划通过调整系统公开市场账户 (SOMA) 持有的证券本金支付的再投资金额，以可预测的方式逐步缩减美联储的证券持有量。
- 4) 随时间推移，美联储计划将证券持有量保持在足以高效执行货币政策的储备水平。
- 5) 长期来看，FOMC 打算在 SOMA 中主要持有美国国债，从而将美联储持有的国债对各经济部门信贷配置的影响

降至最低。

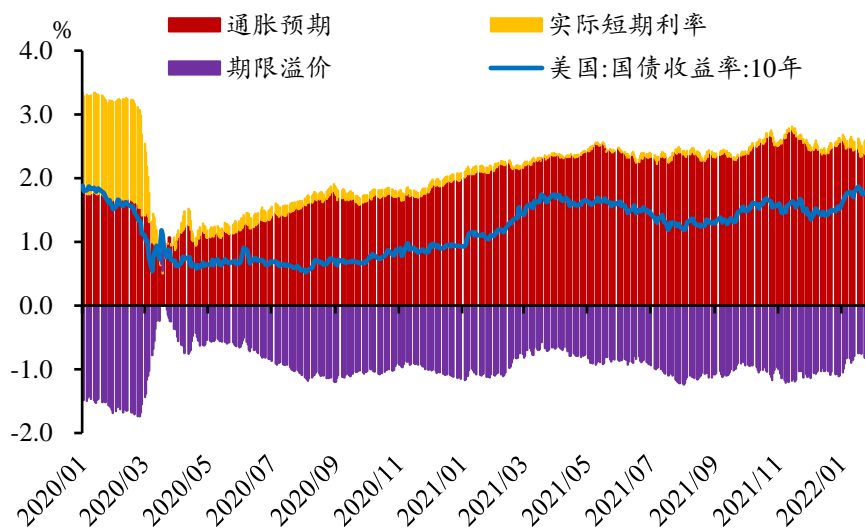
6) FOMC 将根据经济、金融发展情况，调整缩表的方法细节。

三、市场预期发生了怎样的变化？

利率决议内容基本在市场预期之内。去年 12 月议息会议后，美债收益率走出新一轮上涨行情，我们将其推升因素进行拆分，不难发现，本轮上涨主要受到加息预期和期限溢价主导。2021 年 12 月 20 日至今，10 年期美债收益率上行 35bp，其中实际短期利率贡献 12bp，反映出市场加息预期在强化；通胀预期贡献 2bp，市场对通胀的担忧维持高位，变化不大；期限溢价贡献 21bp，说明在疫情扩散、通胀高企、供应链瓶颈的综合影响下，投资者的风险偏好在弱化，对通胀走势和政策不确定性的忧虑在上升。会议如期释放加息信号，决议公布后，10 年期美债收益率小幅升至 1.80% 上方，与市场预期相吻合。

但在会后新闻发布会上，鲍威尔释放了更多鹰派信号。包括“不排除每次 FOMC 会议都加息的可能性”、“在不威胁劳动力市场的情况下，有相当大的加息空间”。消息释出后，美债收益率一度升破 1.87%，美股由涨转跌。

图 4：本轮美债收益率上涨的主要受加息预期和期限溢价主导

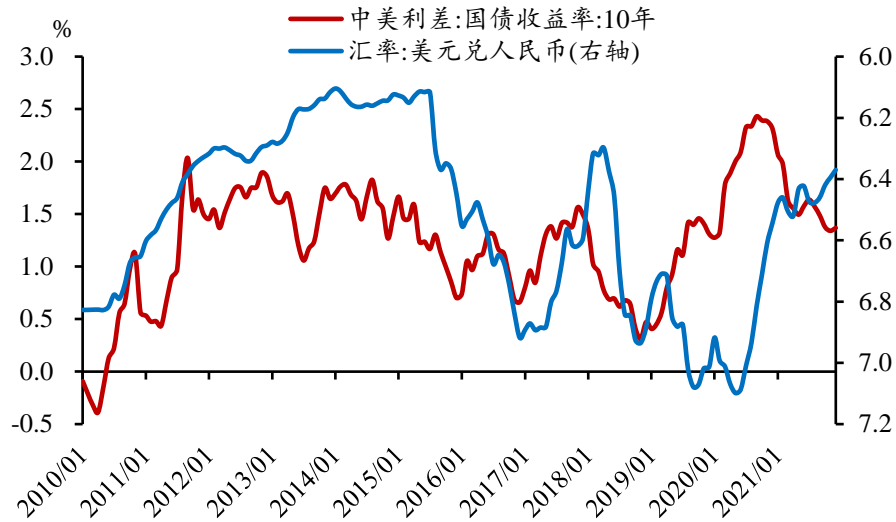


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

四、留给中国货币政策加码宽松的时间不多了

中美利差和人民币汇率维持在相对安全位置。美联储加息时点进一步明确，中国再度下调政策利率将面临中美利差收窄和汇率贬值的双重制约。长期来看，2022 年出口增速可能前高后低，美国货币政策明显紧于中国，对人民币汇率的支撑减弱，同时中美利差趋于收窄，意味着中国政策利率的调整空间将越来越小。短期来看，中美利差接近 100bp、略高于历史均值水平，人民币汇率仍维持在 6.4 以下的高位，均处在相对安全位置，意味着中国政策宽松窗口仍在存续。

图 5: 中美利差和人民币汇率维持在相对安全位置



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

风险因素

疫情再度恶化，美联储政策超预期收紧。

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_36715

