



宏观研究

【粤开宏观】再起波澜：美联储 1 月议息会议点评

2022 年 01 月 27 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】三重承压的经济，四个降息的理由》2022-01-17

《【粤开宏观】又降息了：未来股、债、房价走势展望》2022-01-20

《【粤开宏观】“财政重整”的缘由、本质与应对：防范下一个鹤岗》2022-01-20

《【粤开宏观】2021 年中国经济评价》2022-01-24

《【粤开宏观】全球加息周期与中国降息：原因及影响》2022-01-24

时间

当地时间 1 月 26 日，美联储公布 1 月议息会议声明，维持联邦基金利率目标 0-0.25% 不变，缩减购债节奏保持不变，3 月将全面退出量化宽松。

摘要

作为加息前最后一次议息会议，市场聚焦两个问题：一是加息和缩表如何落地？二是就业市场形势、金融市场走势是否会影响美联储决策？

美联储面临两难，一面是要打压通胀预期，美联储 Taper、加息和缩表的“三板斧”要形成一套组合拳；另一面要保留一定的灵活性，鉴于疫情、供应链仍面临不确定性，过于鹰派的政策可能会抑制经济增长。

1、本次美联储决议声明基本顺应了当前的市场预期，显示了美联储货币正常化的态度，并未释放更加鹰派的信号。

2、而鲍威尔新闻发布会更加鹰派，试图做好预期管理，但整体看下来并未安抚市场，反而加深了市场的不确定性。

第一，鲍威尔指出当前经济前景十分不确定，疫情远没有结束，供应链问题可能持续到 2023 年以后，会导致通胀超预期。

第二，鲍威尔强调加息的空间很大，就业方面并不会拖累加息，不排除今年后续每次会议都加息的可能性。

第三，缩表还有待下一次会议讨论，缩表恐慌或将继续演绎。

第四，金融市场动荡可能并不会延缓加息。随着美股回调幅度加深，市场开始希望股市波动会使得美联储暂停紧缩，计入所谓联储看跌期权 (Fed Put)，但鲍威尔似乎并不买账。

3、市场走势方面，受到鲍威尔鹰派表态的担忧影响，股债双杀。美股道琼斯指数、标普 500 指数由涨转跌；美债利率加速上行，2 年期、10 年期美债收益率涨 13.7/9.3bp，期限利差明显收窄；美元指数大幅上行 0.5%。

4、美联储加息抗通胀，不仅仅是经济诉求，还要应对政治压力。

经济层面，一是高通胀压制消费者信心、抑制消费需求，威胁经济增长前景；二是全球供应链压力仍未明显缓解，特别是上游能源涨价、芯片短缺严重，导致供给型通胀依然持续。

政治层面，拜登政府被通胀问题困扰，民意支持率持续下滑创出新低，将积极支持美联储加息抗通胀。

5、金融体系相对稳健，支持美联储收紧货币。

尽管尚未开始加息，影子利率衡量的美联储货币环境正在加快收紧。从量的角度，目前金融体系流动性充裕、而国债发行供给减少，为美联储减持国债



回收流动性创造了条件。从价的角度，信用市场信用利差依然稳健，并未引发流动性风险。

6、美联储加快转向加息，或将推动全球或开启加息周期。美联储议息会议同一天，智利央行宣布再次加息，加拿大央行表示也将尽快加息。美联储政策收紧的外溢效应逐渐释放，通胀压力大、对外依赖度高的经济体将被迫选择加息防风险。

中国经货币政策助力稳增长，人民银行近期持续降息，国内宽松的力度可能进一步加大。预计后续稳增长政策落地后，经济将企稳回升，投资周期将逐渐从弱衰退转向弱复苏，国内市场股优于债，风险偏好逐步修复，A 股也将开启反弹。

风险提示：疫情蔓延超预期导致经济放缓；供应链瓶颈超预期加剧通胀



目 录

一、美联储的“三板斧”：Taper 如期结束、加息 3 月开启、缩表悬而未决	4
（一）鸽派的会议声明：基本符合市场预期	4
（二）鹰派的鲍威尔：经济不确定性高、加息空间大、缩表还在讨论、淡化金融市场风险	7
二、当前支持美联储加息的经济和金融因素	8
（一）美联储加息既是经济诉求，也面临政治压力	8
（二）金融体系相对稳健，支持美联储收紧货币	10
三、美联储加息对其他经济体的外溢影响	12

图表目录

图表 1：联邦基金利率期货隐含的 2022 年加息 4 次以上的概率大幅提升	4
图表 2：市场预期 2022 年 3、6、8、12 月各加息一次 25bp	5
图表 3：美联储缩表期间减持的国债金额渐进提升	6
图表 4：美联储缩表期间减持的 MBS 金额渐进提升	6
图表 5：美联储议息会议声明主要内容对比	6
图表 6：1 月美国住房抵押贷款利率迅速走高	8
图表 7：通胀屡创新高，拜登支持率屡创新低	9
图表 8：持续的高通胀预期使得消费者信心受挫	9
图表 9：全球供应链依然紧张，大幅偏离正常水平	10
图表 10：影子利率反映当前货币环境加快收紧	10
图表 11：去年以来金融体系流动性过剩，美联储逆回购规模大幅攀升	11
图表 12：美国投机级高收益公司债与 AAA 级的信用利差处于低位	12



一、美联储的“三板斧”：Taper 如期结束、加息 3 月开启、缩表悬而未决

2022 开年以来，市场对美联储提前加息和缩表的担忧不断升温，股债波动加剧；而再美股成长股大幅度杀跌之后，市场希望美联储安抚市场，放缓收紧的节奏。会议前市场的基准预期是 3 月结束 QE 并首次加息，年内加息 4 次。

美联储面临两难，一面是要打压通胀预期，美联储 Taper、加息和缩表的“三板斧”要形成一套组合拳；另一面要保留一定的灵活性，鉴于疫情、供应链仍面临不确定性，过于鹰派的政策可能会抑制经济增长。

作为加息前最后一次议息会议，市场聚焦两个问题：一是加息和缩表如何落地？二是就业市场形势、金融市场走势是否会影响美联储决策？

（一）鸽派的会议声明：基本符合市场预期

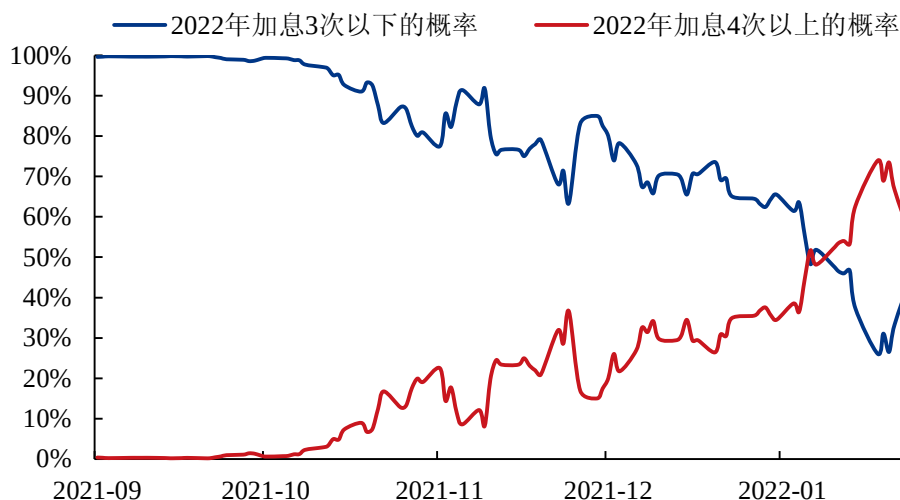
本次美联储决议声明基本顺应了当前的市场预期，显示了美联储货币正常化的态度，但并未加快 Taper 提前结束 QE、并未提及加息幅度、也并未提及开始缩表。总之，会议声明并未释放更加鹰派的信号，反而对市场起到了安抚的作用。

“一个不变”：与上次会议声明相同的是，Taper 保持当前节奏，本轮疫情后的量化宽松将于 3 月正式结束，持续整整 2 年。会议声明中表示，美联储继续维持当前的 Taper 节奏，符合市场预期。2 月将购债规模缩减 300 亿美元，到 3 月的时候再将购债规模缩减到 0，即整个 QE 计划将于明年 3 月正式退出。

“两个变化”：与上次会议声明相比有两大变化——加息得了更明确的线索，缩表也将尽快出台。

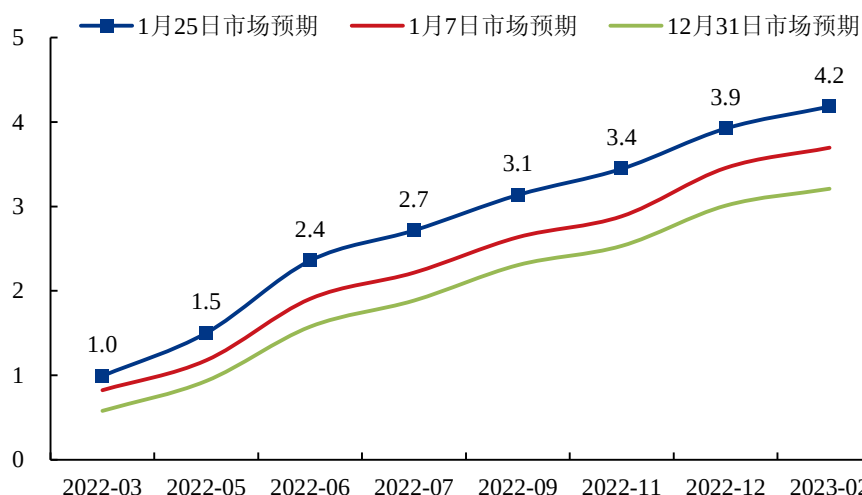
一是明确“很快”加息，预计大概率出现在 3 月。会议前市场预期，在高通胀比较紧迫的情况下，如果美联储发出充分就业的信号，这就意味着为加息开绿灯。本次会议声明中，明确通胀和就业支持较快加息是合适的（soon to be appropriate）。去年 12 月美联储多数票委预测全年加息 3 次。而 CME 联储观察工具显示，市场预期 2022 年加息 4 次以上的概率从 30% 大幅提升至 70%。特别是市场甚至开始担忧单次加息超过 50bp 可能。从节奏上来看，市场一致预期 3 月开始加息，每 3 个月加息一次，全年共加息 4 次。因此，美联储并未在 Taper 结束前加息，3 月开始基本符合市场预期。

图表1：联邦基金利率期货隐含的 2022 年加息 4 次以上的概率大幅提升



资料来源：CME、粤开证券研究院

图表2：市场预期 2022 年 3、6、8、12 月各加息一次 25bp



资料来源：CME、粤开证券研究院

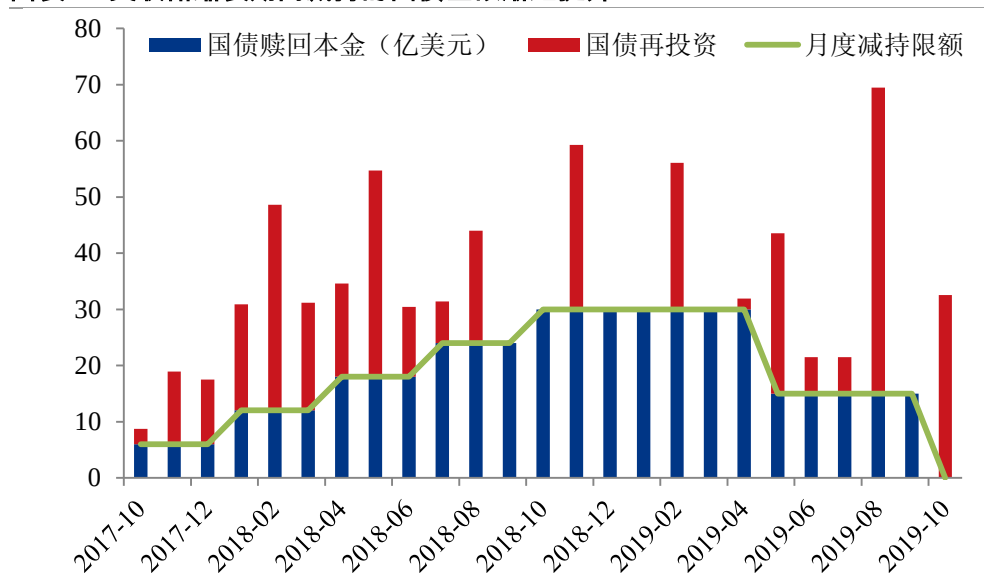
二是美联储同时发布了缩表的原则性指引，明确在加息后将很快进行缩表。本次美联储也强调了缩表是“可预期的”。调整利率是美联储的主要货币政策工具，预计在加息开始之后才会开始缩表。这意味着如果 3 月加息的话，缩表计划最快将在 5 月公布。美联储还指出，缩表将使得美联储持有的证券资产以国债为主，这意味着减持 MBS 或是缩表的对象，并且方式上以再投资为主，未来可能对国债市场流动性的影响较小。因此，总体上说，缩表的具体时机仍有较大不确定性，但并未超出市场预期。

美联储上一轮货币正常化进程是渐进式的，分为 Taper-加息-缩表三个明显的阶段。而从 2014 年 Taper 结束到 2017 启动缩表 (QT) 间隔了近 3 年。2017 年美国基本经济面大幅改善，失业率从 2016 年末 4.7% 已降至 4%，PCE 通胀已经升至 2%，经济增长景气度向好支持缩表。美联储缩表不是直接抛售，而是采取的是渐进的、可预测的方式，针对持有到期的国债设定一个限额，限额内直接赎回本金 (redemption)，限额之



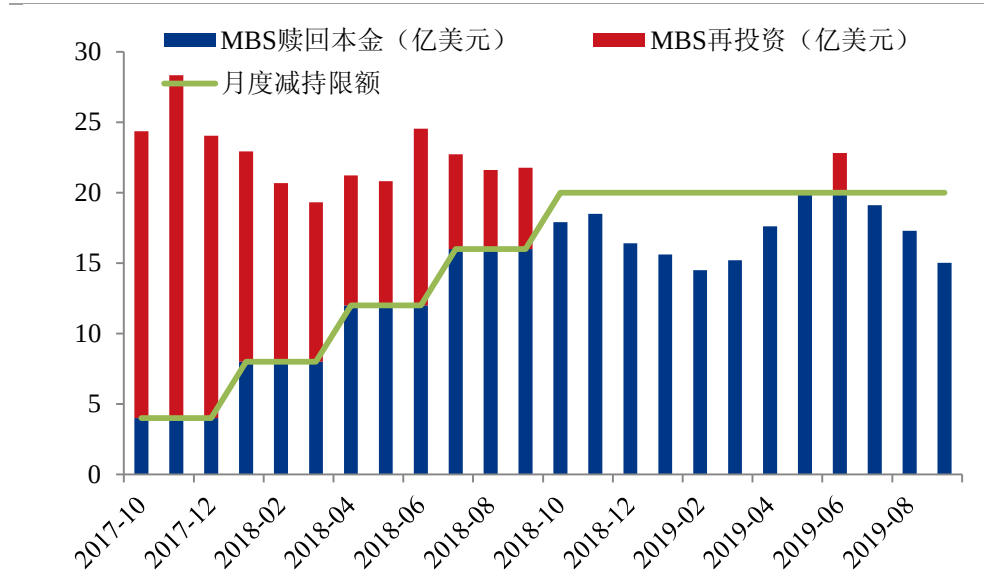
外则会采取再投资 (reinvestment) , 结果是美联储持有的资产总量将会减少固定的限额。最初的缩表计划是, 从 10 月起每月减持 60 亿美元国债和 40 亿美元 MBS , 未来每隔 3 个月扩大 60 亿美元国债和 40 亿美元 MBS 的减持规模。

图表3：美联储缩表期间减持的国债金额渐进提升



资料来源：美联储、粤开证券研究院

图表4：美联储缩表期间减持的MBS金额渐进提升



资料来源：美联储、粤开证券研究院

图表5：美联储议息会议声明主要内容对比

类别	2021 年 11 月声明	2021 年 12 月声明	2022 年 1 月声明
经济增长	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。	经济活动指标持续增强



类别	2021 年 11 月声明	2021 年 12 月声明	2022 年 1 月声明
疫情就业	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。	受疫情影响最严重的行业近几个月已有改善，但正受到激增的疫情的影响。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衡导致一些行业价格大幅上涨。	与疫情和经济重新开放有关的供需失衡导致通胀上升。	与疫情和经济重新开放有关的供需失衡导致通胀上升。
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。	委员会决定将很快提高联邦基金利率目标区间，通胀远超过 2%，就业强劲。
购债计划	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 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。	委员会决定 3 月结束资产购买计划，从 2 月开始，将每月增持至少 200 亿美元的国债和至少 100 亿美元的 MBS。

资料来源：美联储、粤开证券研究院

(二) 鹰派的鲍威尔：经济不确定性高、加息空间大、缩表还在讨论、淡化金融市场风险

从鲍威尔新闻发布会的表态来看，主要是提示经济和政策层面的风险，试图做好预期管理，但整体看下来并未安抚市场，反而加深了市场的不确定性。新闻发布会问答环节增添了不确定性，导致美股由涨转跌、美债利率和美元双双走高。

当前经济形势意味着加息要更早更快。鲍威尔强调，当下的经济形势与 2015 年加息周期时非常不同，目前的通胀水平和就业市场都更加强，都更加支持加息。

第一，鲍威尔指出了当前经济两大风险，可能会导致通胀超预期。鲍威尔表示经济前景十分不确定 (Outlook is quite uncertain)。一是预期奥密克戎毒株疫情会有所消退，但认为这只是暂时的，疫情远没有结束，可能会继续蔓延导致经济不平衡。二是供应链瓶颈持续的更长，难以在年底前解决，特别芯片等原材料供给问题可能持续到 2023 年以后，这可能导致通胀超预期，进而推动美联储加息。

第二，就业方面并不会拖累加息，不排除今年后续每次会议都加息的可能性。这也是基于当前经济形势的判断，鲍威尔强调加息的空间很大，这一鹰派表态直接加剧了美股市场的杀跌。鲍威尔认为即使加息，对劳动力市场的威胁也有限。虽然没有直接提及充分就业的实现，但当下劳动力市场供不应求，未来将吸引更多劳动力加入市场，提升劳动参与率逐步接近正常水平。

第三，缩表还有待下一次会议讨论，缩表恐慌或将继续演绎。鲍威尔对缩减资产负债



债表的规模、构成和速度无法透露太多，目前还没有就缩表的时机和速度做出决定，主张美联储将在第一次加息后至少召开一次会议来就缩表做出决定。

第四，金融市场动荡可能并不会延缓加息。在被问及金融市场时，鲍威尔表示当前资产价格并没有对金融稳定构成风险。近期美股回调幅度加深，投资者开始希望股市波动会使得美联储暂停紧缩，市场开始计入所谓联储看跌期权（Fed Put）。但是鲍威尔似乎并不买账，抗通胀的经济诉求和政治压力是其坚定加息的理由。

若鲍威尔的鹰派主张，进一步强化成美联储加息预期，可能引发更多的风险。

一是警惕期限利差过快收窄导致流动性风险。目前美债 10 年期与 2 年期利差已经缩窄至不足 1%，而如果美联储加息后，美债期限利差可能将快速走向零附近。美债期限利差是美国经济的领先指标，当期限利差转为负值时，可能将面临衰退风险。这是由于长期利率与实体经济借贷需求有关，若长期利率落后于短期利率，意味着实体经济增长放缓；而且由于银行机构借短放长期错配，利差收窄可能引发金融系统流动性风险。本轮期限利差较低，可能难以承受 4 次加息，后续预期可能面临修正。

二是防范加息对地产信用体系的冲击。疫情之后，美国政府部门和居民部门大幅加杠杆，债台高筑未来将面临较大的偿付压力。特别是 1 月美国住房抵押贷款利率大幅提升，连续 4 周上行至 3.56%，达到 2020 年 3 月以来的最高水平。如果后续缩表美联储大规模减持 MBS，可能进一步推动利率上行，加剧房地产市场的压力，应当防范美联储过快收紧伤及经济基本面。

图表6：1 月美国住房抵押贷款利率迅速走高



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_36724

