

1 月 FOMC 会议点评

鹰派表态下抗通胀的决心

北京时间 1 月 27 日凌晨，美联储发布了 2022 年 1 月 FOMC 会议陈述。1 月会议美联储删去了开场白“美联储致力于在这个充满挑战的时期使用全部工具来支持美国经济，从而推动实现充分就业和物价稳定的目标”，重申了“将联邦基金利率维持在 0-0.25% 的目标区间”的前瞻指引，维持准备金利率（0.15%）和隔夜逆回购利率（0.05%）不变，同时表示将于 3 月初完全退出 QE、结束扩表。

- 本次议息会议主要强调就业处于强劲态势，释放明确加息信号。经济与就业评估方面，不同于 12 月，美联储认为“由于通胀远高于 2% 且就业强劲，预计将很快上调联邦基金利率的目标区间”，符合市场对于 3 月加息的预期，但声明并未明确具体加息时点与幅度。同时，为了说明美联储掌控通胀和就业形势的目标，本次议息会议发布了一份独立文件《关于长期目标和货币政策策略的声明》，重申了对于长期通胀预期锚定在 2% 的判断，旨在加息到来之前进一步强化市场预期。

相较于 12 月加速 Taper，本次会议维持 Taper 节奏，同时公布了最新的《缩表原则》，标志着美联储“缩表”决策进入引导阶段。此次《缩表原则》中删去了“渐进的（Gradual）”一词，预计本轮缩表的节奏将会加快。

- 新闻发布会上，鲍威尔释放出极强鹰派信号。加息方面，鲍威尔强调“加息空间很大”、“未来每次会议都可能加息”，此外当被问及今年是否会一次加息 50BP 时，鲍威尔拒绝做出肯定或否定的承诺，但表示“现在的通货膨胀比 2015 年要严重得多”。缩表方面，鲍威尔表示“资产负债表比它所需要的体量大得多”、“需要大规模缩表，希望缩表是一个有序的、可预见的过程”。

整体来看，目前就业目标对美联储决策不构成约束，同时鲍威尔认为通胀压力仍然较大，因此不排除连续加息和即将缩表的可能性。从 CME 数据来看，本次会议前市场已对年内加息 3 次以上的预期消化充分，目前 2 年期美债收益率隐含了 3 次半加息预期，10 年期美债收益率与 2 年期已经缩窄至不到 80BP。一旦年内美联储加息超过 3 次，则年内美债曲线或有倒挂风险。

- 本次会议中我们认为需关注美联储致力于将通胀率控制在 2% 的决心。目前通胀飙升已经扩大到受供应短缺影响以外的领域（例如住房租金），这表明即使在商品和零部件流动更加自由之后，通胀也可能持续存在。美国住房租金分项在美国 CPI 的比重达三成以上，且其滞后于美国房价的上涨，未来可能在房价压力下持续上涨。此外，受地缘政治冲突影响，国际油价上行也将提升通胀预期压力。基于此，对于美联储未来货币政策，我们维持美联储今年加息 3-4 次的判断。2022 年上半年，10 年美债收益率或上行至略高于 2% 的水平。

- 风险提示：全球通胀上行过快；流动性回流美债；全球新冠疫情影响扩大。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济及策略：宏观经济

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

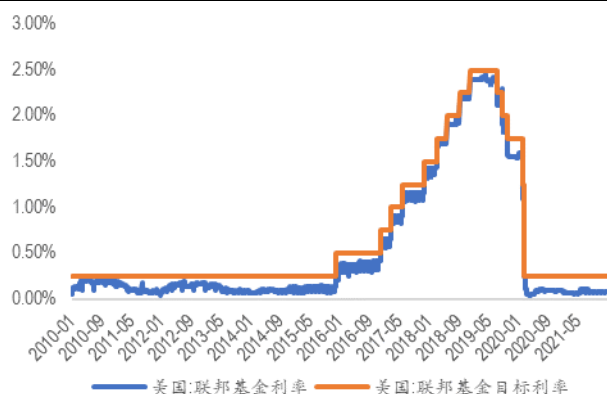
qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

2022 年首场议息会议，充分定调紧缩周期

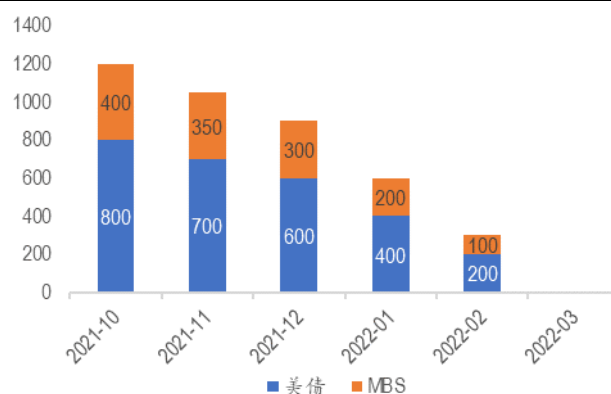
北京时间 1 月 27 日凌晨，美联储发布了 2022 年 1 月 FOMC 会议陈述。1 月会议美联储删去了开场白“美联储致力于在这个充满挑战的时期使用全部工具来支持美国经济，从而推动实现充分就业和物价稳定的目标”，重申了“将联邦基金利率维持在 0-0.25% 的目标区间”的前瞻指引，维持准备金利率（0.15%）和隔夜逆回购利率（0.05%）不变。不同于 12 月加速 Taper，美联储删除了“依经济前景变化，可灵活调整后续节奏”的措辞，决定维持每月减少购买 200 亿美元的美债和 100 亿美元的 MBS，明确表示将于 3 月初完全退出 QE、结束扩表。

图表 1. 维持联邦基金利率不变



资料来源：万得，中银证券

图表 2. 美联储将于 3 月初完全退出 QE



资料来源：万得，中银证券

强调就业稳定，释放加息信号。经济与就业评估方面，不同于 12 月，美联储认为“由于通胀远高于 2% 且就业强劲，预计将很快上调联邦基金利率的目标区间”，符合市场对于 3 月加息的预期，但声明并未明确具体加息时点与幅度。同时，为了说明美联储掌控通胀和就业形势的目标，本次议息会议发布了一份独立文件《关于长期目标和货币政策策略的声明》，重申了对于长期通胀预期锚定在 2% 的判断，旨在加息到来之前进一步强化市场预期。

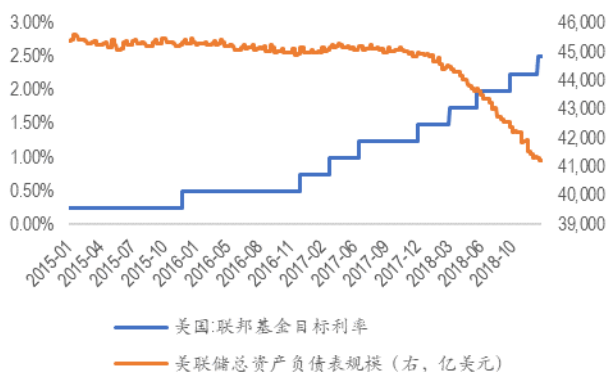
图表 3. 《关于长期目标和货币政策策略的声明》要点

就业目标	最大就业水平是一个基础广泛、包容性的目标，无法直接衡量，并且由于影响劳动力市场结构和动态的非货币因素，而随时间而变化。因此不宜具体规定一个固定的就业目标。委员会的政策决定必须以就业短缺低于最高水平的评估为依据，同时认识到这种评估必然是不确定的。
通货膨胀	长期来看通货膨胀率主要由货币政策决定，因此委员会有能力为通货膨胀规定一个长期目标。委员会重申其判断，即以个人消费支出价格指数的年度变化来衡量，2% 的通货膨胀率与美联储的长期法定使命最为一致。委员会认为，长期通胀预期锚定在 2%，有利于维持物价稳定和适度的长期利率，并增强委员会在面临重大经济动荡时促进最大就业的能力。为了将长期通胀预期锚定在这个水平，委员会寻求实现一段时间内平均 2% 的通胀率。因此判断，在通胀率持续低于 2% 的时期之后，适当的货币政策可能会以通胀率在一段时间内适度高于 2% 为目标。
金融稳定	可持续地实现最大就业和价格稳定取决于一个稳定的金融体系。因此，委员会的政策决定反映了其长期目标、中期展望和对风险平衡的评估，包括可能阻碍委员会目标实现的金融系统性风险。委员会的就业与通胀目标通常是相辅相成的。然而，在委员会判断这些目标不相辅相成的情况下，它会考虑就业不足和通货膨胀的偏离，以及预测就业和通货膨胀恢复到按其使命规定所判断的目标水平的可能时间范围。
货币政策审查频率	委员会打算在每年 1 月的年度组织会议上审查这些原则并酌情进行调整，并大约每 5 年对其货币政策战略、工具和沟通实践进行一次彻底的公开审查。

资料来源：美联储，中银证券

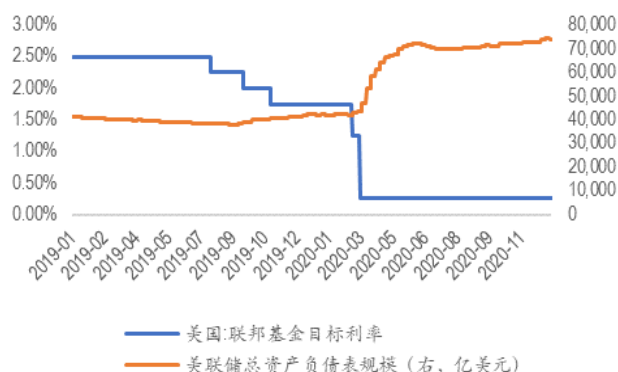
引导缩表预期，节奏预计加快。相较于12月加速Taper，本次会议维持Taper节奏，同时公布了最新的《缩表原则》，标志着美联储缩表决策进入引导阶段。其中，美联储重点提到：1. “调整联邦基金利率目标区间是其调整货币政策立场的主要手段”；2. “预计在上调联邦基金利率目标范围开始后，美联储将开始缩减资产负债表规模”；3. “加息后以可预见的方式缩表，主要方式是持有的美债到期不续”。对比上一轮Taper尾声时，美联储发布《货币政策正常化原则与计划》中的表述为“以可预见的、渐进的方式缩表”，此次《缩表原则》中删去了“渐进的（Gradual）”一词，预计本轮缩表的节奏将会加快。

图表 4. 上次缩表与加息启动时间相隔较久



资料来源：万得，中银证券

图表 5. 2020 年疫情使得扩表节奏较往常大幅加快



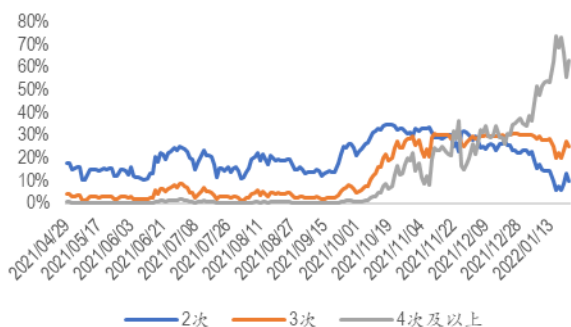
资料来源：万得，中银证券

鲍威尔释放鹰派信号

新闻发布会上，鲍威尔释放出极强鹰派信号。加息方面，鲍威尔强调“加息空间很大”、“未来每次会议都可能加息”，此外当被问及今年是否会一次加息50BP时，鲍威尔拒绝做出肯定或否定的承诺，但表示“现在的通货膨胀比2015年要严重得多”。缩表方面，鲍威尔表示“资产负债表比它所需要的体量大多”、“需要大规模缩表，希望缩表是一个有序的、可预见的过程”。经济评估方面，鲍威尔表示“鉴于我们在劳动力市场上看到的显著进展，且通胀远高于我们2%的长期目标，经济不再需要持续高水平的货币政策支持”、“在不威胁劳动力市场的情况下提高利率还有很大的空间”。

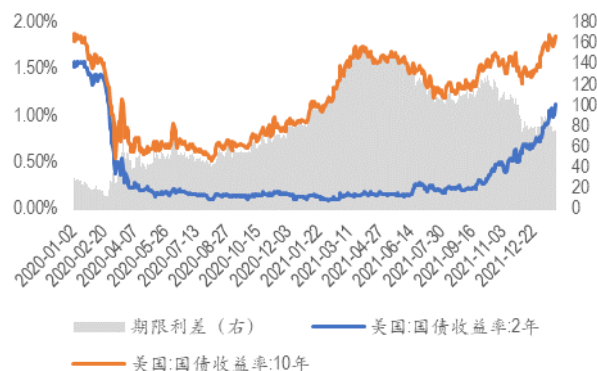
整体来看，目前就业目标对美联储决策不构成约束，同时鲍威尔认为通胀压力仍然较大，因此不排除连续加息和即将缩表的可能性。从CME数据来看，本次会议前市场已对年内加息3次以上的预期消化充分，目前2年期美债收益率隐含了3次半加息预期，10年期美债收益率与2年期已经缩窄至不到80BP。一旦年内美联储加息超过3次，则年内美债曲线或有倒挂风险。

图表 6. CME 已反应出年内 4 次及以上加息预期



资料来源：CME Group，中银证券

图表 7. 10Y 和 2Y 期限利差已缩窄至 80BP 以下



资料来源：万得，中银证券

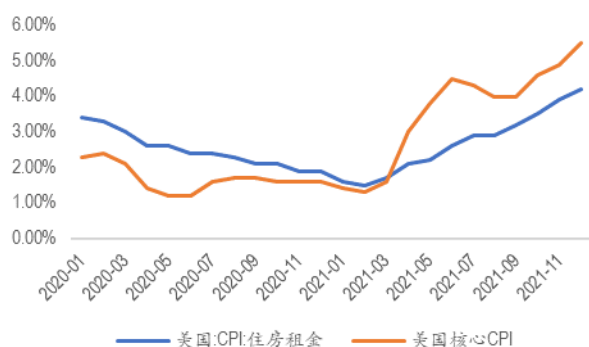
从历史经验来看，鲍威尔往往会在议息声明后释放偏鸽派的信号，但本次鲍威尔的讲话没有透露出任何鸽派的提示，反而加深了市场的不确定性，引发市场恐慌。从市场走势来看，美联储 2022 年 1 月声明发布后，市场反应暂时积极：美股和长债收益率涨幅扩大，道指一度涨 500 点，纳指涨超 3%，标普涨超 2%；10 年期美债收益率日内转涨、重上 1.80%。鲍威尔讲话后，市场恐慌情绪加剧：美股、黄金在大幅下挫后低位震荡，美元和各期限美债收益率涨幅扩大，10 年期美债收益率升破 1.88%，美元指数升破 96.5。

进一步关注通胀风险

本次会议中我们认为需要关注美联储致力于将通胀率控制在 2% 的决心。在 IMF 最新发布的 2022 年 1 月经济展望中，2022 年美国 CPI 通胀率预计高达 5.9%，远高于美联储在 2021 年 12 月预测的 2.6%。这反映出市场对于美国的通胀预期仍在升温，消费者信心指数也有所回落。通胀飙升已经扩大到受供应短缺影响以外的领域（例如住房租金），这表明即使在商品和零部件流动更加自由之后，通胀也可能持续存在。美国住房租金分项在美国 CPI 的比重达三成以上，且其滞后于美国房价的上涨，未来可能在房价压力下持续上涨。美国住房租金的上涨可能使美联储缩表决心更加坚定，市场或进一步预计美联储将尽快缩减 MBS 持有，为美国房价降温。此外，受地缘政治冲突影响，国际油价上行也将提升通胀预期压力。

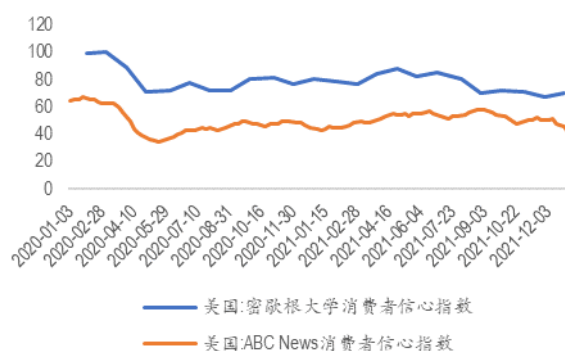
基于此，对于美联储未来货币政策，我们维持美联储今年加息 3-4 次的判断。2022 年上半年，10 年美债收益率或上行至略高于 2% 的水平。

图表 8. 住房租金增速已超过疫情前水平



资料来源：万得，中银证券

图表 9. 消费者信心指数受通胀影响有所回落



资料来源：万得，中银证券

风险提示：全球通胀上行过快；流动性回流美债；全球新冠疫情影响扩大。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

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_36792

