

美联储加速加息缩表的背后

——美联储1月议息会议简评

相对市场表现

事件：

美联储1月货币政策会议决定维持利率不变，缩减资产购买规模的速度也保持不变，3月将结束资产购买，同时释放了3月加息的信号，将开启本轮加息周期的序幕，同时将缩表排上日程。美联储加速加息缩表可能会加剧短期市场波动。

投资要点：

➤ 美联储释放足够鹰派信号，3月加息，年内缩表

美联储1月会议释放足够鹰派信号，通胀远高于

委员会预计，将很快适合上调联邦基金目标区间。会后，美联储还公布了“缩表原则”，明确指出缩表将在加息过程已经启动后开始。年底前开始缩表是大概率事件，最快6月即可能开始缩表。缩表时间节奏将明显快于2008年周期。如此快速加息、缩表可能会加剧市场波动。

➤ 通胀压力仍大，通胀的预期管理要求美联储在通胀回落之前保持鹰派
如果2022年下半年疫情影响消退后通胀回落加速，则美联储今年可能先鹰后鸽。美联储应对通胀的措施除了加息和缩表以外，还包括对通胀预期的管理。最近不同方式衡量的通胀预期都有不同程度的上行，这让美联储短期变得非常鹰派，和本次会议鲍威尔的表态吻合。

➤ 本轮周期更加陡峭的菲利普斯曲线也意味着美联储短期将显得更加鹰派

2008年的菲利普斯曲线显得非常平缓，而2020年的菲利普斯曲线不仅异常陡峭，而且在末端还变得更加陡峭了。不同于2008年的周期，本轮周期中，失业率和通胀率回到危机前的路径几乎是原路返回，通胀率更是在失业率下降到6.4%左右的时候就出现了明显的上涨。劳动力市场受疫情冲击后出现的供给问题是菲利普斯曲线变化的重要原因。

➤ 风险提示

疫情反复超预期，经济恢复不及预期

分析师 樊磊
执业证书编号：S0590521120002
电话：
邮箱：fanl@glsc.com.cn

相关报告

- 1、《降息显示稳增长决心，看多权益市场》— 2022.01.17
- 2、《出口环比增长或正在走过顶峰》— 2022.01.16
- 3、《12月非农数据受季节扰动但整体向好》— 2022.01.10

1 美联储明确鹰派信号，今年3月加息，年内缩表

1.1 美联储1月会议释放足够鹰派信号

➤ 充分就业的条件已经满足，美联储释放3月加息的明确信号

本次声明修改了利率前瞻指引，删除了12月的指引，改写为：鉴于通胀远高于（well above）2%且劳动力市场强劲，FOMC（Federal Open Market Committee）预计，将很快适合上调联邦基金目标区间。12月的会议声明中，利率前瞻指引为“通胀已经一段时间内超过（having exceeded）2%，委员会预计，将适合保持这一目标（利率）区间，直到劳动力市场的环境达到与委员会所评估的充分就业一致的水平。”

缩减资产购买规模的速度维持不变，3月缩减资产购买规模（Taper）将结束，为缩表也铺平了道路。

➤ 今年加息次数恐超预期，至少每两次会议加息一次

鲍威尔表示，不排除FOMC每次会议都加息的可能性，即加息7次。加息7次的情景应该需要通胀的回落速度始终慢于预期。如果通胀下半年能够加速回落，加息次数可能不会达到7次。

随着通胀的持续高涨，目前加息预期已经显著上调，但还没到每次会议都加息，我们认为4次加息仍更为可能，即每两次会议加息一次。12月的会议纪要里面提到公开市场调查的市场预期首次加息时间还是2022年的6月。

➤ 缩表排上日程，最快6月即可能开始缩表

本次会后，美联储公布了名为“缩表原则”的公告，公告中表示FOMC一致认为，当前适合提供有关大幅缩表计划方式的信息。

“缩表原则”中明确指出缩表将在加息过程已经启动后开始。同时，美联储主席鲍威尔在会后新闻发布会上也表示，至少加息一次后开始讨论缩表。如果3月开始第一次加息，5月的下次会议可以讨论缩表，那么最快6月即可能开始缩表。但是之前在连任听证会上鲍威尔表示，“倾向于召开2至4次FOMC会议来提供更明晰的缩表指引”。综合起来看，7月或者9月开始缩表的可能性更大。

“缩表原则”还强调了改变政策利率仍然将是调整货币政策立场的主要方式，而证券持仓的规模只会保持在高效及有效执行货币政策所需的水平，目前的水平是高于该水平的。今年底前开始缩表是大概率事件，这个缩表时间节奏是明显快于2008年周期的。

另外，开始缩表之后，缩表的速度也会比2008年周期更快，其中一个原因是目前美联储资产负债表上的国债平均久期更短。长远来看，FOMC计划SOMA（System Open Market Account）内主要持有美国国债，从而可以最大限度减少美联储持有经济体内存内各行业债券配置的影响。

➤ 快速加息、缩表可能会加剧市场波动，但没有金融稳定受到冲击的迹象

不同于始于 2008 年那一轮周期的缓慢缩表，美联储本轮缩表或节奏更快、力度更大，可能将助推美债长端利率上行、加剧市场波动。对比 2008 年周期的经验，开始加息时股市仅在 2016 年出现小幅回调，缩表开始之后 2018 年的回调幅度更大，直到 2019 年才完全恢复。本轮周期中美联储的资产负债表规模更大，也许需要更多的缩表才会对流动性产生根本性影响，具体的时间点可能不同于上轮周期，但随着缩表的深入市场流动性的质变仍将隐藏于缩表之后的某个临界点。

金融稳定是美联储的目标之一，但是保持股市上涨并不是目标之一，所以股市温和下跌和温和波动并不会影响美联储的货币政策。鲍威尔对此表示，长端美债是一种重要的全球性资产，美联储将会避免金融系统崩溃。他表示联储在监控收益率曲线的倾斜度问题。2/10 年期美国国债收益率差非常符合趋势。

2 通胀的预期管理要求美联储在通胀回落之前保持鹰派

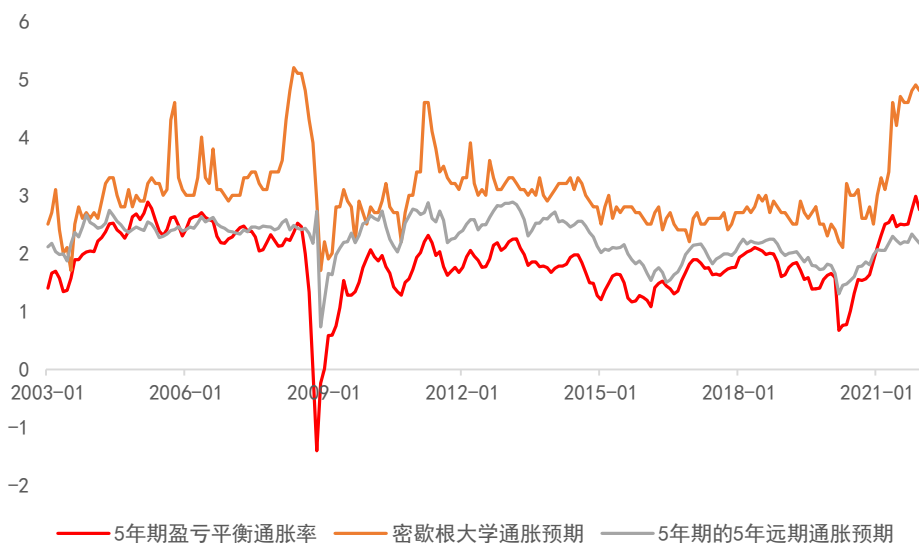
2.1 如果疫情影响消退后通胀加速回落，美联储今年可能先鹰后鸽

- 通胀预期不同程度上升让美联储短期变得非常鹰派，这和本次会议鲍威尔的表态吻合

鲍威尔在国联证券的采访中提到，具体的措施自然是加息和缩表，但是目标变量除了即期的通胀以外也包括远期的通胀预期。

在 12 月的会议纪要中只有少数(a few)委员基于市场的通胀补偿衡量读数稳定，或者长期债券收益率普遍较低认为长期通胀预期仍然稳定。美联储现在态度的转鹰显然部分是为了稳定长期的通胀预期，因为如果长期通胀预期不稳，美联储实现维持平均通胀 2% 的货币政策目标将变得困难。

最近不同方式衡量的通胀预期都有不同程度的上行。



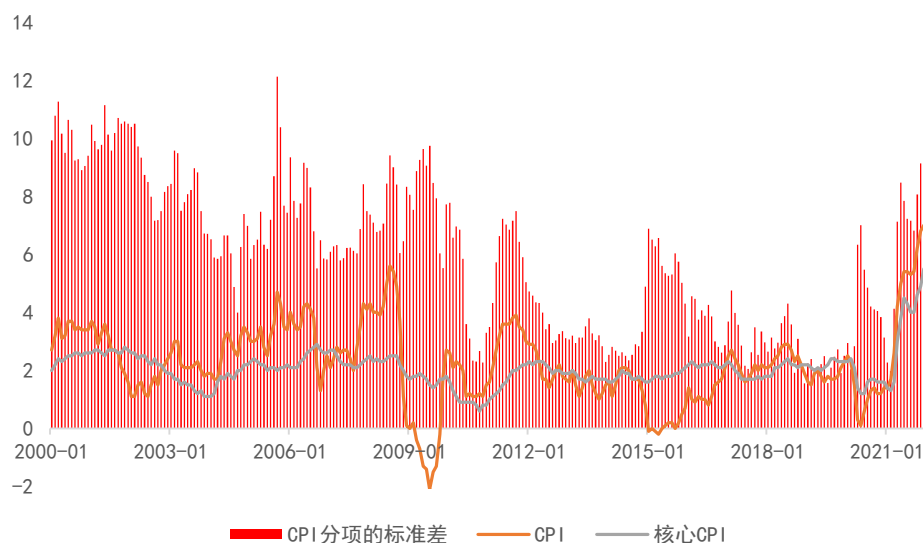
来源：Wind, 国联证券研究所

➤ 如果通胀回落快于预期，美联储也可能先鹰后鸽

本次通胀的上升同时不同分项之间的标准差也在上升，不同的分项中价格上涨的幅度并不相同。由于通胀的上涨由部分的分项驱动，当通胀回落的时候也可能由部分分项的回落驱动。目前能源和交通运输的价格上涨很快，部分和疫情的影响相关，当相反的过程开始的时候，这个回落的速度也可能很快。

如果 2022 年下半年通胀回落的速度快于预期，那么美联储的态度也可能迅速地转鸽。

图表 2：通胀和通胀分项的标准差变化



来源：Wind，国联证券研究所

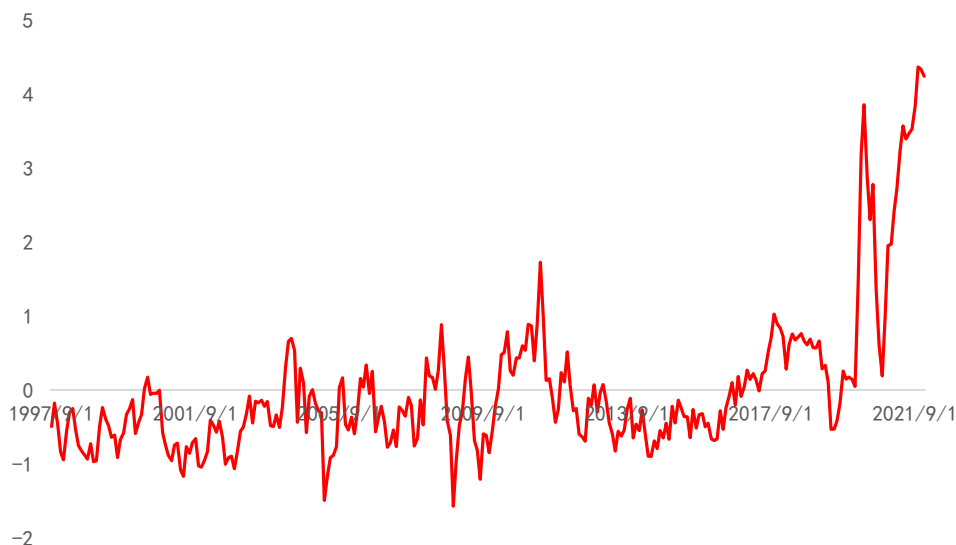
➤ 通胀回落的主要观察变量还是供应链的情况，目前供应链压力仍然很大，但可能开始缓解

鲍威尔在回答记者提出的关于供应链问题以及“缺芯”问题时表示，半导体问题将持续至超过 2023 年。鲍威尔表示他可不会说“供应链问题将在 2022 年年底之前得到化解”，希望到下半年看到问题解决的进展。

鲍威尔仍然表示瓶颈和供应链问题正抑制生产，而那些推高通胀的因素与新冠肺炎疫情有关。对薪资上涨可能会传导至物价应保持警惕。相信美联储所能做的就是促进经济扩张。

纽约联储的经济学家们设计的全球供应链压力指数（GSCPI）显示目前供应的压力仍处于历史高位。

图表 3：全球供应链压力指数



来源：纽约联储

3 更加陡峭的菲利普斯曲线意味着美联储短期将显得更加鹰派

3.1 美联储落后于哪个曲线？这次的曲线有点不一样

➤ 菲利普斯曲线变得陡峭了

纵轴是以工资额同比变化衡量的通胀率，横轴为失业率，美国 2008 年周期的菲利普斯曲线和 2020 年的周期长得颇不相同。箭头显示的方向是从衰退恢复的路径。

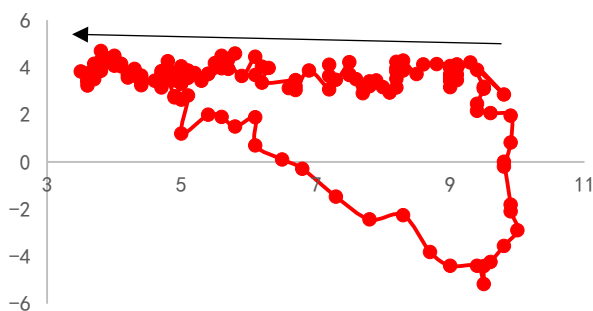
率回到危机前的路径和走向危机的路径是两条不同的路，

失业率缓慢下降中通胀率一直维持在比较温和的水平，即使当失业率已经回复到接近充分就业水平的时候，通胀率也没有明显上涨。2020 年周期则很不一样，失业率和通胀率回到危机前的路径几乎是原路返回，通胀率更是在失业率下降到 6.4%左右的时候就出现了明显的上涨。

换句话说 2008 年的菲利普斯曲线显得非常平缓，而 2020 年的菲利普斯曲线不仅异常陡峭，而且在末端还变得更加陡峭了。

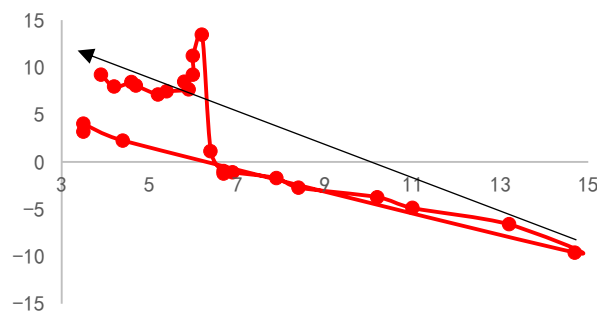
美联储虽然意识到了供给端的限制加速了通胀的上升，但是似乎仍然低估了这次菲利普斯曲线的移动速率。

图表 4：菲利普斯曲线 2008-2019



来源：Wind，国联证券研究所

图表 5：菲利普斯曲线 2020-2021



来源：Wind，国联证券研究所

➤ 劳动力市场受疫情冲击后的表现是菲利普斯曲线变化的重要原因

众多可能影响菲利普斯曲线因素中最大的不同是劳动力市场的恢复方式，在上图中，2008 年的周期下劳动力市场的恢复非常缓慢，失业率的下降很慢；相比之下，2020 年的周期中劳动力市场的恢复速度很快，伴随着总需求的恢复，失业率很快就下降了，而同时劳动力的供给却因为疫情的原因受到影响，需求恢复快而供给受到限制，两者的合力就转化为工资的通胀压力。

实际上，劳动力市场供给和需求的动态在 2020 年的周期中表现得和 2008 年周期不太一样。我们可以通过观察失业率和职位空缺率来看劳动力市场供给和需求相对情况。失业率更多受需求因素的影响，只有努力寻找工作却无法找到工作的人才会计入失业率的统计，因此对劳动力的需求不足时失业率会上升；职位空缺率则更多受供给因素的影响，当劳动力的供给不足时职位空缺率会上升。下图中纵轴为失业率主要反映劳动力市场的需求侧信息，横轴为职位空缺率主要反映劳动力市场供给侧的信息。图中清晰显示本轮周期中失业率下降非常快，这体现了随着疫情的缓解以及大规模的刺激政策，需求的回升非常快。但同时，本轮周期里当失业率下降之后，职位空缺率

体现了劳动力市场的供给端出现了瓶颈。

图表 6：失业率和职位空缺率 2008-2019

图表 7：失业率和职位空缺率 2020-2021

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_36804

