

宏观快评 | 2022 年 1 月 27 日

研究部

胡悦

yhu@cebm.com.cn

边泉水

qsbian@cebm.com.cn

关于莫尼塔研究

莫尼塔研究是财新集团旗下的独立研究公司。

自 2005 年成立伊始，莫尼塔研究一直为全球大型投资机构及各类企业提供资本市场投资策略，信息数据以及产业相关的研究服务。

我们的客户包括国内外大型资产管理公司，保险公司，私募基金及各类企业。

2015 年莫尼塔研究加入财新集团，成为中国最具影响力的财经媒体集团+顶级智库的一员。

www.caixininsight.com

报告摘要

■ 议息会议公布的内容基本都已经被市场计入预期，在鲍威尔媒体问答环节，市场开始剧烈波动，主因其表态较为含糊，并没有给出特别明确的加息及缩表路径，市场将其解读为“极端鹰派”。美股三大指数持续回落，十年美债收益率再次突破 1.85%。市场预测今年加息四次，CME 公布的 3 月议息会议调查看，加息 50bp 的概率上升至 14% 左右。美联储 1 月的议息会议重点：

3 月 Taper 结束，2 月中开始，每月增持 200 亿美债、100 亿 MBS 债券，到 2022 年 3 月初正式结束购债；

加息很快就会到来。由于下次议息会议将在 3 月召开，因此市场对此解读基本确认 3 月会议将正式上调联邦基金利率。

推出缩表原则，同时表示第一次加息之后会召开会议探讨缩表事宜。本次缩表原则与上一轮的货币政策正常化手册相差无几，重申“利率管理是首要工具”，“缩表将在加息之后开始”，“缩表将以调整再投资规模方式进行”。同时表达未来美联储将主要持有美债，这也将意味着美联储将大幅度减持 MBS 债券。

■ **政治压力下，美联储不得不快速转鹰**。目前美联储七个理事席位中，已经有四个席位被由拜登提名，针对副主席以及理事的听证会也将在二月初进行。拜登的支持率已经下降至 40%，高通胀导致美国人普遍对其不满，不仅从其近期的公开露面表现来看，还是财政部对货币政策的态度观察，货币政策转鹰同样具有政治色彩。**未来美联储将会致力于解决贫富差距的问题，后续货币政策或对金融市场并不友好。**

■ **经济表现强势，联储转向明显**。由于失业率大幅下滑，美联储认为就业市场表现强势，不再成为货币政策重心。目前劳动力市场岗位空缺率高、离职率高、时薪快速上涨、劳动参与率低，对于美联储而言，只要劳动力愿意再次回到劳动市场，就业市场将加速恢复。**高通胀压力下，联储不得不加快脚步**。尽管今年供应瓶颈问题将大幅度缓解，但上半年压力仍然较大。从近期公布的截尾 PCE 以及 CPI 中位数看，通胀已经有走宽的迹象。如果后续需求从耐用品转向服务，通胀有进一步走宽的迹象，叠加不排除近未来可能出现工资-通胀的螺旋式上升，短期内通胀压力仍然较大。

■ **缩表沟通将在二季度进行**。按照目前鲍威尔的表态，对于缩表决定的沟通大概率在 5 月或 6 月的议息会议进行。如果整个时间流程和上一轮类似的话，二季度进行讨论和方案确认后，大概率在三季度末四季度初实施。**年中正式缩表的难度较大**。1) 美债以及 MBS 债券的规模庞大，美联储需要谨慎实施再投资。2) 疫情困扰下，经济前景仍不明确。目前美联储对于后续货币政策正常化路径仍然秉持“边走边看”的态度，近期 PMI 数据等出现明显回落。若下半年若高通胀快速回落，失业率下行缓慢，缩表的时间点和规模存变数。



图表目录

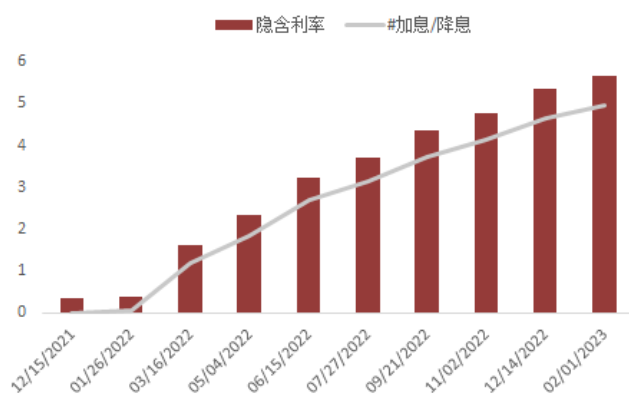
图表 1: 市场预测明年或加息四次	3
图表 2: 联邦基金利率期货计入四次加息预期	3
图表 3: 市场认为 3 月加息 50bp 概率上升至 14.3%	4
图表 4: 拜登支持率快速下行	4
图表 5: 拜登提名的新美联储理事以民主党为主	4
图表 6: 美联储理事发言整理	5
图表 7: 新增非农人数有所放缓	6
图表 8: 中小企业职位空缺率小幅下行	6
图表 9: 非农平均时薪增速加快	6
图表 10: 离职率快速升高	6
图表 11: 6 个月截尾 PCE 快速抬升	7
图表 12: CPI 中位数大幅上行	7
图表 13: 美债及 MBS 债券占比较大	7
图表 14: 1-5 年期国债占比较大	7
图表 15: 美联储 FOMC 会议要点	8

美东时间 1 月 26 日，美联储召开了 2022 年的首次议息会议，此次会议转向明显，市场对于其解读是“鹰气十足”，尤其是在鲍威尔的媒体问答环节，美股大幅下挫，美债收益率快速上行。我们认为市场反应剧烈，主因鲍威尔态度较为含糊，对后续的加息路径、点数以及缩表时间点等均没有明确表态，唯一能确认是的，3 月加息板上钉钉，第一次加息之后将会开始讨论缩表，但这些基本都已经在市场的预期之中。议息会议重点：

- **3 月 Taper 结束**，2 月中开始，每月增持 200 亿美债、100 亿 MBS 债券，**到 2022 年 3 月初正式结束购债**；
- 隔夜逆回购拆入利率维持在 0.25%，上限 5000 亿；拆出利率为 0.05%，上限为 1600 亿每日；
- 针对经济，一改前期对于经济前景较为保守的描述。**尤其是删除了“致力于全方位的使用工具支持货币政策”**。
- **最值得关注的是表示“加息很快就会到来”**。由于下次议息会议将在 3 月召开，因此市场对此解读基本确认 3 月会议将正式上调联邦基金利率。
- **推出缩表原则，同时表示第一次加息之后会召开会议探讨缩表事宜**。本次缩表原则与上一轮的货币政策正常化手册相差无几，重申“利率管理是首要工具”，“缩表将在加息之后开始”，“缩表将以调整再投资规模方式进行”。同时表达未来美联储将主要持有美债，这也将意味着美联储将大幅度减持 MBS 债券。

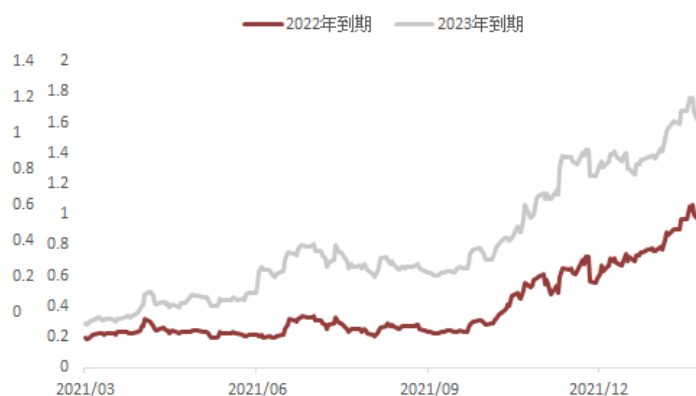
议息会议公布的内容基本都已经被市场计入预期，在鲍威尔媒体问答环节，市场开始剧烈波动，主因其表态较为含糊，并没有给出特别明确的加息及缩表路径，市场将其解读为“极端鹰派”。美股三大指数持续回落，十年美债收益率再次突破 1.85%。不论是从隐含利率还是联邦基金利率期货观察，市场预测今年加息四次。根据 CME 公布的 3 月议息会议调查看，加息 50bp 的概率上升至 14% 左右。

图表 1：市场预测明年或加息四次



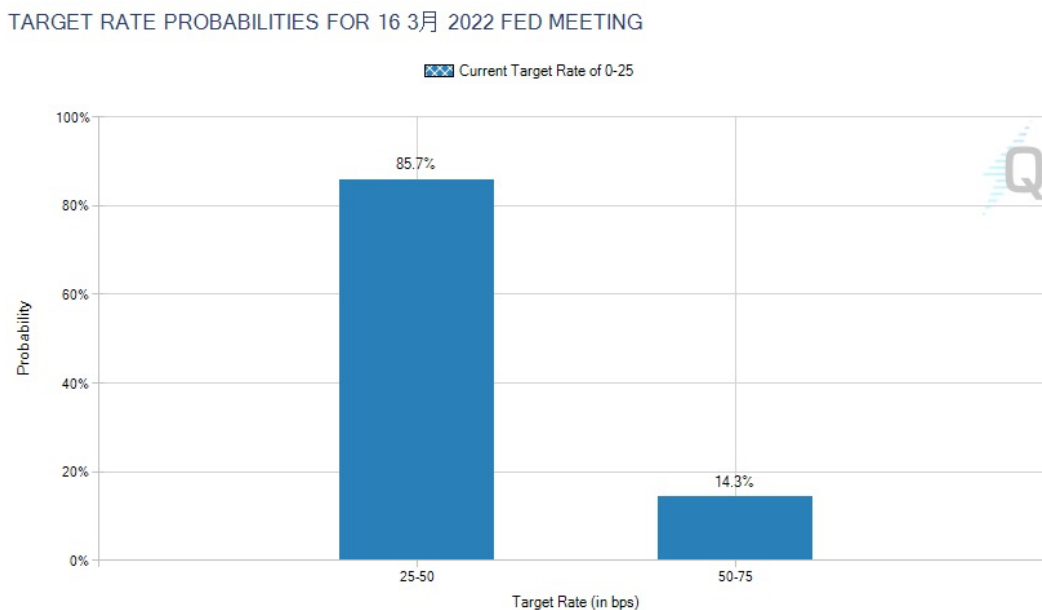
来源：Bloomberg，莫尼塔研究

图表 2：联邦基金利率期货计入四次加息预期



来源：Bloomberg，莫尼塔研究

图表 3：市场认为 3 月加息 50bp 概率上升至 14.3%



来源：CME，莫尼塔研究

政治压力下，美联储不得不快速转鹰。目前美联储七个理事席位中，已经有四个席位被由拜登提名，针对副主席以及理事的听证会也将在二月初进行。拜登的支持率已经下降至 40%，高通胀导致美国人普遍对其不满，不仅从其近期的公开露面表现来看，还是财政部对货币政策的态度观察，货币政策转鹰同样具有政治色彩。

从提名的新任理事的货币政策主张以及过往背景看，**美联储未来致力于解决贫富差距以及高通胀的基调较为明显。**首先，鲍威尔在作为美联储主席的最后一个任期内，或将致力于货币政策正常化的推行。其次，提名的副主席布雷纳德尽管是民主党人，但不像市场上认为的那么“鸽派”，她认为高通胀必须要控制。拉斯金是进步派，因此在货币政策上同样较为激进。另外两名任命理事以劳动经济学出身，支持减少贫富差距。未来美联储将会致力于解决贫富差距的问题，后续货币政策或对金融市场并不友好。

图表 4：拜登支持率快速下行



来源：Bloomberg，莫尼塔研究

图表 5：拜登提名的新美联储理事以民主党为主

官员	职位	党派	提名总统
鲍威尔	主席	共和党	特朗普
布雷纳德	提名副主席	民主党	拜登
拉斯金	提名副主席	进步派	拜登
库克	提名理事	民主党	拜登
杰斐逊	提名理事	民主党	拜登
沃勒	常任票委	温和派	特朗普
鲍曼	常任票委	共和党	特朗普

来源：公开资料，莫尼塔研究

图表 6：美联储理事发言整理

官员	职位	2022/1/7	2022/1/11	2022/1/12	2022/1/13	2022/1/14	2022/1/15	
鲍威尔	主席		<p>货币政策：没有就任何正常化进程的时机做出任何决定，货币政策正常化是一个漫长的过程。3月底结束资产购买，今年晚些时候可能会允许资产负债表收缩，采取更接近正常化的政策。</p> <p>通胀：通胀压力可能持续到2022年年中，高通胀是阻碍充分就业的严重威胁，实现充分就业需要保持价格稳定。美联储目前更在意通胀，而非就业。通胀高企说明经济不再需要高度宽松的政策，如果通胀持续的时间比预期的要长，那么将不得不随着时间的推移进一步提高利率。</p>	<p>通胀：通胀固化的风险将上升，今年晚些时候，供应方面出现一些缓解。能源和食品价格在很大程度上受到供应方面问题的影响，而这是美联储无法影响的。</p> <p>就业：正在迅速接近或达到最大就业率。工资增长仍然严重向低收入人群倾斜。劳动力参与的复苏比预期的要慢。</p> <p>缩债：资产负债表相关问题很快就会更加清晰。美国债务正走在一条不可持续的道路上，最好尽快开始应对。9万亿美元资产负债表远高于所需水平。我们将比上次更早更快地缩减资产负债表。上次的紧缩周期经济状况完全不同，这次前减资产负债表将会“更早更快”。我们将在1月份的会议上再次讨论这个问题。</p>				
布雷纳德	提名副主席				<p>银行准备金：鉴于近期准备金供应的增长，考虑调整银行准备金要求。在任何较准之后，对银行的总体资本要求都将保持强劲。小型银行机构可以自行决定风险。</p> <p>通胀：我们致力于使用我们的工具来应对通货膨胀。重点是降低通货膨胀，同时维持经济复苏。通货膨胀过高，减缓过高的通胀是美联储最重要的任务。</p>	<p>通胀：将尽可能地降低通货膨胀，与强劲的复苏保持一致。今年第一季度和第二季度，通胀率将保持在高位。预计年底通胀率将接近2.5%。</p> <p>就业：就业形势继续明朗。劳动参与率将在几个季度、几年内继续提高。劳动参与率没有显示出我们预期的改善。</p> <p>货币政策：一旦债券购买计划结束，就会开始加息。在加息“之后”的某个时候，资产负债表会收缩。随着我们准备结束资产购买，提高利率</p>		
沃勒	常任票委					<p>通胀：如果通胀保持在3%以上，我们就需要采取更多行动，预计通胀将在年末回落至2.5%左右。</p> <p>就业：预计到明年3月，失业率可能会降至3.7%。</p> <p>货币政策：美联储可能准备在明年3月或5月加息。不赞成美联储3月份加息50个基点。如果通货膨胀率居高不下，可能会有四次甚至五次加息。提前加息，意味着加息次数将变少。倾向于在明年夏季之前开始缩债。资产负债表占GDP的20%左右是合理的，而目前约为35%，这次可以更早且更快地缩债。加快缩债的“全部意义”是为了在明年3月会议上活跃地讨论首次加息的问题。</p>		
威廉姆斯	纽约联储主席（永久票委）						<p>货币政策：美联储的资产购买将在3月份结束。美联储接近达成加息决定是合理的。FOMC还没有就资产负债表做出决定。美联储对今年加息的预测是完全合理的。联邦基金利率的路径将由数据决定。</p> <p>通胀：通胀前景存在很多不确定性。2022年大部分时间可能仍存在通胀压力，预计今年的通胀率将降至2.5%左右，2023年通胀率将接近2%。</p> <p>就业：就业和收入的改善比大多数人看到的更好。</p> <p>市场：预计美联储收紧政策将导致所有债券收益率上升。美联储的利率走向正常，到接近2%左右，预计在利率上升后资产负债表将正常化。政</p>	
梅斯特	克利夫兰联储主席（2022票委）		<p>在12月的会议上支持2022年加息三次。迫切需要收回部分宽松。如果3月份的经济形势与现在一样，将在会议上支持提高利率。价格上涨范围已经扩大。经济正处于一条非常好的轨道上，通货膨胀更加持久。</p>		<p>加息：支持3月份加息。</p> <p>通胀：仍预期通胀将回落。通胀压力已经变得更为广泛。现在有很多因素推高了通胀，包括供应链问题和工资问题。</p> <p>缩债：美联储应该在不会造成混乱的情况下大幅加快缩减资产负债表的步伐。即使不积极出售，资产负债表也会减少，因为持有的股票到期了。</p> <p>就业：实际上已经处于充分就业。</p>			
布拉德	圣路易斯联储主席（2022票委）	<p>加息：FOMC可能会在3月开始上调政策利率。去年12月会议上预测2022年将加息三次的人之一。如果通胀缓和，下半年可以放慢加息步伐。</p> <p>通胀：预计通胀会在一定程度上自然缓和，但不会大幅回落，年底仍将高于3%。</p> <p>缩债：缩债应该发生在首次加息之后。美联储可以通过被动的方式缩减资产负债表而不至于引起市场混乱。规模更小的资产负债表，更高的政策利率，意味着收益率曲线两端应该同步上升。</p>			<p>就业：美国今年的失业率可能低于3%。现在的就业市场紧张程度几乎是前所未有的。</p> <p>通胀：12月的CPI上涨与目前关于通胀的观点一致。需求是推动通胀走高的主要因素。预计到年底通胀率折合成年率将降至3%。</p> <p>货币政策：缩债应该与加息同步发生。美联储应该比现在更早结束资产购买。美联储在2021年期间购买的资产超过了经济需要。提前开始加息可能可以避免更鹰派的利率路径。在高通胀的情况下，3月份加息的可能性很大。2022年有可能有四次加息。</p>			
乔治	堪萨斯联储主席（2022票委）		<p>货币政策：“早一点而不是晚一点”缩减资产负债表。货币政策正常化的时候到了。与上一个紧缩周期相比，提前调整资产负债表是合适的。</p>					

来源：公开资料，莫尼塔研究

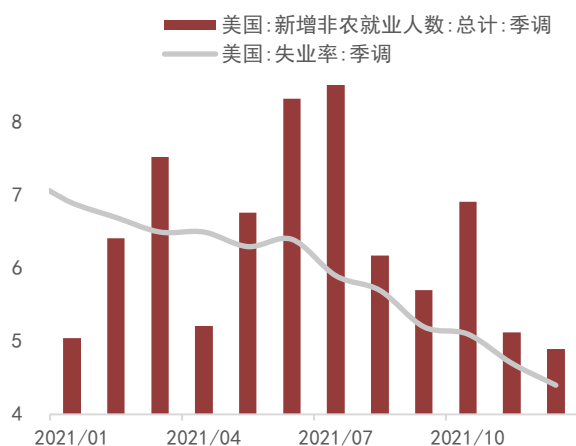
由于失业率大幅下滑，美联储认为就业市场表现强势，不再成为货币政策重心。12月的劳动力市场数据表现亮眼，失业率回落至4%下方，美国自然失业率基本位于4%-4.5%之间，因此从失业率看，就业基本恢复充分。尽管每月的新增非农人数有所下滑，但目前劳动力市场岗位空缺率高、离职率高、时薪快速上涨、劳动参与率低，对于美联储而言，只要劳动力愿意再次回到劳动市场，就业市场将加速恢复。因此，美联储的两大目标重心不再是充分就业。

高通胀压力下，联储不得不加快脚步。高通胀的压力之下，居民以及拜登政府都对美联储的货币政策无形之中施加压力。供应瓶颈、物流问题、劳动力成本上行、需求较大，共同推升去年下半年通胀快速上行。尽管今年供应瓶颈问题将大幅度缓解，但上半年压力仍然较大。从近期公布的截尾PCE以及

CPI 中位数看，通胀已经有走宽的迹象。如果后续需求从耐用品转向服务，通胀有进一步走宽的迹象，叠加不排除近未来可能出现工资-通胀的螺旋式上升，短期内通胀压力仍然较大。

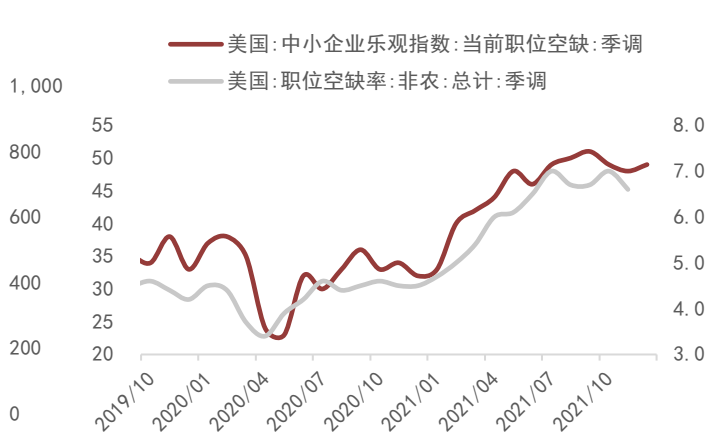
经济表现强势，联储转向明显。不论是近期美联储各理事的密集发言，还是鲍威尔在听证会以及此次议息会议上的表态，高通胀成为目前美联储货币政策的需要解决的重心。在会议声明中，美联储将“使用所有工具支持经济增长”之类的发言进行了删除，今年货币政策将逐步进入正常化。

图表 7：新增非农人数有所放缓



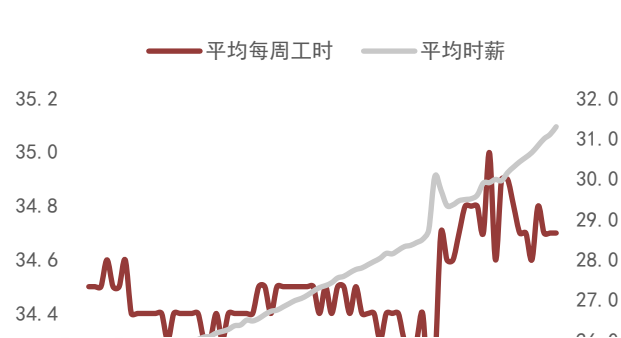
来源：Wind，莫尼塔研究

图表 8：中小企业职位空缺率小幅下行

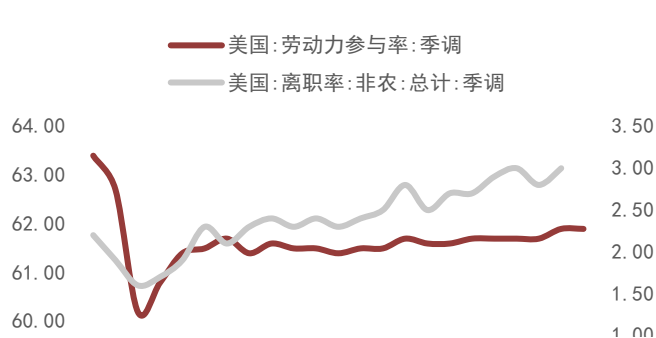


来源：Wind，莫尼塔研究

图表 9：非农平均时薪增速加快



图表 10：离职率快速升高



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_36811



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn