

总量研究

美联储打击通胀意图明确，3月大概率加息

——2022年1月美联储议息会议点评

要点

事件：

1月25-26日，美联储召开公开市场委员会（FOMC）货币政策会议，会议显示：

- 1) FOMC 一致通过维持联邦基金利率在 0%-0.25% 范围的决定；但声明显示，FOMC 将在近期开始加息。
- 2) FOMC 将继续减少资产购买缩减（Taper），自 2 月起，每月减少购买 200 亿美元美国国债和 100 亿美元机构住房抵押贷款支持证券（MBS），3 月结束 Taper。缩表将在加息后一段时间内启动。
- 3) 缩表将以到期资产自动被赎回的方式展开，也就是到期后美联储停止再投资。但现阶段，FOMC 并没有对缩表的时间或节奏达成任何决定。

核心观点：

此次会议显示，美联储控制通胀意图明确，大概率 3 月加息，符合市场预期。

缩表方面，相较于上一轮缩表，此轮缩表规模将更大，加息与缩表之间时间间隔将更短，但预计缩表对市场流动性冲击有限。

美债方面，我们认为，在美联储加息靴子落地后，美债收益率将更受美国经济基本面和通胀预期影响。美股方面，中长期看，加息不一定导致美股下行，但若加息导致美国经济基本面损伤，则大概率拖累美股。

鲍威尔暗示近期加息

FOMC 会议申明显示，将在近期加息。美联储主席鲍威尔也指出，美联储已经做好在 3 月 15-16 日的议息会议上加息的准备。在此次会议声明删除了“货币政策将尽一切可能支持美国经济”的开场白。这一举动侧面反应，美联储货币政策转向意图明确，3 月加息符合美联储加息标准。

缩表：动机、节奏、影响

美联储缩表，一是为了打击通胀，二是能有效降低收益率曲线倒挂压力，三是通过货币政策正常化，为下一次危机做准备。相较于 2017 年缩表周期，本轮缩表节奏或将更快、加息开启与缩表之间的时间间隔或将更短。

回顾美联储加息历史，美债美股表现如何？

对于长端美债收益率来说，货币政策只能部分解释美债收益率走势。基于对美债收益率的三因素分析法，我们认为，在美联储加息靴子落地后，美债收益率将更受美国经济基本面和通胀预期影响。

美股方面，在 2015 年启动加息和 2017 年启动缩表后，美股受冲击幅度有限，显示美国经济基本面趋好，对冲货币政策收紧的压力。1999 年美联储的加息周期显示，加息不一定导致美股下行，但若加息导致美国经济基本面损伤，则大概率拖累美股。

现阶段，美国就业缺口和产出缺口尚未弥合，在通胀大概率在二季度回落的背景下多次加息，不符合美联储货币政策目标。鉴于此次加息周期开启的动因主要为控制通胀而非经济过热，此次加息的路径可能与往常不同。

风险提示：通胀超预期致美联储收紧政策；疫情超预期导致经济快速下行。

作者

分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002
010-56513108
gaoruidong@ebsecn.com

分析师：赵格格

执业证书编号：S0930521010001
0755-23946159
zhaogege@ebsecn.com

相关研报

为什么美国不愿意加入 CPTPP——《大国博弈》系列第十五篇（2022-01-10）

2021 年美国就业市场强劲复苏，12 月失业率下穿逾 4% 线——光大宏观周报（2022-01-08）

疫情冲击下的货币政策：美国劳动参与率的视角？——美联观察系列五（2021-12-20）

鸽派鲍威尔，鹰派点阵图——2021 年 11 月美联储议息会议点评（2021-12-16）

通胀符合预期，如何看下周美联储议息会议？——光大宏观周报（2021-12-12）

美国失业率下行不抵 Omicron 冲击，拖累美债收益率——2021 年 11 月美国新增非农数据点评（2021-12-04）

通胀不构成美联储加息条件——2021 年 11 月美国 FOMC 会议纪要点评（2021-11-25）

Taper 如期而至，加息“等等再看”——2021 年 11 月美联储议息会议点评（2021-11-04）

拜登 1.75 万亿美元财政刺激法案，阻碍在哪里？——《大国博弈》系列第十二篇（2021-11-02）

目 录

一、	鲍威尔暗示近期加息	3
二、	缩表：动机、节奏、影响	3
三、	回顾美联储加息历史，美债美股表现如何？	4
四、	风险提示.....	8

图目录

图 1：	美国隔夜逆回购规模维持高位，显示货币市场流动性充裕.....	4
图 2：	10 年期美债收益率随经济趋好而在 2016 年 3 季度开始走强.....	5
图 3：	纳斯达克指数随经济企稳上行	6
图 4：	1999 年，因美联储过快加息，影响经济基本面，拖累股市.....	7
图 5：	美国产出缺口和就业缺口尚未弥合	7

一、鲍威尔暗示近期加息

鲍威尔暗示 3 月加息，符合市场预期。

FOMC 会议申明显示，将在近期加息（it will soon be appropriate to raise the target range for the federal-funds rate）。

美联储主席鲍威尔在新闻发布会中也指出，美联储已经做好在 3 月 15-16 日的议息会议上加息（“the committee is of a mind to raise the federal funds rate at the March meeting, assuming that conditions are appropriate for doing so”），经济不再需要持续的货币政策支持，劳动力市场保持强劲，加息不会拖累劳动力市场（“there is quite a bit room for raising interest rates without hurting labor market”）。

值得注意的是，在此次议息会议后发布的声明中，美联储删除了自 2020 年 3 月持续沿用的开场白，即货币政策将尽一切可能支持美国经济来达到最大就业和价格稳定（“The Federal Reserve is committed to using its full range of tools to support the U.S. economy in this challenging time, thereby promoting its maximum employment and price stability goals.”）。这一举动侧面反映，美联储货币政策转向意图明确，3 月加息符合美联储加息标准。

二、缩表：动机、节奏、影响

鲍威尔在新闻发布会中指出，缩表将在加息之后开始，而不会同时开始。缩表将以到期资产自动被赎回的方式展开，也就是到期后美联储停止再投资（“reducing balance sheet will occur through reinvestment, so the securities roll off Fed’s balance sheet”）。但现阶段，FOMC 并没有对缩表的时间或节奏达成任何决定。

美联储缩表的三大理由

第一，开启缩表进一步证明美联储货币政策转鹰，打击通胀。第二，缩表能有效提振长期美债收益率，降低收益率曲线倒挂压力。第三，美联储通过缩表向市场证明，扩表是美联储在危机时期运用的货币政策工具，在危机度过之后，美联储仍会进行缩表，为下一次危机做准备。

缩表节奏或将更快，预计在 2022 年下半年开始

在议息会议之后公布的《缩表原则》（Principals for Reducing the Size of the Federal Reserve’s Balance Sheet）显示，FOMC 将大幅减少资产负债表规模（“significantly reducing the size of balance sheet”）。鲍威尔也在新闻发布会中指出，本轮缩表节奏或快于上一轮（2017）缩表周期、加息开启与缩表之间的时间间隔将更短。

根据美联储 12 月议息会议纪要，美联储现在持有的国债，其加权平均久期相较于上一轮紧缩开启时更短，因此，若按照上一次缩表方式，则此次美联储资产负债表规模缩减的节奏将更快。

鲍威尔在 2022 年 1 月 11 日听证会上表示，FOMC 正在讨论缩表议题，并且可能会需要 2、3、4 次会议才能厘清这些问题。美联储理事沃勒（Christopher Waller）在 1 月 4 日表示，今年夏天可能就会开始缩表。旧金山联储主席 Mary Daly 在 1 月 7 日与路透社的访谈中也表示，缩表可能在第一次或第二次加息后启动。这些表述都表明，美联储缩表很可能就在 2022 年下半年开始。

较快的缩表节奏可能冲击市场流动性，但美联储在已经做好较充足的准备，防止流动性过快收紧。

一方面，美联储在 2021 年 7 月 FOMC 会议上，设立常备回购便利工具（Standing Repo Facility），以支持货币市场平稳运行，并为一级交易商提供流动性支持。美联储可以通过 SRF 进行隔夜回购交易，从合格交易对手方购买证券，并在第二天卖出该证券。可以看到，SRF 是美联储为减缓货币政策正常化（缩表）过程中，流动性过快收紧带来的冲击。

另一方面，现阶段，货币市场流动性较为充裕，缓解美联储开启缩表对市场的冲击。FOMC 于 2014 年推出了隔夜逆回购（ON RRP）工具，覆盖众多大型银行和货币基金。隔夜逆回购是一种短期公开市场操作工具，其原理是，当机构发起隔夜逆回购操作时，它将准备金存入美联储过夜，并获得美联储提供的证券作为抵押品。到期时，美联储将回购证券，而该机构从存入美联储的现金中赚取 ON RRP 利率，以此来达到让过剩的流动性回到美联储手上的目的。

可以看到，美联储隔夜逆回购规模已从疫情前（2020 年 2 月）接近 0 的水平一路上升至 2022 年 1 月的 1.7 万亿美元，为 2003 年以来最高纪录，显示货币市场流动性非常充足。

图 1：美国隔夜逆回购规模维持高位，显示货币市场流动性充裕



资料来源：美联储，光大证券研究所整理。

数据截至 2021 年 1 月 21 日

三、回顾美联储加息历史，美债美股表现如何？

从流动性的角度来看，美联储加息直接影响短期资金成本，叠加市场对美联储的加息周期开启预期，引导短端利率上行，进而传导至长端利率。

然而，对于长端美债收益率来说，货币政策只能部分解释美债收益率走势。基于对美债收益率的三因素分析法，即经济基本面、通胀预期和期限溢价，我们认为，在美联储加息靴子落地后，美债收益率将更受美国经济基本面和通胀预期影响。

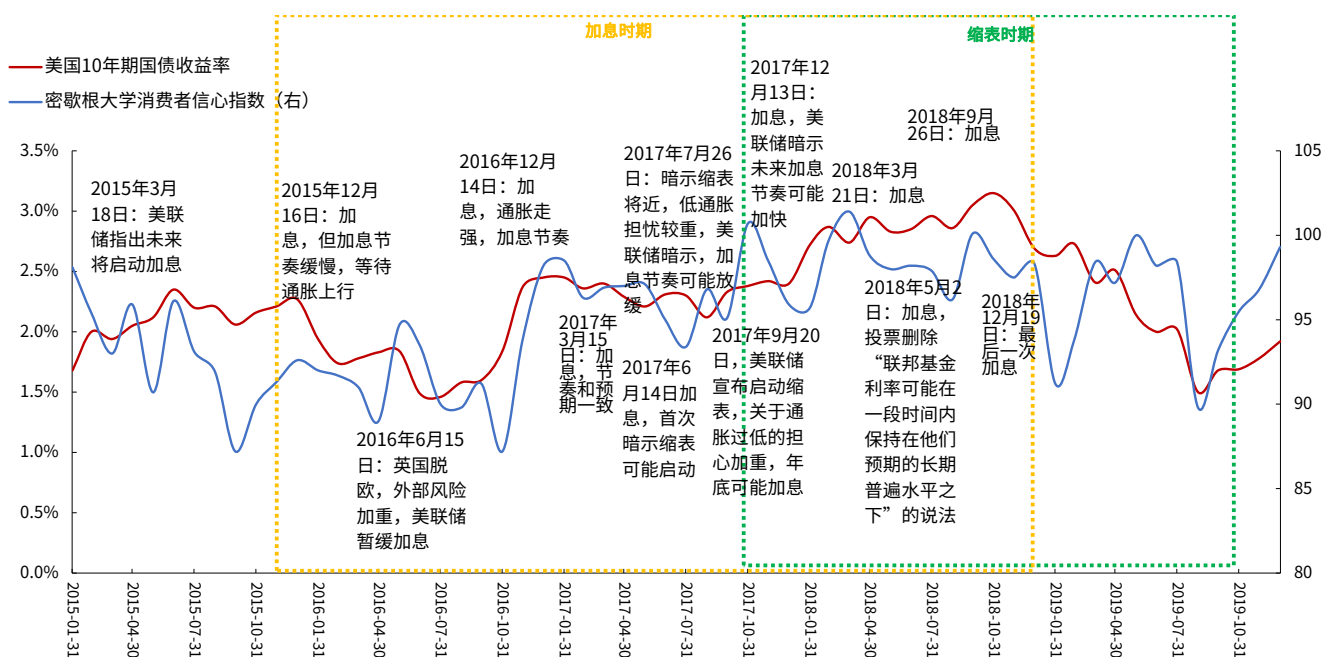
（参见我们于 2021 年 9 月 2 日发布的报告《美债交易逻辑已悄然变化——美联储观察系列二》）

回顾上一轮加息周期，我们可以看到，美联储自 2015 年 12 月开始第一次加息后，10 年期美债收益率并没有因加息而一路向上，相反，10 年期美债收益率自 2015 年末起进入了长达 1 年左右的下行期，最低点达 2016 年 7 月的 1.37%。直到 2016 年 12 月第二次加息前，才有所回升。因此，美联储加息和美债收益率之间没有必然的联系。

我们以密歇根大学消费者信心指数作为衡量美国经济的代理指标，可以看到，2015 年年初到 2016 年年末，美国经济疲软叠加英国脱欧等外部因素干扰，美债收益率在 2015 年至 2016 年 3 季度加息周期期间，一直处于下行轨道。自 2016 年 4 季度起，美国经济基本面趋好叠加特朗普在 2017 年宣布的减税政策¹，提振消费者信心指数，引导美债收益率上行。

从 OECD 经济领先指标也可以看到，美国经济在 2016 年三季度开始，有触底回升迹象叠加货币政策收紧，导致 10 年期美债收益率自 2016 年三季度起稳步上行，在 2018 年 10 月达到 3.15%。

图 2：10 年期美债收益率随经济趋好而在 2016 年 3 季度开始走强



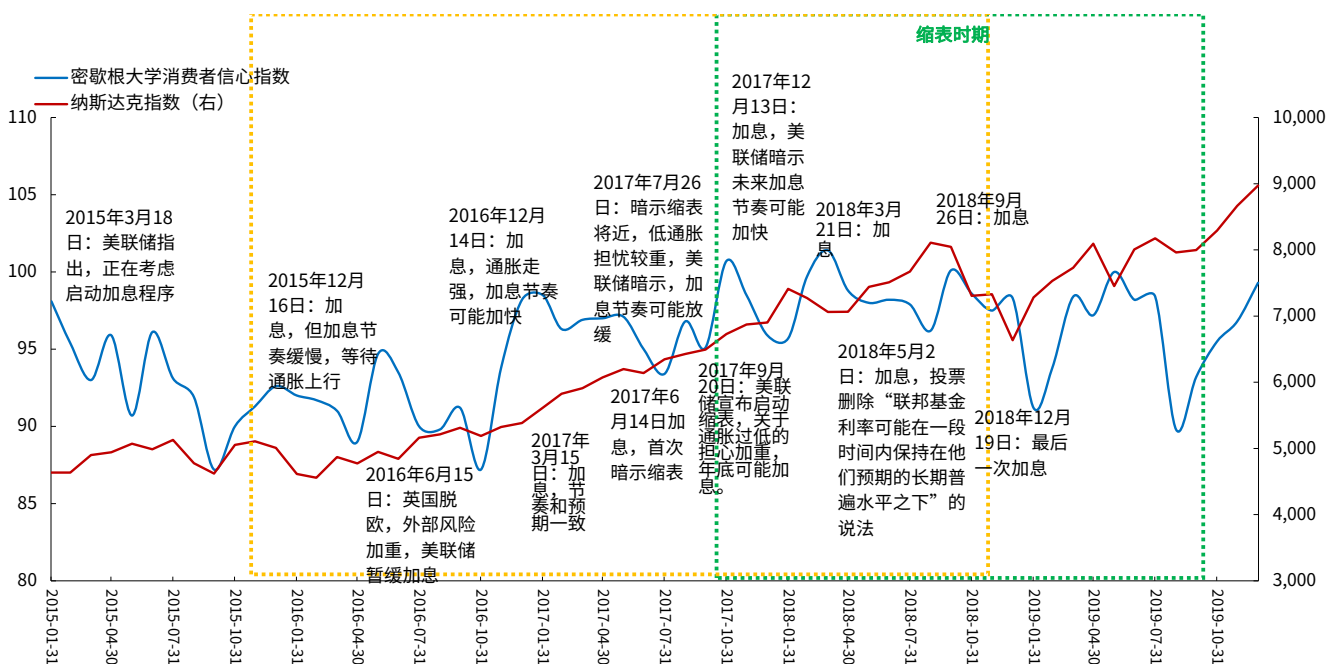
资料来源：Wind，美联储，光大证券研究所

数据统计时间：2015 年 1 月 31 日至 2019 年 12 月 31 日

美股方面，在 2015 年启动加息和 2017 年启动缩表后，美股受冲击幅度有限，一方面是加息和缩表预期较充分，另一方面，消费者信心指数上行，显示美国经济基本面趋好，带动美股上行，对冲货币政策收紧的压力。

¹ 特朗普政府在 2017 年 12 月通过《减税与就业法案》(the Tax Cut and Jobs Act of 2017)，通过减税鼓励消费、增加投资、发展经济和就业，实现让美国再次强大的目标。

图 3：纳斯达克指数随经济企稳上行



资料来源：Wind，美联储，光大证券研究所

数据统计时间：2015年1月31日至2019年12月31日

在 1999 年美联储的加息周期中可以看到，加息不一定导致美股下行，但若加息导致美国经济基本面损伤，则大概率拖累美股。

在 1998 年亚洲金融危机后，美联储在 1998 年 9 月、10 月、11 月连续共降息 75bp，安抚市场。但在 1999 年，美国 CPI 突破 2%，美联储迅速收紧货币政策，以控制通胀，在 1999 年 6 月、8 月、11 月分别加息 25bp。

但加息并没有阻止股市上行，纳斯达克指数仍然表现强劲，最高达 2000 年 3 月时的 5046 点。一方面是美联储与市场沟通较为充分，另一方面是受到了经济基本面的支撑。2000 年 3 月，密歇根大学消费者信心指数上冲至 107.1，为 1999 年以来 95.6%分位数。同时，OECD 美国经济领先指标也在 2000 年 3 月上冲至 101.2（为 1999 年以来 89%分位数）。

但通胀在 2000 年初持续升温，CPI 同比最高达 2000 年 3 月的 3.8%，叠加经济过热，美联储决定快速加息，在 2000 年 2 月、3 月、5 月共加息 100bp。快节奏的加息迅速冷却经济，密歇根大学消费者信心指数自 2000 年 2 月的 111.3 持续回落，直到 2001 年第二季度开始企稳回升，在这期间，纳斯达克指数自 2000 年 3 月的 5046 点回落至 2001 年 4 月时的 1022 点，才出现企稳回升迹象。

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_36818

