

比预期更鹰？鲍威尔到底讲了什么

1月美联储利率会议分析

报告发布日期

2022年01月28日

研究结论

- 美东时间1月26日，美联储1月FOMC会议落定。开年以来，市场饱受美联储货币政策预期冲击影响，而这次会议是2022年经市场调整、定价后的政策预期，首次接受联储公开政策信号检验。检验结果是美联储成功塑造了比市场调整后的预期更鹰的政策立场，导致会后美债利率陡升，美股转跌。
- 此外，这次会议比较值得玩味的地方是，市场伴随会议信息在日内出现了过山车式的大起大落，具体表现为高开（反映联储看跌期权兜底市场的预期）、冲高（会议纪要发布）、暴跌回吐涨幅（新闻发布会中）——据此形成的具体推断是，会议纪要要传递的政策信号大概率符合市场已有定价和预期，而鲍威尔在发布会上讲到的一些内容，引导市场形成了比预期更鹰的政策路径前瞻。
- 1) 会议纪要确认3月份很可能启动加息，符合市场预期：首先，纪要上确认了三月份首次加息已经比较确定，这一点鲍威尔也在新闻发布会上有进一步阐释。这点市场此前有完全的预判，在去年底 taper 提速到今年3月份完成后，市场就已经把首次加息时点的预期落位到了3月份。目前利率期货隐含的3月份加息次数是1.2次，对市场没有超预期冲击。
- 2) 会议发布缩表原则指引，符合市场预期：提前缩表是今年联储货币政策预期当中重要的边际变化。这次会上联储发布了非常简要的缩表政策原则，并未给出缩表启动时点、节奏的更明确指引，符合惯例，符合市场预期，同时意味着缩表不会在近期启动。
- 3) 对未来加息路径的前瞻不置可否，引发市场恐慌和遐想：而在新闻发布会上，鲍威尔对未来加息路径的暧昧回答隐含了过多不确定性，是导致市场定价最终呈现“比预期更鹰”冲击的主因。具体来看有两个问题比较关键：①是否在未来每次会上（年内剩余7次）都可能加息；②每次加息幅度会否从25bp（过去通常）变成50bp（非常态）。对于这两个问题，鲍威尔其实都没有给出明确答复（肯定或否定），只是强调目前无法预测、未做决定。会前利率期货定价显示，市场对22年内加息次数预期为4次，幅度为1个百分点（每次25bp），会后利率期货定价的加息次数和年内终点值上升，意味着鲍威尔的暧昧表态引发市场对更大幅度加息的担忧，并导致市场尾盘暴跌和美债收益率陡升。
- 4) 美联储可能也在等待确认通胀拐点，3月份是更重要的决断时刻：梳理整个会议传递信息和表述，我们倾向于认为，鲍威尔的暧昧是因为美联储目前确实未就未来政策路径做任何决定。高通胀是美联储本轮货币政策正常化周期的底层逻辑，众多宏观预测则指向美国通胀同比增速的拐点分布在今年1季度至上半年的时间段，其中最早为1季度。因此，1月份时点上，对联储来说不会犯错的立场表达，就是保持谦逊（humble），保持灵活（nimble），观察经济指标落地，把决策留给通胀拐点的预期验证之后。此次会上，鲍威尔也承认未来风险是双向的（two-sided risks），意味着未来政策路径同时保留向上或向下修正的可能性，而不是当前市场匆忙定价的单边上修可能性。
- 5) 基于当前市场定价，未来下修联储政策冲击的可能性相对更大：我们更相信当前市场定价已经较为充分预期了大概率情形下联储的政策冲击和影响。一旦通胀出现拐点，支撑美联储加息的逻辑将会大幅削弱，非常态的快速大幅加息更是失去了唯一的理由。而缩表与加息相伴相生，缩表服务于加息空间的拓展，缩表节奏取决于加息节奏。根据我们的研究（《缩表冲击：影响有多大？定价到位了吗？》，20220118），期限溢价显示市场已定价了部分提前缩表影响。因此在未来通胀走势符合预期、风险可控情形下，当下或是联储政策冲击和利率水平的高位。

风险提示

- 美国通胀持续时间超预期，美联储被迫提前缩表；疫情发展超预期导致经济衰退。

证券分析师

王仲尧	021-63325888*3267 wangzhongyao1@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860518050001
孙金霞	021-63325888*7590 sunjinxia@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860515070001
曹靖楠	021-63325888*3046 caojingnan@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860520010001

联系人

陈玮	chenwei3@orientsec.com.cn
----	---------------------------

相关报告

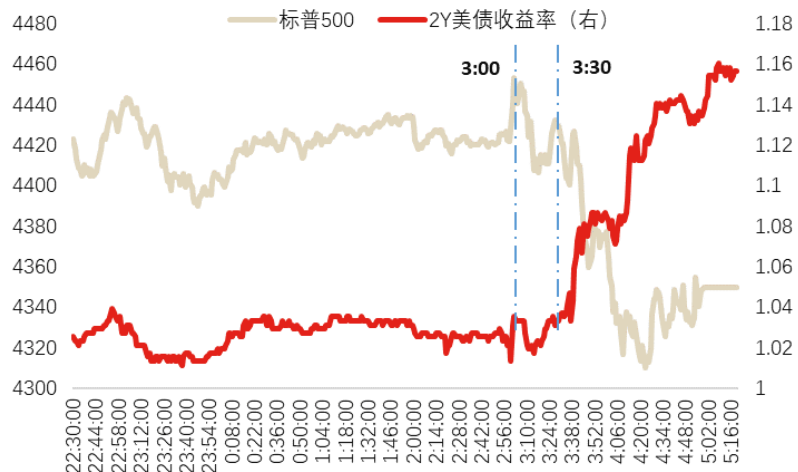
缩表冲击：影响有多大？定价到位了吗？	2022-01-18
77bp 期限利差下的加息空间：利率曲线扁平化趋势观察，与联储货币政策应变情景推演	2021-12-31

美东时间 1 月 26 日，美联储 1 月 FOMC 会议落定。开年以来，市场饱受美联储货币政策预期冲击影响，而这次会议是 2022 年经市场调整、定价后的政策预期，首次接受联储公开政策信号检验。检验结果是美联储成功塑造了比市场调整后的预期更鹰的政策立场，导致会后美债利率陡升，美股转跌。

此外，这次会议比较值得玩味的地方是，市场伴随会议信息在日内出现了过山车式的大起大落，具体表现为高开（反映联储看跌期权兜底市场的预期）、冲高（会议纪要发布）、暴跌回吐涨幅（新闻发布会中）——据此形成的具体推断是，会议纪要传递的政策信号大概率符合市场已有定价和预期，而鲍威尔在发布会上讲到的一些内容，引导市场形成了比预期更鹰的政策路径前瞻。

因此我们也回归会议材料和新闻发布会上的问答原话，确认这次重要的利率会议到底敲定了哪些政策变数，以及我们认为对未来政策路径较为合适的预期和理解。

图 1：1 月 26 日标普 500 和两年期美债收益率日内走势



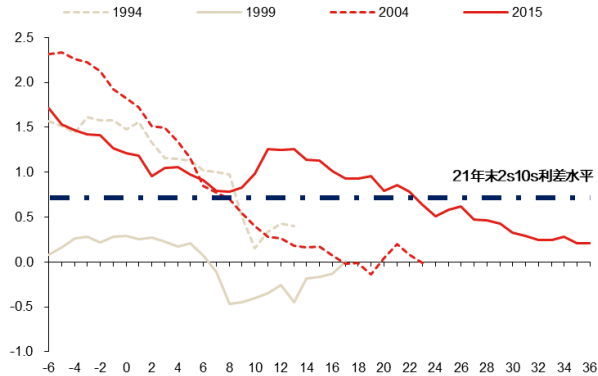
数据来源：彭博，东方证券研究所

- 1) **会议纪要确认 3 月份很可能启动加息，符合市场预期：**首先，纪要上确认了三月份首次加息已经比较确定，这一点鲍威尔也在新闻发布会上有进一步阐释。这点市场此前有完全的预判，在去年底 taper 提速到今年 3 月份完成后，市场就已经把首次加息时点的预期落位到了 3 月份。目前利率期货隐含的 3 月份加息次数是 1.2 次，对市场没有超预期冲击。

除此之外，通胀高、就业紧的判断，包括货币政策工具全力支持经济复苏表述删除等等软性立场陈述，在市场已经大幅预期政策转向前提下没有实质性影响，可按不下表。

- 2) **会议发布缩表原则指引，符合市场预期：**提前缩表是今年联储货币政策预期当中重要的边际变化。我们在《77bp 期限利差下的加息空间》(20211231)当中提出，当前长端利率水平、期限利差情况不支持美联储完成锚定中性利率目标(2.5%)的完整加息，为了增强加息预期指引的可信度和可操作性，选项之一是缩表配合加息提前启动，从而有效推升长端利率和期限溢价。这次会上联储发布了非常简要的缩表政策原则，并未给出缩表启动时点、节奏的更明确指引，符合惯例，符合市场预期，同时意味着缩表不会在近期启动。

图 2：过去 4 轮加息周期前后的 2s10s 美债期限利差水平 (%)



数据来源：彭博，东方证券研究所

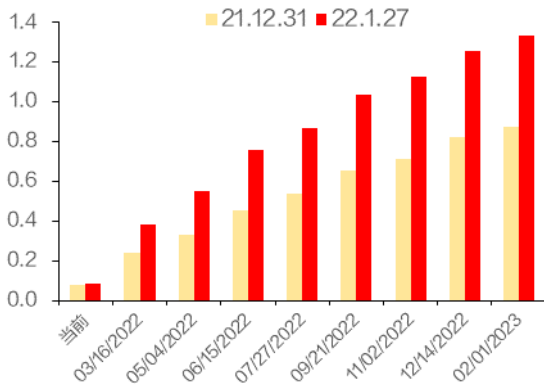
图 3：过去 2s10s 利差至当前水平后，加息周期剩余次数、幅度，及距离首次降息月份数

	加息空间 (%)	加息次数	降息于x个月后启动
1994	0.5	1	7
1999	1.75	6	18
2004	2.75	10	30
2015	1.25	5	21
平均	1.56	5.5	19

数据来源：彭博，东方证券研究所

3) 对未来加息路径的前瞻不置可否，引发市场恐慌和遐想：而在新闻发布会上，鲍威尔对未来加息路径的暧昧回答隐含了过多不确定性，是导致市场定价最终呈现“比预期更鹰”冲击的主因。具体来看有两个问题比较关键：①是否在未来每次会上（年内剩余 7 次）都可能加息；②每次加息幅度会否从 25bp（过去通常）变成 50bp（非常态）。对于这两个问题，鲍威尔其实都没有给出明确答复（肯定或否定），只是强调目前无法预测、未做决定。会前利率期货定价显示，市场对 22 年内加息次数预期为 4 次，幅度为 1 个百分点（每次 25bp），会后利率期货定价的加息次数和年内终点值上升，意味着鲍威尔的暧昧表态引发市场对更大幅度加息的担忧，并导致市场尾盘暴跌和美债收益率陡升。

图 4：当前利率期货显示的年内利率会议后政策利率预期值 (%)



数据来源：彭博，东方证券研究所

图 5：5y5yOIS 显示的终点利率预期 (%)

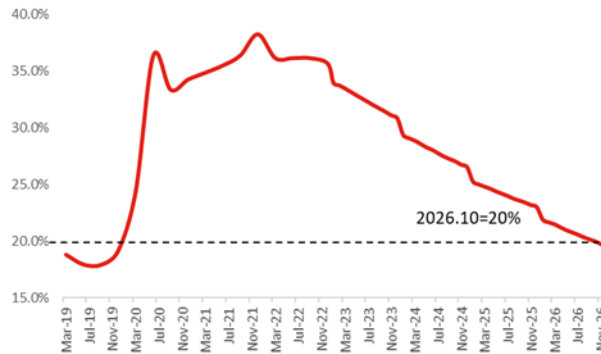


数据来源：彭博，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

- 4) **美联储可能也在等待确认通胀拐点，3月份是更重要的决断时刻：**梳理整个会议传递信息和表述，我们倾向于认为，鲍威尔的暧昧是因为美联储目前确实未就未来政策路径做任何决定。高通胀是美联储本轮货币政策正常化周期的底层逻辑，众多宏观预测则指向美国通胀同比增速的拐点分布在今年1季度至上半年的时间段，其中最早为1季度。因此，1月份时点上，对联储来说不会犯错的立场表达，就是保持谦逊（humble），保持灵活（nimble），观察经济指标落地，把决策留给通胀拐点的预期验证之后。此次会上，鲍威尔也承认未来风险是双向的（two-sided risks），意味着未来政策路径同时保留向上或向下修正的可能性，而不是当前市场匆忙定价的单边上修可能性。
- 5) **基于当前市场定价，未来下修联储政策冲击的可能性相对更大：**我们更相信当前市场定价已经较为充分预期了大概率情形下联储的政策冲击和影响。一旦通胀出现拐点，支撑美联储加息的逻辑将会大幅削弱，非常态的快速大幅加息更是失去了唯一的理由。而缩表与加息相伴相生，缩表服务于加息空间的拓展，缩表节奏取决于加息节奏。根据我们的研究（《缩表冲击：影响有多大？定价到位了吗？》，20220118），期限溢价显示市场已定价了部分提前缩表影响。因此在未来通胀走势符合预期、风险可控情形下，当下或是联储政策冲击和利率水平的高位。

图6：根据我们的缩表基线情形假设，联储资产负债表规模预计在2026Q4到达终值（%GDP）



数据来源：彭博，东方证券研究所

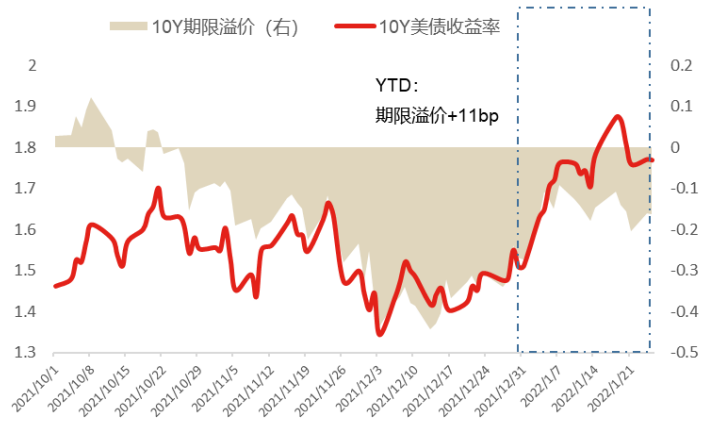
图7：本轮缩表对10年期美债收益率期限溢价的影响估计

缩表对期限溢价的影响

	2022	2023	2024	2025	2026	全程
UST 缩减（十亿）	10	505.7	478.7	349.7	380.3	1724.4
%GDP(%)	0	1.9	1.8	1.2	1.3	6.2
影响（bp）	0	13.11	12.42	8.28	8.97	42.78

数据来源：彭博，东方证券研究所

图 8：10 年期美债收益率的期限溢价显示，市场已定价了约 11bp 的缩表冲击（%）



数据来源：彭博，东方证券研究所

风险提示

美国通胀持续时间超预期，美联储被迫提前缩表；疫情发展超预期导致经济衰退。

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_36875

