

美联储“鹰派”预期管理

——2022 年 1 月美联储议息会议点评

美东时间 1 月 26 日，美联储公开市场委员会（FOMC）在 1 月议息会议后发表声明，宣布维持联邦基金利率在 0-0.25% 区间，但加息即将落地。此外，美联储将在 3 月上旬结束量化宽松。会后，美联储偏鹰表态使美股尾盘下挫由涨转跌，美元指数小幅走强，美债收益率大幅上行，短端幅度更为显著，2 年期大幅上行超 15bp 至 1.15% 上方，10 年期回升约 6bp 至 1.84% 附近。

一、背景：高通胀驱动美联储加速转向

美联储对美国经济前景保持乐观。美联储主席鲍威尔表示，在疫苗接种、经济重启和宏观政策帮助下，美国经济在当前的疫情扰动下展现出极强的动能（strength）和韧性（resilience）。尽管高频数据显示近期出行和餐饮等经济活动受到疫情一定影响，但未来随着确诊人数快速下降（drop off quickly），美国经济将迅速企稳并加速复苏。

就业方面，美联储认为已取得显著进展（remarkable progress）。过去半年，美国月均新增非农就业 50.8 万，失业率半年下降 2 个百分点至 3.9%，低收入和少数族裔群体改善明显。值得注意的是，尽管美国劳动参与率仍然显著低于疫前水平，但失业率已经低于美联储估测的长期失业率水平（4%），为美联储加速正常化提供了基础。

通胀方面，美联储表示高通胀主要源于疫情导致的供需错配（dislocations），并已演化为“普涨”。高通胀是美联储货币政策加速转向的主要原因。2021 年美国 CPI 通胀达 7%，创下近 40 年以来新高。去年美联储持续误判通胀，被迫三次大幅上调通胀预测。会后鲍威尔进一步强调，12 月议息会议后通胀出现进一步恶化，成为美国经济持续修复的威胁，“我们的政策必须予以应对”。

二、操作：“前瞻指引”控通胀

今年美联储将史无前例的在同年推动货币政策正常化“三部曲”，即 **Taper**、加息和缩表。鲍威尔在会后表示，今年将是美联储从超宽松政策稳步退出的一年，但具体的路径仍然存在不确定性。这意味着美联储将“相机抉择”，根据首次加息后美国经济的表现，决定后续路径。

第一，**Taper** 节奏未变，将于今年 3 月上旬结束。按当前美联储的规划，1-2 月美联储将购买 400 亿美元国债和 200 亿美元 MBS，2-3 月分别减量至 200 亿美元和 100 亿美元，3 月上旬结束本轮量化宽松。

第二，3 月首次加息几乎“板上钉钉”。美联储明确表示加息即将到来 (will soon be appropriate)，但并未提及加息幅度或次数。

尽管市场对今年美联储加息次数的预期已超过 4 次，我们仍然维持加息 3 次的基准判断，主要基于如下考量。一是美国财政刺激退出后供需缺口拐点已现，未来通胀大概率随之回落。今年美国财政刺激规模较上年缩减超过 1.5 万亿。二是美联储“控通胀”仍需兼顾“稳增长”，特别是考虑到美国财政刺激的大幅收缩，货币政策“急转弯”将对仍然脆弱的美国经济形成“双重紧缩”冲击。三是疫后美国整体加息空间受限。据我们估计，由于美国中性利率趋势性下行，美联储此轮加息周期的整体空间相较次贷危机时期可能显著收缩。

事实上，美联储近期连续的鹰派表态包含浓烈的预期管理色彩。美联储前主席伯南克明确表示，前瞻指引 (forward guidance) 是美联储重要的新货币政策工具，结合 QE 可以创造 3 个百分点的政策空间¹。此次美联储也希望通过引导市场预期，有效压制通货膨胀预期，达到“四两拨千斤”的效果。12 月议息会议后，尽管美联储“兵马未动”，但美国 10Y 国债利率已上行 41bp，美股大幅回落，金融条件显著收紧，近期 TIPS 交易所隐含的通胀预期也明显回落。

¹ 参见 Bernanke(2020), The new tools of monetary policy.

第三，缩表大概率将于下半年落地。鲍威尔表示仍需 2-3 次会议讨论缩表计划。此外，本次会议公布了缩表的原则性指引。其中有几点值得关注：一是重申利率工具仍是美联储货币政策操作的最主要手段。二是缩表可能以被动方式进行，采用到期不续作的方式减少市场冲击。三是国债将是美联储未来持有的主要资产，意味着美联储或将清空 MBS 资产，减少对市场信用配置的扭曲。

三、前瞻：中美政策加速分化

此次议息会议标志着美联储货币政策正常化进程正式加速启动。基准情形下，美联储将在 3 月结束量化宽松并开始加息，全年加息 3 次共 75bp。缩表大概率将在今年三季度启动，且速度快于上一轮。美联储货币政策加速收紧，或压缩我国央行货币政策操作的空间和时间窗口。经济增长“三重压力”之下，央行可能会把握一季度美联储尚未行动的窗口期，独立地采取进一步降准降息的宽松操作，但人民币汇率和跨境资本流动相应将更具弹性。

市场方面，美元指数年前快速上行，已部分 price in 加息预期。去年四季度美元指数回升至 96 点上方，之后进一步上行动力逐步衰减，主要由于其它发达经济体因通胀高企预计将跟随联储收紧货币政策，美元相对强势优势预期减弱。因此此次会议后，美元并未进一步大幅上行。预计美元在此轮加息周期中上行空间相对有限。人民币汇率未受中美货币政策差异影响，仍旧保持强势连续升破高位近 6.32，短期仍保持强势，但未来预计其双向波动仍会加强。

美债方面，市场预期加息脚步加速，收益率曲线或继续平坦化，未来走势将受实际缩表节奏影响。此次议息会议后，美联储不排除每季度加息的鹰派声明驱动短端利率快速上行，但由于缩表节奏仍不明确，且声明中仍保留了对 Omicron 的担忧，长端利率上行空间或相对有限，但不排除加速缩表导致收益率曲线进一步上行。

流动性方面，目前全球美元流动性仍维持整体宽松，中长期价格已

逐步上行。美联储收减购债规模翻番，但资产负债表仍在扩张，规模进一步上升至 8.9 万亿美元，且银行体系准备金充裕，美元流动性仍维持高位。美元担保隔夜融资利率 (SOFR) 仍持平 0.05% 底部，充裕的流动性也为未来缩表提供了一定缓冲。境内美元流动性在人民币强势影响也维持宽松，但跨加息时点价格已逐步上行，境内美元同业拆放参考利率 (USD CIROR) 隔夜上行 1bp 至 0.04% (较 SOFR 低 1bp)，1 个月报价 0.14%，3 个月及 1 年期分别上行 6bp 及 11bp 至 0.31% 及 0.61%。

(评论员：谭卓 蔡玲玲 杜昊 田地)

表 1：美联储议息会议声明文本对比

类型	2022 年 1 月 26 日	2021 年 12 月 15 日
经济表现	经济活动和就业指标持续增强。	在疫苗接种和政策支持的帮助下，经济活动和就业指标持续增强。
货币政策	(删去)	在这个充满挑战的时期，美联储致力于使用其所有的政策工具支持美国经济，从而促进其充分就业和价格稳定目标。
	由于通胀率远高于 2%，劳动力市场强劲，委员会预计提高联邦资金利率的目标区间将很快较为合适(will soon be appropriate)。	由于通胀已经超过 2% 一段时间，委员会认为维持此利率区间将是合适的，直到劳动力市场情况达到委员会关于充分就业的评估标准。
	委员会决定继续降低每月净资产购买节奏，并于 3 月初结束。从 2 月开始，委员会将每	因通胀的发展和劳动力市场的进一步改善，委员会决定降低每月净资产购买节奏，减少

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_37138



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>