

鸽派纪要，鹰派讲话，不息而胜

——美联储1月会议纪要点评

相对市场表现

事件：

2月16日美联储公布了一月议息会议的纪要。纪要中最主要的新信息是MBS可能被主动缩表。会议纪要显示，联储对通胀的整体论调未变，并提供一些通胀可能边际缓解的蛛丝马迹。美联储对于鹰派表态的效果表示总体满意，委员们认为鹰派表态和沟通有助于改变私营部门对政策前景的预期使其更符合委员会对适当政策的评估。会议纪要传递的信号相对鸽派。

投资要点：

➤ 鸽派纪要透露的新信息有限

加息缩表的节奏已经被市场充分预期。相比于1月份会议上的鹰派表态，1月会议纪要的内容相比于当下的市场预期则显得相对鸽派，纪要中几乎没有提供任何超过1月会议的信息，既没有关于3月是否可能直接加息50基点的讨论，也没有太多缩表计划额外的信息。继续被确认的是缩表的节奏会比上个周期更快。纪要中主要关于缩表的新信息是MBS可能被主动缩表，以及大幅度缩表是适当的。

➤ 通胀的整体论调未变，边际缓解出现蛛丝马迹

纪要中提到有一些供给瓶颈缓解的迹象，一些初步迹象表明放松供应限制已开始导致一些外国经济体的通胀压力有所缓解；在美国奥米克戎的感染带来一些短期扰动，即便如此，供应条件的改善和消费能源价格的下降预计将使2022年的PCE价格通胀率降至2.6%。

➤ 美联储对于鹰派表态的效果表示总体满意

给金融市场泼冷水的效果不错。许多委员注意到委员会最近的表态对金融状况的影响，认为这些表态和沟通有助于改变私营部门对政策前景的预期使其更符合委员会对适当政策的评估。委员们对实体经济的评估较积极，相比于2015年开始加息的时候，委员们认为当下“经济活动增长前景更为强劲，通胀显著更高，劳动力市场明显更紧”。

➤ 风险提示

通胀回落慢于预期，疫情反复超预期

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、《通胀剪刀差下降》— 2022.02.17
- 2、《货币政策将着眼于积极宽信用》— 2022.02.14
- 3、《金融数据验证宽信用正在加速》— 2022.02.11

1. 鸽派纪要透露的新信息有限

1.1. 加息缩表的节奏已经被市场充分预期

相比于 1 月份会议上的鹰派表态，1 月会议纪要的内容相比于当下的市场预期则显得相对鸽派，纪要中几乎没有提供任何超过 1 月会议的信息，既没有关于 3 月是否可能直接加息 50 基点的讨论，也没有太多缩表计划额外的信息。

继续被确认的是缩表的节奏会比上个周期更快，“虽然委员们一致认为，将在今后的会议上决定缩表的时点和步伐，但他们指出，当前的经济和金融环境可能保证缩表的步伐比 2017 年到 2019 年期间更快。”

市场对于美联储目前的加息缩表节奏已经有了充分的预期。回复公开市场服务台（Open Market Desk）对一级交易商和市场参与者调查的受访者几乎一致预测，美联储的净资产购买将在 3 月中旬结束。开始缩表时间的预测中值提前到了今年三季度，大约比 12 月份的调查早了一年半。大多数受访者预计的缩表速度也明显快于去年 12 月的预测。

中期的加息预期变化则不大，2024 年底，调查预测的最有可能的利率目标范围水平的中位数约为 2%，与 12 月类似。

1.2. MBS 可能被主动缩表，大幅度缩表是适当的

纪要中主要关于缩表的新信息是关于机构 MBS。根据缩表原则，美联储缩表主要仍然是采用被动方式，即等 System Open Market Account（SOMA）中持有的证券到期后调整再投资的金额，但是纪要透露的信息显示在 MBS 上可能部分会采取主动缩表的方式。许多委员评论说，在未来的某个时候，出售机构 MBS 或将从机构 MBS 收到的本金付款的一部分再投资于国库券可能是合适的，以便能够朝着主要由国库券组成的长期 SOMA 投资组合的方向取得适当进展。

虽然“缩表原则”和纪要都没有明确指出缩表终点对应的美联储资产负债表规模，但是相对于“缩表原则”里的完全模糊，纪要里透露了略多一些信息，“委员们观察到，鉴于美联储目前持有的证券水平较高，大幅缩减资产负债表规模可能是适当的”。这个大规模缩减资产负债表的终点估计至少会让资产负债表的规模小于 2020 年危机开始之前的规模。

2. 通胀的整体论调未变，边际缓解出现蛛

丝马迹

2.1. 纪要提到有一些供给瓶颈缓解的迹象

国际上通胀的压力有缓解的迹象。结合了许多通胀预期指标和通胀补偿指标信息的工作人员共同通胀预期指数，在秋季基本持平，接近 2014 年的平均水平。采购经理人指数的投入和产出价格部分提供了一些初步迹象表明放松供应限制已开始导致一些外国经济体的通胀压力有所缓解。

在美国奥米克戎的感染带来一些短期扰动。工作人员预计，随着供应限制的缓解，月度通胀率将降低，但预计的降幅不如 12 月份的预测那么明显。即便如此，供应条件的改善和消费能源价格的下降预计将使 2022 年的 PCE 价格通胀率降至 2.6%。在工作人员的 1 月份的经济预测中由于奥米克戎的感染供应紧张的解决速度将比之前预期的慢，PCE 通胀的预期因此相较于 12 月被上调了。

2.2. 通胀评估的整体论调并没有变化

委员们仍然认为“与大流行和经济重新开放有关的供需失衡继续导致通货膨胀水平上升。”“然而，一些委员们评论说，高通胀已经扩大到最直接受这些因素影响的部门之外，部分原因是强劲的消费需求。”“委员们普遍预计，随着供需失衡的缓解和货币政策宽松的取消，通货膨胀将在今年内有所缓和。”

委员们仍然认为通胀不确定的风险在于通胀可能比预期高。在风险因素中除了地缘紧张之外，还专门提到了中国的新冠清零政策，认为其有可能打乱供应链。

3. 美联储对于鹰派表态的效果表示总体

满意

3.1. 给金融市场泼冷水的效果不错

美联储对于此前鹰派表态泼冷水的效果表示了总体满意，也许让市场轻微回调是委员们的本意之一。许多委员注意到委员会最近的表态对金融状况的影响，认为这些表态和沟通有助于改变私营部门对政策前景的预期使其更符合委员会对适当政策的评估。

只有一些委员认为资产价格有些偏高而有显著调整可能,这其中一部分委员认为长期宽松的金融环境可能导致金融的不平衡。

总体而言,工作人员对金融体系稳定性的评价是,他们认为美国金融体系的金融脆弱性值得注意。“工作人员判断,资产估值压力仍然较高”。

3.2. 委员们对实体经济的评估较积极

许多委员认为就业市场已经或者接近充分就业的状态,只有一些委员继续认为因为劳动参与率仍然低于疫情前等原因,劳动力市场还未达到充分就业。

相比于 2015 年开始加息的时候,委员们认为当下“经济活动增长前景更为强劲,通胀显著更高,劳动力市场明显更紧”。

4. 风险提示

通胀回落慢于预期,疫情反复超预期

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_37761

