

Taper 加速靴子落地，加息前景不确定性仍存 ——美联储 12 月货币政策会议点评

研究发展部分析师 白雪

事件：北京时间 12 月 16 日凌晨，美联储公布 12 月联邦公开市场委员会（FOMC）会议声明，将基准利率维持在 0-0.25% 不变，将超额准备金利率维持在 0.15% 不变，将隔夜逆回购利率维持在 0.05% 不变。会议声明最大变动来自有关购债的前瞻指引，美联储从明年 1 月开始加速削减购债规模，将由当前每月减少购买 100 亿美元美债与 50 亿美元 MBS，提速至每月减少购买 200 亿美元美债与 100 亿美元 MBS，直至明年 3 月中旬结束本轮量宽，符合此前市场普遍预期。

会后公布的利率点阵图显示，相比今年 9 月会议，预计 2022 年加息的美联储官员增加 8 人至 17 人，预计 2022 年、2023 年将各加息 3 次，2024 年加息 2 次，2022-2024 年底前将共加息 8 次。与之相比，9 月点阵图显示，2022 年加息 1 次，2023 年加息 2 次，2024 年加息 3 次，2022-2024 年底前共加息 6 次。

会后发布的经济展望中，美联储下调今年 GDP 的增速预测 0.4 个百分点至 5.5%，小幅上调 2022 年 GDP 增速、小幅下调 2023 年 GDP 增速；下调今年失业率 0.5 个百分点至 4.3%，2022 年也小幅下调；大幅上调今年 PCE、核心 PCE 通胀预测分别至 5.3%、4.4%，并小幅上调 2022 和 2023 年通胀预测。

图 1 2021 年 9 月、12 月 FOMC 会议加息预期及经济预测对比

	与 9 月会议相比上调				与 9 月会议相比下调									
	加息次数预期				GDP 增速预测				失业率预测				通胀预测(核心 PCE)	
	2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023	
2021 年 9 月	0	1	2	3	5.9%	3.8%	2.5%	4.8%	3.8%	3.5%	3.7%	2.3%	2.2%	
2021 年 12 月	0	3	3	2	5.5%	4.0%	2.2%	4.3%	3.5%	3.5%	4.4%	2.7%	2.3%	

数据来源：美联储

对此，东方金诚解读如下：

一、高通胀压力下，美联储加速转向中性的货币政策立场，意在为后续政策调整预留更大的空间，随时“相机而动”。

11 月议息会议以来，美国通胀继续升温，11 月美国 CPI 和核心 CPI 同比增速分别高达 6.8%、4.9%，TIPS 隐含 5 年期、10 年期通胀预期在 11 月中旬一度达到 3.17%和 2.73%的新高。虽然近期奥密克戎变异毒株对通胀预期产生冲击，但难以逆转短期内通胀不太可能回归 2%的政策目标之下的趋势。通胀远超美联储此前的模型预判和平均通胀目标值，令美联储对通胀风险的视角产生了实质性转变，逐渐修正此前对于“暂时性通胀”的判断。本次议息会议声明中也首次删除了此前通胀高企主要是“暂时性因素”的表述，而改为“疫情相关的供需失衡和经济复工已经继续助长通胀处于高水平”。

由此，高通胀压力下，美联储加速转向中性的货币政策立场，意在为后续政策调整预留更大的空间，随时“相机而动”。一方面，提前结束 QE 能够防止未来通胀若进一步失控，导致货币政策不得不“急刹车”；另一方面，与加息相比，加快减码在同样可以压制通胀预期，且对市场流动性造成的冲击更为可控，给经济复苏带来的阻力也更小。这也为启动加息争取了更长的政策观察窗口期。

二、未来疫情多变，美联储实际加息节奏可能缓于预期。

虽然本次会议的利率预期显示明年将加息三次，加息预期显著增强，但利率点阵图并不代表实际行动。我们认为，未来疫情多变，美联储货币政策前景能见度仍然较低，经济增速、就业恢复压力，以及通胀企稳回落，可能令美联储实际加息节奏缓于预期。

我们注意到，本次会议声明中增加了“经济前景面临的风险犹在，包括病毒新变种带来的风险”这一表述，并对收紧进程的表述保留了空间：“……但如果经济前景变化导致需要变更，委员会随时准备好对购买速度进行调整。”这说明，美联储仍高度重视疫情多变对经济带来的风险，并做好随时调整政策、“相机而动”的准备。虽然本次 Taper 提速与当前奥密克戎病毒风险暂时可控有关，但鉴于该毒株极强的传播力，疫情扩散风险不容低估，加之未来病毒可能持续变异，一旦疫情再次剧烈冲击经济和就业市场，参考此前德尔塔疫情期间美联储作出的政策应对，不排除美联储可能出现加息暂缓、延后的可能。

就业方面，疫情风险无疑对劳动参与率、少数族裔就业等关键就业指标的修复造成负面影响，从而制约美联储过快加息。从近期非农就业数据来看，新增就业人数稳定修复，失业率已降至 4.2%的疫情以来最低点。但疫情仍对劳动参与率造成永久性损伤，同时，就业结构的改变，包括提前退休人群比例的上升，也可能在就业修复的尾部阶段增加压力，因此，劳动力市场距离全面性的充分就业仍有距离。虽然鲍威尔在会后表示“如果需要，可能会在充分就业前加息”，但我们判断，实现充分就业的时间点在明年 3-4 季度左右，因此明年 3 月 QE 结束后，美联储仍可能将维持数月的“数据观察期”，等待就业恢复形成确定趋势，而非立刻加息。

通胀方面，本轮通胀主要源于疫情下供应链瓶颈与劳动力短缺造成的价格扭曲，货币政策作为需求工具，难解供给问题。加息对供给冲击型通胀的治理效果甚微，反而不利于就业恢复。此外，近期油价下行，11月CPI环比及薪资增速边际回落、海运价格暂时稳定，表明美国输入型通胀与内生性通胀压力均有所缓和，明年CPI同比与核心PCE同比中枢大概率下移，这也符合美联储本次经济展望中对明年通胀压力缓和的判断。由此，伴随中长期通胀预期可能企稳回落，通胀带来的政策压力也将得到一定缓解，加息紧迫性可能有所降低。

总体而言，加息时间与加息频率仍将受到疫情形势，以及就业、经济等数据的支配与制约，明年美联储实际加息次数有可能低于3次的市场一致预期。此外，即使进入新一轮加息周期，考虑到疫情对经济复苏影响的长期性，为减弱货币政策收紧影响，加息节奏也可能相对缓和，“小步慢走”的可能性更大。

三、美联储加速减码对资产价格冲击有限，明年10年期美债收益率可能呈现“先上后下再上”的震荡格局。

此前市场已持续经历通胀走高和超预期，并由此形成了对2022年美联储进入加息通道的一致性政策预期，且货币政策加速收紧的预期在近期鲍威尔讲话讨论加速taper后进一步强化。本次会议减码提速与加息预期落地，令市场对货币政策超预期收紧的担忧有所减轻，预计资产价格将对加速减码带来的增量冲击反应钝化。

美债收益率方面，高通胀以及加息预期增强，叠加美国财政部对长期国债供给减少，将令明年初10年期美债收益率存在进一步上行压力。但明年下半年加息力度若不及预期，通胀和基本面回落，可能令美债收益率呈现中枢下行态势。明年11月中期选举之后，在美国接近充分就业、加息靴子大概率落地，以及2023年加息的预期的支撑下，10年期美债收益率可能再次走高。整体而言，未来一年10年期美债收益率走势可能仍将呈现震荡走势，高点在2%左右，中枢水平保持在1.6%左右。

四、在国内货币政策突出“自主性”背景下，美联储加速收紧不会动摇我国货币政策“适度向宽”的基调，对国内债市影响料将有限。

我国央行从去年下半年就开始启动货币政策正常化进程，节奏明显早于美联储，且在今年7月就已针对美联储政策收紧做出了前瞻性政策安排。在中美经济修复节奏、物价走势之间存在较大差异背景下，我国货币政策更加强调“自主性”；因此，无论美联储明年加息节奏如何，都不会对国内货币政策取向带来实质性影响，2022年国内货币政策仍将“以我为主”。我们判断，明年国内经济存在一定下行压力，货币政策适度向宽是大方向。未来中美货币政策错位背景下，监管层将坚持灵活精准、

合理适度的政策基调，坚守不搞大水漫灌底线，同时通过强化跨境资金流动性宏观审慎管理等方式，控制人民币汇价因国内外货币政策差异可能导致的波动，为国内稳增长、防风险创造有利的货币金融环境。此外，全球疫情反复不断，尤其是奥密克戎变异株可能会推迟全球产业链供应链恢复时间，短期内我国出口有望保持强势，这也将对人民币汇率形成支撑。

由于国内货币政策不会跟进收紧，美联储加速收紧以及美债收益率上行走势对国内债市的影响将较为有限。从利差角度来看，截至 12 月 15 日，中美 10 年期国债利差仍处于 138bp 的水平，明显高于 80bp-100bp 的舒适区间，中国债市对外资来说仍有吸引力。后续来看，即使明年上半年 10 年期美债收益率上行至 2.0% 左右的高点，中美利差仍将大概率保持在 80bp 左右，利差安全垫仍然比较厚，加之中国国债已正式纳入富时罗素全球政府债券指数，境外机构配置盘加仓能够对冲部分交易盘潜在资金流出带来的短期压力，由此我们预计美联储加速减码对国内债市的影响相对有限，可能会因风险情绪共振引发国内债市短线下跌，但中期看，不改明年上半年国内货币政策边际向宽、利率仍有进一步下行空间的大趋势。

权利及免责声明：

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、研究观点等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以其他方式传播。未获书面授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方或/及发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

本研究报告的结论，是在最初发表本报告日期当日按照东方金诚的研究流程及标准做出的独立判断，遵循了客观、公正的原则，未受第三方组织或个人的干预和影响。东方金诚可能不时补充、修订或更新有关信息，也可能发出其他与本报告所载内容不一致或有不同结论的报

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_31293

