

美联储态度有所转向，但仍“鸽”于市场

——12月美国FOMC会议点评

宏观快评 | 2021年12月16日

研究部

胡悦

yhu@cebm.com.cn

边泉水

qsbian@cebm.com.cn

关于莫尼塔研究

莫尼塔研究是财新集团旗下的独立研究公司。

自2005年成立伊始，莫尼塔研究一直为全球大型投资机构及各类企业提供资本市场投资策略，信息数据以及产业相关的研究服务。

我们的客户包括国内外大型资产管理公司，保险公司，私募基金及各类企业。

2015年莫尼塔研究加入财新集团，成为中国最具影响力的财经媒体集团+顶级智库的一员。

www.caixininsight.com

报告摘要

■ 美联储12月的议息会议需要重点关注的是：

Taper速度加快，缩债规模加速至每月减少200亿国债、100亿MBS债券。与市场预测基本一致，高通胀持续，美联储松油门速度加快，到2022年3月taper正式结束；

针对加息，鲍威尔表示在taper结束前不会考虑加息。但同时此次taper与加息之间的时间间隔不会像14年那么长。对于点阵图显示的三次加息预期，鲍威尔同样表示这只是FOMC的预测中值，预测中值还包括2022年底4%的经济增速以及3.5%的失业率，言下之意三次加息预期过于乐观；

针对通胀，总体通胀水平远高于2%的长期目标，并可能一直持续至明年，预计在明年年底前下降至更接近2%的水平。同时，鲍威尔强调供给侧瓶颈所致的“垂直的供给曲线”绝非美联储政策框架内谈论的通胀。

就业方面，由于劳动参与率距离疫情前仍然有一定距离，鲍威尔认为短期内要回到疫情前水平较困难，因此，如果参与率需要两年多才能走高，美联储不可能在此之前都不进行任何加息的行为，即美联储加息路径或先于就业市场彻底实现充分。

■ 若充分就业需要较长时间才能达成，加息或先于就业市场恢复充分就业。若劳动力市场需要较长的时间才能恢复充分就业，那么美联储势必不会放任高通胀，FOMC也必须兼顾充分就业以及稳定物价的两大目标。我们认为美联储仍将实行“边走边看”的货币政策决议。目前美国就业市场的矛盾主要在于匹配效率较低以及部分劳动者不愿再就业，前者我们可以看到明显的工资上涨，随着劳动参与率的提升，新增非农人数增速将在明年加快，后者将由疫情的变化所决定。劳动力市场的恢复仍具有较大的不确定性，但可以确定的是，在疫情没有彻底结束前，劳动参与率将很难达到疫情前水平，2022年加息基本确认。

■ 美联储不认为当前通胀水平过高，但做好准备动用工具确保高通胀不会长久持续。目前的截尾PCE及CPI观测，高通胀的确有从“局部”转向“广泛”的趋势，前期通胀主要集中在耐用品以及受疫情影响较为严重的部门，随着服务行业的逐步恢复，其他部门价格同样有所提升，上半年通胀压力仍较高。

■ 美联储点阵图显示市场预计2022年加息次数在三次，但我们预计美联储实际加息时间仍晚于市场预期。尽管美联储的点阵图显示，大量与会者预计FOMC在明年的加息次数为三次，但鲍威尔反复强调此加息预期为预测中值，同时对应的是4%的经济增速以及3.5%的失业率。同时，后续政策将是具有弹性的，主要视具体经济发展路径所决定。尽管此次议息会议相较于以往的鸽派，美联储政策有所转向，但整体态度仍鸽于市场。针对目前对于未来就业以及通胀的预期，我们认为美联储实际加息时间仍将晚于市场预计的6月，或在明年三季度末四季度初正式实施，但需警惕taper结束后的预先沟通。



图表目录

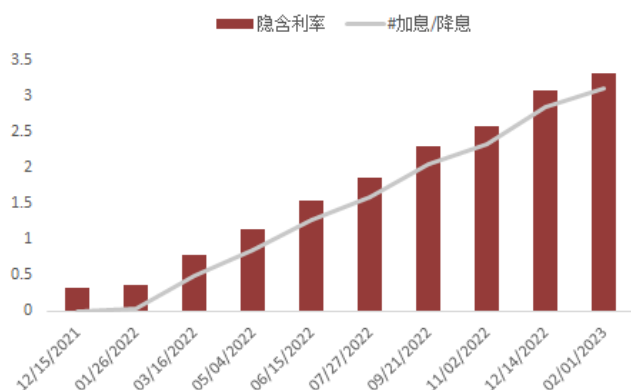
图表 1：市场预测明年或加息三次	4
图表 2：联邦基金利率期货计入两次加息预期	4
图表 3：新增非农人数有所放缓	4
图表 4：中小企业职位空缺率小幅下行	4
图表 5：ECI 工资指数快速上行	5
图表 6：老年人就业人数有所回升	5
图表 7：6 个月截尾 PCE 快速抬升	5
图表 8：CPI 中位数仍位于历史区间内	5
图表 9：服务行业价格开始回升	6
图表 10：零售销售环比快速下滑	6
图表 11：美联储点阵图	6
图表 12：美联储 FOMC 会议要点	7

美东时间 12 月 15 日，美联储召开了 12 月的议息会议，此次会议需要投资者重点关注的是：

- **Taper 速度加快**，缩债规模从前期每月减少 100 亿国债、50 亿 MBS 债，**加速至每月减少 200 亿国债、100 亿 MBS 债券**。与市场预测基本一致，高通胀持续，美联储松油门速度加快，鲍威尔同时表示距离 taper 结束还有两次议息会议，**即预期到 2022 年 3 月 taper 正式结束**；
- 针对加息，鲍威尔表示在 **taper 结束前不会考虑加息**。但同时此次 taper 与加息之间的时间间隔不会像 14 年那么长，（上一轮 taper 结束至加息耗时 14 个月左右），主因此次经济恢复速度远快于上一轮。对于点阵图显示的三次加息预期，鲍威尔同样表示这只是 FOMC 的预测中值，预测中值还包括 2022 年底 4% 的经济增速以及 3.5% 的失业率，言下之意三次加息预期过于乐观；
- 针对通胀，撤销对于高通胀是“暂时性”的论断，总体通胀水平远高于 2% 的长期目标，并可能一直持续至明年，**预计在明年年底前下降至更接近 2% 的水平**。同时，鲍威尔强调当前的高通胀是强劲货币和财政刺激支持经济迅速复苏，叠加供给侧瓶颈所致，**经济的某些方面出现了“垂直的供给曲线”**，例如汽车行业的芯片短缺。**这绝非美联储政策框架内谈论的通胀，处理这些问题的方法也与政策框架无关**。
- 就业方面，11 月的劳动参与率有强劲的反弹，但要明显回到更高的参与率水平仍需较长的时间。由于劳动参与率距离疫情前仍然有一定距离，鲍威尔认为短期内要回到疫情前水平较困难，因此，**如果参与率需要两年多才能走高，美联储不可能在此之前都不进行任何加息的行为，即美联储加息路径或先于就业市场彻底实现充分**。

会议结束后，黄金止跌反弹，收复会议前所有跌幅，三大美指全线收涨，十年美债收益率快速拉升 3 个 bps，美元指数大幅下挫。隐含利率显示，市场预计明年 6 月开启第一次加息，9 月开启第二次加息，12 月加息次数高达 2.8 次，2023 年 1 月将完成三次加息。此外，联邦基金利率期货前期小幅下跌后，再次回升，2022 年利率已经计入两次加息预期，2023 年利率高达 1.4%。尽管美联储整体基调不似前期鸽派，但市场对此并未出现大幅度波动，美股不跌反涨，纳指涨幅超 2%，我们认为这与市场对于美联储转鹰早有预期有关，同时鲍威尔表态仍然鸽于市场预期中值，例如“大概率 2022 年不会有三次加息”，“就业市场恢复仍需较长时间”等。

图表 1：市场预测明年或加息三次



来源：Bloomberg，莫尼塔研究

图表 2：联邦基金利率期货计入两次加息预期

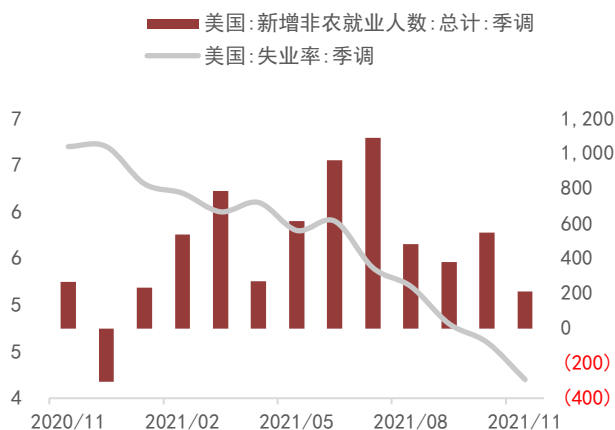


来源：Bloomberg，莫尼塔研究

若充分就业需要较长时间才能达成，加息或先于就业市场恢复充分就业。目前就业市场仍然较为疲软的主要原因是劳动参与率始终处于低位，而导致这一现象的原因较多，例如提前退休、在家照顾小孩、病人、财政补贴较高、疫情反复等。人们回归劳动力市场的速度或视疫情控制速度决定，若疫情始终不能得到良好的控制，劳动力市场恢复的速度将较为缓慢。若劳动力市场需要较长的时间才能恢复充分就业，那么美联储势必不会放任高通胀以及低利率的市场环境，FOMC 也必须兼顾充分就业以及稳定物价的两大目标。但鲍威尔此番言论基于就业市场恢复速度较慢，即美联储仍将实行“边走边看”的货币政策决议，同时对于就业充分的定义不仅针对总数，还针对不同人群，美联储对充分的要求更为严苛。

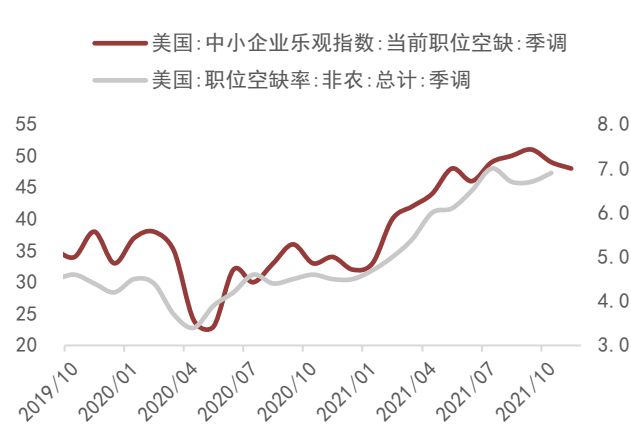
目前非农数据与失业率出现明显分化，11 月新增非农人数增速下滑，但劳动参与率抬升，使得失业率快速下滑。目前美国就业市场的矛盾主要在于匹配效率较低以及部分劳动者不愿再进入劳动力市场，前者我们可以看到明显的工资上涨，随着劳动参与率的提升，新增非农人数增速将在明年加快，后者将由疫情的变化所决定。因此，劳动力市场的恢复仍具有较大的不确定性，起码可以确定的是，**在疫情没有彻底结束前，劳动参与率将很难达到疫情前水平，美联储不会坐视不管，2022 年加息基本确认。**

图表 3：新增非农人数有所放缓



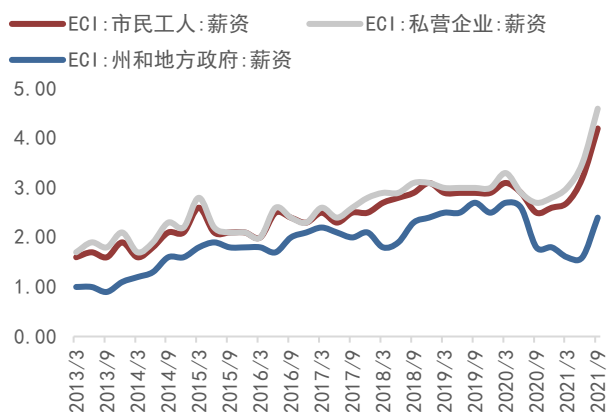
来源：Wind，莫尼塔研究

图表 4：中小企业职位空缺率小幅下行



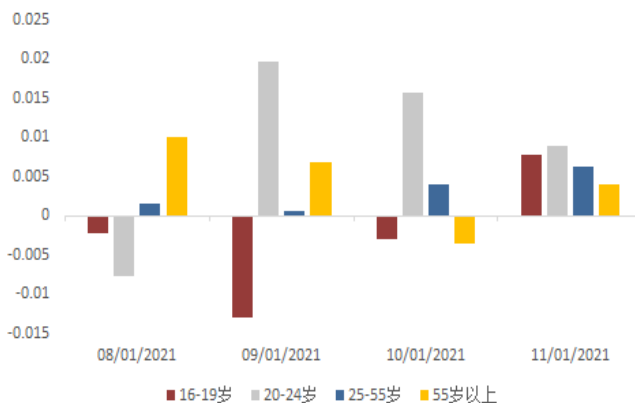
来源：Wind，莫尼塔研究

图表 5: ECI 工资指数快速上行



来源: Wind, 莫尼塔研究

图表 6: 老年人就业人数有所回升

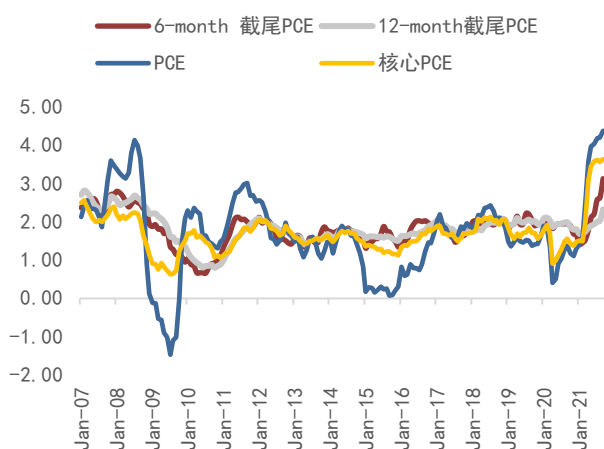


来源: Bloomberg, 莫尼塔研究

美联储不认为当前通胀水平过高, 但做好准备动用工具确保高通胀不会长久持续。目前通胀持续处于高位是市场认为美联储加速鹰派的主要原因, 而鲍威尔也在对于前期“暂时性的高通胀”进行了相关修正。从目前的截尾 PCE 及 CPI 观测, 高通胀的确有从“局部”转向“广泛”的趋势, 前期通胀主要集中在耐用品以及受疫情影响较为严重的部门, 随着服务行业的逐步恢复, 其他部门价格同样有所提升。

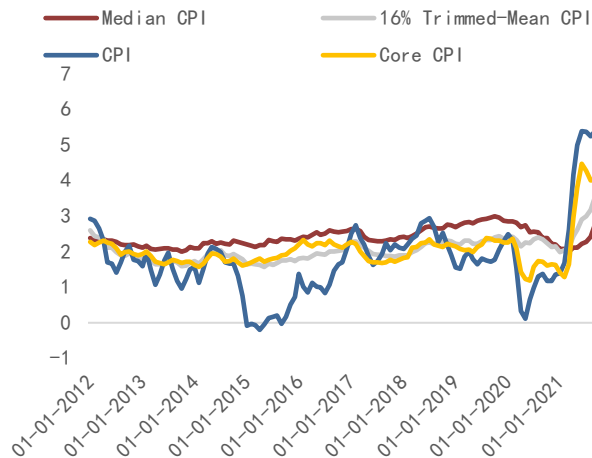
疫情爆发之后, 美国实施“直升机式撒钱”, 叠加极其宽松的货币环境推升美国整体通胀。针对 2022 年, 随着财政补贴退坡, 零售行业销售明显下滑, 尽管有 12 月圣诞假期的加持, 但环比增速远低于市场预期; 另一方面, 随着疫情的好转, 服务行业价格出现明显回升。因此, 我们维持明年上半年通胀中枢在 5% 以上的判断, 后续通胀将逐步从商品传导至服务, 而耐用品价格快速上行的阶段已过。下半年, 随着供给侧紧张、就业市场松弛的缓解, 通胀将逐步回落至 2.5% 附近。

图表 7: 6 个月截尾 PCE 快速抬升



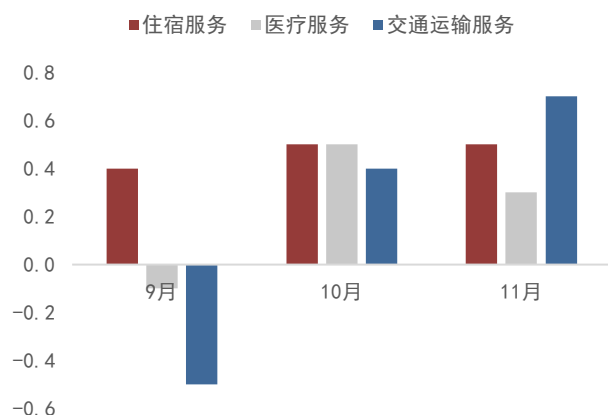
来源: 达拉斯联储, 莫尼塔研究

图表 8: CPI 中位数仍位于历史区间内



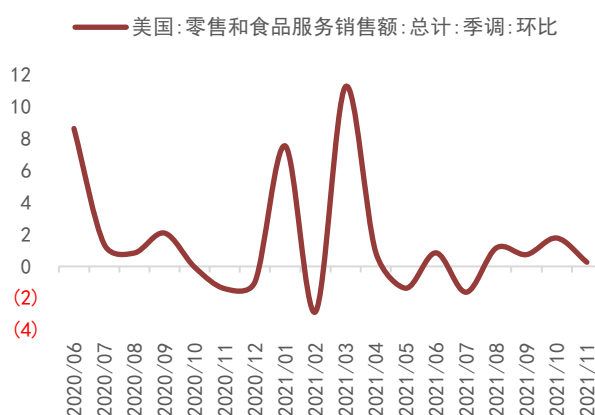
来源: 克利夫兰联储, 莫尼塔研究

图表 9：服务行业价格开始回升



来源：BLS，莫尼塔研究

图表 10：零售销售环比快速下滑

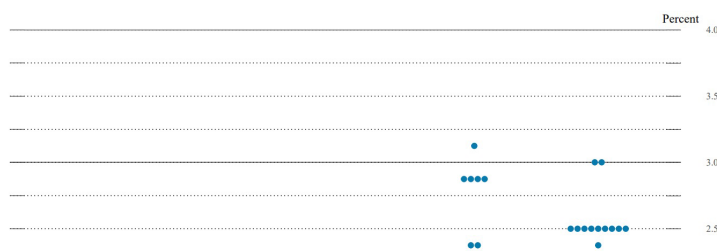


来源：Wind，莫尼塔研究

美联储点阵图显示市场预计 2022 年加息次数在三次，但我们预计美联储实际加息时间仍晚于市场预期。尽管美联储的点阵图显示，大量与会者预计 FOMC 在明年的加息次数为三次，但鲍威尔反复强调此加息预期为预测中值，同时对应的是 4% 的经济增速以及 3.5% 的失业率。同时，后续政策将是具有弹性的，主要视具体经济发展路径所决定。尽管此次议息会议相较于以往的鸽派，美联储政策有所转向，但整体态度仍鸽于市场。针对目前对于未来就业以及通胀的预期，我们认为美联储实际加息时间仍将晚于市场预计的 6 月，或在明年三季度末四季度初正式实施，但需警惕 taper 结束后的预先沟通。

图表 11：美联储点阵图

Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



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_31510

