

总量研究

Omicron 影响减弱，美联储加速转鹰

——2021 年 12 月美国 FOMC 会议纪要点评

作者

分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002

010-56513108

gaoruidong@ebcn.com

分析师：赵格格

执业证书编号：S0930521010001

0755-23946159

zhaogege@ebcn.com

相关研报

疫情冲击下的货币政策：美国劳动参与率的视角？——美联储观察系列五（2021-12-20）

鸽派鲍威尔，鹰派点阵图——2021 年 11 月美联储议息会议点评（2021-12-16）

通胀符合预期，如何看下周美联储议息会议？——光大宏观周报（2021-12-12）

美国失业率下行不抵 Omicron 冲击，拖累美债收益率——2021 年 11 月美国新增非农数据点评（2021-12-04）

通胀不构成美联储加息条件——2021 年 11 月美国 FOMC 会议纪要点评（2021-11-25）

Taper 如期而至，加息“等等再看”——2021 年 11 月美联储议息会议点评（2021-11-04）

拜登 1.75 万亿美元财政刺激法案，阻碍在哪里？——《大国博弈》系列第十二篇（2021-11-02）

能耗双控影响持续，价格或进入摩顶阶段——2021 年 10 月 PMI 数据点评兼光大宏观周报（2021-10-31）

财政收支同步走弱，政策发力延后至四季度——光大宏观周报（2021-10-19）

中美缓和开启，市场如何演绎——光大总量之光电话会议纪要（2021-10-08）

要点

事件：

美联储 2021 年 12 月 14-15 日议息会议纪要显示，与会者一改往日“暂时性”通胀观点，对加速 Taper 达成一致，并就加息和缩表问题进行深入讨论。议息会议纪要发布后，市场情绪低迷：10 年期美债收益率上行 3bp 至 1.7%；标普 500 指数跌 1.94%；道琼斯指数跌 1.07%；纳斯达克指数跌 3.34%。

核心观点：

纪要显示，美联储货币政策显著转鹰，对加速 Taper、加息和缩表都进行深入讨论，反映美联储或将更早或更快地收紧货币政策。现阶段，Omicron 对经济的影响大幅弱于预期（参见我们于 2022 年 1 月 3 日发布的报告《加强针和特效药防范医疗挤兑，全球再次开放可期》），叠加美国劳动力市场快速修复，企业补库需求持续，支撑美国经济稳步复苏，向上拉动实际收益率。而高通胀压力也将使得美联储货币政策大概率延续鹰派作风，支撑短期利率。总体来看，阻碍美债收益率上行的约束正在消退。

加息或将提速

会议纪要显示，基于现阶段美国经济和通胀方面的预期，FOMC 与会者认为可能会更早或更快速的加息（it may become warranted to increase the federal funds rate sooner or at a faster pace than anticipated）。12 月会议点阵图显示，2022 年联邦基金利率预测中值自 9 月的 0.3% 大幅抬高至 0.9%。可以看到，美联储货币政策收紧的概率正在上升，我们将从通胀和经济两方面进行讨论。

通胀压力持续升温，美联储或将加速收紧货币政策。

纪要显示，因供应链修复较慢、劳动力供需失衡、房屋价格持续上行等原因，大多数与会者上调 2022 通胀预期（almost all participants stated that they had revised up their forecasts of inflation for 2022 notably, due to rising housing costs, wage growth driven by labor shortages and supply-dise frictions）。美联储在 12 月议息会议声明中，也删除了“暂时性”（transitory）通胀的描述，鲍威尔表示，当前美国通胀可能会持续更长时间，显示美联储承认之前对通胀水平和持续时间的误判，并及时进行修正。

美联储如此重视通胀的很大一个原因在于，实际通胀上行会带动通胀预期上行，并相互作用，使得通胀进一步上行。而决定通胀预期最重要的因素，则是市场对美联储锚定通胀预期的信心。可以看到，在 12 月会议之前，鲍威尔一直称通胀为“暂时性”，市场将此解读为美联储对通胀的错判，通胀预期（由 10 年盈亏平衡通胀率表现）持续走高。

基于美国最常用的通胀数据，我们可以发现，美国通胀压力已经处于较高水平，而美国多项长期通胀预期指标也有持续上行的态势。美联储需要积极的应对，以免通胀和通胀预期相互作用，持续走高。因此，从通胀预期的角度来看，我们认为，美联储加息的可能性是在上升的。

经济稳步复苏，抬升加息概率

12月议息会议中，美联储上修2022年实际GDP增速预测中位数至4%（9月为3.8%），主要源于三方面因素。第一，美国整体劳动力市场快速复苏，2021年11月失业率下探至4.2%，接近于美联储最大就业目标4%。第二，美国总体库存仍处于低位，预计企业将持续补库，支撑经济增速。2021年12月，美国总体库存销售比为1.24，与疫情前1.42相比仍有0.18的缺口，而PMI新订单指数持续处于较强扩张区间（12月ISM PMI新订单指数为60.4%），预计在需求保持强劲并且供应链问题缓解之后，美国企业补需求将进一步支撑经济。第三，居民储蓄率和个人可支配收入虽然已经从疫情初发时的高点回落，但仍处于较合理水平，预计将支撑消费增速。

向前看，我们认为，Omicron对经济的约束将显著弱于预期。虽然Omicron传染性较高，但其导致的重症病例与死亡病例并未明显上升。并且，接种加强剂后的疫苗保护性显著增强。预计奥密克戎对经济的影响将弱于预期，**美国经济稳步复苏轨道不变，参考我们于2022年1月3日发布的报告《加强针和特效药防范医疗挤兑，全球再次开放可期》**。因此，就经济复苏的角度看，美联储提前开始加息的可能性也是在上升的。

加速Taper让美联储有更多政策选择，并不代表美联储会立刻加息。

会议纪要显示，2021年12月14-15日的FOMC货币政策会议如期宣布自2022年1月开始加速资产购买缩减（Taper），每月减少购买200亿美元美国国债和100亿美元机构住房抵押贷款支持证券（MBS），2022年3月结束Taper全过程。提前结束Taper意味着，美联储在应对通胀风险时，有更多空间和余地去调整货币政策。若通胀在2022年有持续上行的趋势，则美联储可以迅速采取行动（加息），而不会被未结束的Taper掣肘。另一方面，如果通胀在2022年开始趋弱，并且经济修复疲弱，则美联储推迟加息。

加息开始后，缩表可能紧随其后

会议纪要显示，大多数与会者认为，缩表可能会在第一次加息后启动，（it would like be appropriate to initiate balance sheet runoff at some point after the first increase in the target range for the federal funds rate）。并且，相较于上次缩表，此次缩表与加息间隔的时间可能会缩短。**这也说明，美联储货币政策正常化的议程上，加息和缩表都在其考虑范围之内。**

美联储开始提前考虑缩表有两方面原因。一则，美国经济前景较以往政策收紧前更为强劲，通胀处于历史高位，劳动力市场也在稳步复苏，种种迹象都表明，美国经济处于偏热状态，接近美联储开始缩表的要求。二则，现阶段，货币市场准备金供给非常充裕，叠加美联储现有的利率管控手段（隔夜逆回购，ON RRP），使得缩表对联邦基金利率的扰动在可控范围之内。

图 1：美联储 Taper 路径图

资产购买计划发布日期	国债，十亿美元	MBS，十亿美元
2021年10/15-11/12资产购买	80	40
FOMC 11/2-3会议		
2021年11/15-12/13资产购买	70	35
2021年12/14-2022年1/13资产购买	60	30
FOMC 12/14-15会议		
2022年1/14-2/11资产购买	40	20
FOMC 1/25-26会议		
2022年2/14-3/11资产购买	20	10
2022年3/14-4/13资产购买	0	0
FOMC 3/15-16会议		
FOMC 5/3-4会议		

资料来源：美联储，光大证券研究所预测

美债收益率走势将基于经济、通胀、货币政策三条主线。

美债名义收益率可以被拆解为实际收益率和盈亏平衡通胀率（通常作为长期通胀预期的衡量标准），这两者主要由经济基本面、通胀、和货币政策决定。

从经济基本面的角度看，Omicron 对经济预期的冲击大概率弱于预期，叠加美国劳动力市场快速修复，制造业 PMI 维持扩张态势，美国经济稳步复苏的路径大概率不会改变，支撑实际收益率上行。我们在 2021 年 11 月 16 日的外发报告《美债收益率上行空间有限，利好风险资产》中提到，财政刺激缩水和病毒扰动是压制美国经济、抑制美债收益率上行的主线。现阶段，财政刺激缩水已经被充分定价，但病毒影响弱于预期带动经济走强、美联储货币政策转鹰，则是后续支撑美债收益率的主要抓手。

从通胀的角度看，我们认为，2022 年美国通胀压力将持续，Omicron 变异毒株会暂时降低出行需求，进而短期内压制能源价格，减缓其对通胀的压力，但长期来看，Omicron 对经济的约束弱于预期，需求回弹导致能源价格上行是大概率事件。另外，美国非农时薪增速虽然持续上行，但已开始边际放缓，供应链紧缩问题也出现边际趋好迹象。总体来看，我们预计 2022 年上半年，美国依然面临较高通胀压力，但 2022 年下半年通胀将趋于回落。

从货币政策角度看，现阶段，美联储对控制通胀的决心显著走强，货币政策转鹰，预计会对通胀预期产生一定压制，但对短期利率来说将形成支撑。

总体来看，Omicron 对经济的影响大概率弱于预期，这将扫除美国经济修复的最大障碍，叠加美国劳动力市场大概率在 2022 年快速修复、美联储货币政策转鹰，我们认为，限制美债收益率上行的约束正在消退。

图 2：2 年/4 年/8 年窗口下，美国各项通胀指标已经接近或超出平均通胀目标

通胀衡量指标	2年窗口		4年窗口		8年窗口	
	2020年11月	2021年11月	2020年11月	2021年11月	2020年11月	2021年11月
核心CPI	2.0	3.3	2.0	2.8	1.9	2.3
FRB 克利夫兰联储CPI 中位数	2.6	2.9	2.6	2.9	2.4	2.6
FRB 克利夫兰联储16%截尾CPI	2.3	3.3	2.2	2.9	2.0	2.4
亚特兰大联储粘性CPI	2.4	2.7	2.3	2.7	2.3	2.5
核心PCE	1.6	2.8	1.7	2.3	1.6	1.9
基于市场的核心PCE (Market Based Core PCE)	1.4	2.5	1.4	2.0	1.3	1.6
FRB达拉斯联储截尾PCE	1.9	2.2	1.9	2.1	1.8	1.9
FRB旧金山联储周期核心PCE通胀	3.0	3.6	2.9	3.4	2.7	3.1
周期性敏感通胀 (Cyclically Sensitive Inflation)	2.0	2.9	2.0	2.4	1.8	2.1

资料来源：美联储，光大证券研究所

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_35654

