

美联储一月议息会议 3 大看点

近期，美联储核心官员纷纷放“鹰”，为即将到来的一月议息会议预热。作为 2022 年的开年会议，美联储一月会议有哪些看点？最新梳理，供参考。

■ 看点一：或将公布更加清晰的“货币政策正常化指引”、加快加息及缩表

1 月 27 日，美联储将公布年内首场议息会议的声明，或提供更加清晰的“货币政策正常化指引”。近期，美联储核心官员纷纷放“鹰”，讨论加息及缩表，为即将到来的一月会议预热。鉴于 Taper 行近尾声，以史为鉴，美联储或将公布新的《货币政策正常化原则及计划》，以渐进、可预见的方式推进货币政策正常化。

美联储可能加快 Taper，进一步商议加息及缩表的时点及节奏。货币政策加快正常化的背景下，美联储可能在一月会议上继续加速 Taper、最早提前至 2 月完全退出 QE。作为加息前的重要沟通，美联储或将给出更明确的指引。同时，美联储可能将重申在首次加息后开启缩表，并且要比上轮周期的推进节奏加快很多。

赵伟 分析师 SAC 执业编号：S1130521120002
zhaow@gjzq.com.cn

曹金丘 联系人
caojinqiu@gjzq.com.cn

■ 看点二：或将重新评估“充分就业”及“通胀”、为收紧政策铺路

美联储推进加息及缩表，主要取决于如何评估“充分就业”及“通胀”。劳动力供需严重失衡下，美联储或将重新界定“充分就业”，未必等到就业人数修复至疫情前。通胀方面，相比起供应链瓶颈，美联储或将更关注工资—物价螺旋式上涨风险。若认定“充分就业”及“通胀”高企，加息及缩表自然“水到渠成”。

鉴于美国当下宏观环境与上轮周期有着天壤之别，美联储或将继续加快货币政策正常化。就业方面，美国疫情期间损失的就业人数已修复了 84%，速度远超上一轮周期。物价方面，美国核心 CPI 同比飙升至近 30 年来新高，给货币当局带来的压力远超以往。基于宏观环境差异，美联储可能将继续加快货币政策正常化。

■ 看点三：政策收紧对市场的冲击，或并未结束

目前来看，市场对美联储加息预期的消化较为充分，但对缩表预期的消化相对不足。从 CME 利率期货来看，美联储 2022 年至少加息 4 次的概率升破 7 成，定价较为充分。但基于近期趋平的美债收益率曲线，市场对美联储缩表的定价或相对不足。不同于上轮的缓慢缩表，美联储本轮缩表或节奏更快、力度更大，叠加所持的到期美债以中长期为主，可能将助推美债长端利率上行、加剧市场波动。

美联储政策收紧过程中，经济基本面受到的冲击，也是当前市场讨论不足的风险点。2022 年中前后，美国居民债务宽限期集中到期，将引发偿债压力陡增。美国信用债未来 5 年平均到期规模超 1 万亿美元、且投机级占比持续提升，加大企业端偿债压力。美联储政策收紧过程中，美国居民及企业部门将进一步承压、有损经济基本面。作为市场的晴雨表，经济遭受负面冲击，或将继续压制市场走势。

风险提示：美联储核心通胀居高不下；美国就业修复不及预期。

内容目录

1、周度专题：美联储一月议息会议 3 大看点.....	4
1.1、看点一：或将公布更加清晰的“货币政策正常化指引”、加快加息及缩表.....	4
1.2、看点二：或将重新评估“充分就业”及“通胀”、为收紧政策铺路.....	7
1.3、看点三：政策收紧对市场的冲击，或并未结束.....	9
2、重点关注：美联储一月议息会议.....	12
3、数据跟踪：美国 12 月地产开工景气度继续回升.....	12
3.1、美国 12 月营建许可、新屋开工双双超预期，成屋销售低预期.....	12
3.2、纽约联储制造业指数远低预期，费城联储制造业指数高于预期.....	14
3.3、美国初请失业金人数差于预期，EIA 原油库存小幅反弹.....	15
风险提示：.....	15

图表目录

图表 1：近期，美联储核心官员纷纷放“鹰”，为即将到来的一月议息会议预热.....	4
图表 2：2014 年 9 月会议，美联储公布《货币政策正常化原则及计划》.....	5
图表 3：美联储总资产规模逼近 9 万亿美元.....	5
图表 4：美联储隔夜逆回购规模维持高位.....	5
图表 5：2021 年 12 月，美联储已加速 Taper.....	6
图表 6：2022 年 1 月，美联储可能进一步加速 Taper.....	6
图表 7：美联储上一轮退出 QE 与加息的间隔超过 1 年.....	6
图表 8：美联储上次是在加息 4 次后启动缩表.....	7
图表 9：美联储上次缩表速度缓慢.....	7
图表 10：2022 年，美联储约 1 万亿美元美债面临到期.....	7
图表 11：其中，2022 年到期美债以中长期为主.....	7
图表 12：美国就业人数距离疫情前仍有差距.....	7
图表 13：美国劳动力参与率距离疫情前仍有差距.....	7
图表 14：美国劳动力供需严重失衡.....	8
图表 15：美国职位空缺率、离职率维持历史高位.....	8
图表 16：美国就业市场供需失衡、推动工资增速高企.....	8
图表 17：美联储或将更关注劳动力成本.....	8
图表 18：1994 年 2 月，美联储启动加息.....	9
图表 19：2004 年 6 月，美联储启动加息.....	9
图表 20：美国就业修复速度远超上一轮周期.....	9
图表 21：美国核心 CPI 同比飙升至近 30 年来新高.....	9
图表 22：美联储年内至少加息 4 次的概率超过 7 成.....	10
图表 23：纳指年内跌超 10 个百分点.....	10
图表 24：上一轮缩表周期，美债期限利差有所收敛.....	10
图表 25：市场对节奏及力度的定价可能并不充分.....	10

图表 26: 综合来看, 美联储未来政策收紧对市场的冲击, 或并未结束.....	10
图表 27: 2022 年 5 月 1 日, 美国学生贷款宽限期截止.....	11
图表 28: 美联储加息周期, 消费贷拖欠率随之上行.....	11
图表 29: 美联储加息周期, 房贷利率趋于上行.....	11
图表 30: 未来数年, 美国信用债到期规模庞大.....	11
图表 31: 下周海外重点数据发布日期情况.....	12
图表 32: 美国 12 月营建许可、新屋开工双双高预期.....	13
图表 33: 美国 12 月成屋销售年化总数不及预期.....	13
图表 34: 美国新屋开工与建筑业新增就业高度相关.....	13
图表 35: 美国建筑业新增就业人数稳步改善.....	13
图表 36: 美国木材供应压力大幅缓解.....	13
图表 37: 美国木材涨价压力大幅缓解.....	13
图表 38: 美国 30 年期抵押贷款固定利率回升.....	14
图表 39: 美国成屋供给持续受限.....	14
图表 40: 美国 1 月纽约联储制造业指数大降.....	14
图表 41: 美国 1 月纽约联储制造业新订单指数大降.....	14
图表 42: 美国 1 月费城联储制造业指数回升.....	14
图表 43: 美国 1 月费城联储制造业新订单指数回升.....	14
图表 44: 当周, 美国初请失业金人数差于预期.....	15
图表 45: 当周, 美国 EIA 原油库存小幅反弹.....	15

1、周度专题：美联储一月议息会议 3 大看点

近期，美联储核心官员纷纷放“鹰”，为即将到来的一月议息会议预热。作为 2022 年的开年会议，美联储一月会议有哪些看点？最新梳理，供参考。

1.1、看点一：或将公布更加清晰的“货币政策正常化指引”、加快加息及缩表

近期，美联储核心官员纷纷放“鹰”，为即将到来的一月议息会议预热。作为 2022 年的开年会议，美联储一月议息会议将于美东时间 25 日至 26 日召开，并于 26 日下午（北京时间 27 日凌晨）公布会议声明。会议即将到来之际，多位核心官员集体释放“鹰”派信号。其中，主席鲍威尔公开提及加息及缩表，“认为将采取加息措施加息遏制通胀急升”、“倾向于召开 2 至 4 次 FOMC 会议来提供更明晰的缩表指引”；圣路易斯联储主席布拉德（2022 年票委）更是明确表示，“为了应对通胀，美联储最快在 3 月加息、随后跟进缩表”。

图表 1：近期，美联储核心官员纷纷放“鹰”，为即将到来的一月议息会议预热¹

姓名	职位	投票状态	过去表态	最新表态
Jerome Powell	主席	常任	美联储首次深入地讨论缩减QE的时点、节奏和结构，但尚未做出决定。经济商取得实质性进展还有一段距离。通胀可能会比预期的更高更持久，但相信中期的通胀水平终将回落	将采取加息措施加息遏制通胀急升并延长经济扩张；美联储倾向于召开 2 至 4 次 FOMC 会议来处理缩表细节，提供更明晰的前瞻指引
Lael Brainard	副主席	常任	维持 2% 的通胀是美联储的目标，目前暂时性的因素不能提供太多的信号	努力降低通胀是美联储目前“最重要的任务”，将使用强有力工具来遏制通胀；一旦债券购买计划结束，就会开始加息。
John C. Williams	纽约联储主席	常任	平均通货膨胀政策并不意味着快速加息，美国经济尚未达到减少购债的“实质性进一步进展”标准；反对美联储以比缩减购买国债更快的速度来缩减购买抵押贷款支持证券（MBS）	鉴于当前劳动力市场非常强劲的迹象，美联储正在接近做出逐步加息的决定；美联储可能不会像过去那样等待很久才开始缩减资产负债表。
Randal Quarles	金融监管副主席（退休）	常任	基于调查的通胀预期比基于市场的通胀预期更重要；美联储在通胀问题上的观点可能是错误的	
Michelle Bowman	理事	常任	通胀已经上升，未来还会上升	
Chris Waller	理事	常任	如果每个月都看到 4% 的通货膨胀率，会非常担心；现在开始考虑撤回部分刺激措施是合适的。	2022 年加息三次仍是良好的基准预测，如果通货膨胀率居高不下，可能会有 4 次甚至 5 次的加息。他称可以容许缩表更早开始，但不赞成美联储 3 月份加息 50 个基点。
Eric Rosengren	波士顿联储主席（退休）	2022 年	是时候考虑退出宽松的货币政策的速度了；预计将在 2022 年年底之前实现充分就业和通胀目标	
James Bullard	圣路易斯联储主席	2022 年	预计将在 2022 年晚些时候加息；通货膨胀比预期的更严重。在预测的范围内，通胀率将显著超过 2%	疫情前的就业水平并非衡量当前就业市场的好基准。为了应对通胀，最快在 3 月加息、随后跟进缩减资产负债表是可能采取的行动。如果通胀缓和，下半年可以放慢加息步伐。
Loretta Mester	克利夫兰联储主席	2022 年	美联储应该有条不紊地缩减购债规模，并与公众沟通，以避免意外。	经济实际上处于充分就业状态。如果 3 月份的经济形势与现在一样，将在会议上支持提高利率，并可以更快地削减资产负债表。
Esther L. George	堪萨斯联储主席	2022 年	通胀预期指标上升	美联储目前非常宽松的货币政策与经济前景“不同步”；劳动力市场看起来很紧张；与上一个紧缩周期相比，提前调整资产负债表是合适的。

来源：Fed、国金证券研究所

以史为鉴，美联储或将在一月会议上公布更加清晰的政策指引，为进一步的货币正常化铺路。回顾上一轮货币政策正常化周期，美联储在结束 QE²前的 2014 年 9 月议息会议上，公布了《货币政策正常化原则及计划》。其中，对当下具有借鉴意义的是，彼时美联储明确表示“加息的前提是良好的经济状况和前景”，“加息后以渐进的、可预见的方式缩表，主要方式是持有的美债到期不续”。为了更有效的管理政策预期，美联储可能将在一月会议上公布类似指引，届时需关注重点措辞的关键变化。

¹ 波士顿联储主席 Rosengren 已提前退休，将由代理主席 Montgomery 候补参加 1 月议息会议。

² 2014 年 10 月，美联储正式退出 QE3、结束量宽扩表。

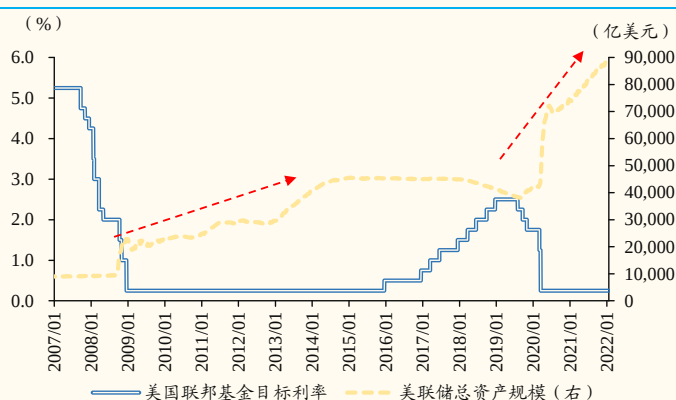
图表 2: 2014 年 9 月会议, 美联储公布《货币政策正常化原则及计划》

货币政策正常化原则及计划	
加息	缩表
FOMC 将判定政策正常化的合适时机和速度——这意味着为上调联邦基金利率及其他短期利率至更加正常的水平所需采取的步骤	FOMC 计划以渐进的、可预见的方式来降低美联储的证券持有量, 主要方式是停止将“系统公开市场账户”中持有的证券的本金还款用于再投资
1、当经济状况和经济前景令 FOMC 有理由采取不那么宽松的货币政策时, FOMC 将上调联邦基金利率的目标区间。	1、在开始上调联邦基金利率的目标区间以后, FOMC 预计将停止或开始逐步取消再投资; 其时机将有赖于经济和金融状况以及经济前景的演变发展。
2、在正常化期间, 美联储计划主要通过调整超额准备金利率的方式来令联邦基金利率达到 FOMC 设定的目标区间。	2、FOMC 目前并不预计出售机构抵押贷款支持债券将成为支持程序的一部分, 但从长期来看, 可能有理由进行有限的出售以降低或完全消除残余的证券持有量。任何出售交易的时间和速度都将提前通知公众。
3、在正常化期间, 美联储计划使用一种隔夜准备金回购协议安排及其他必要的补充性工具来帮助控制联邦基金利率。FOMC 将仅在必要程度上使用一种隔夜准备金回购协议安排, 并将在不再需要利用这种安排来帮助控制联邦基金利率时逐步撤回。	3、长期来看美联储将仅持有可用于有效和高效实施货币政策的证券, 并将主要持有美国国债, 从而最小化美联储证券持有量对各个经济领域中信贷配置的影响。

来源: Fed、国金证券研究所

货币政策加快正常化的背景下, 美联储可能在一月会议上继续加速 Taper, 最早提前至 2 月完全退出 QE。2020 年疫情暴发后, 伴随大规模量宽扩表, 美联储总资产规模逼近 9 万亿美元、相当于美国 2022 年 GDP (现价) 的 43%, 引发流动性泛滥, 维持高位的隔夜逆回购规模即是最佳证明。这一背景下, 美联储为了加速货币正常化, 可能在 12 月会议基础上进一步缩减资产购买的规模, 将完全退出 QE 的时点从 3 月提前至 2 月。

图表 3: 美联储总资产规模逼近 9 万亿美元



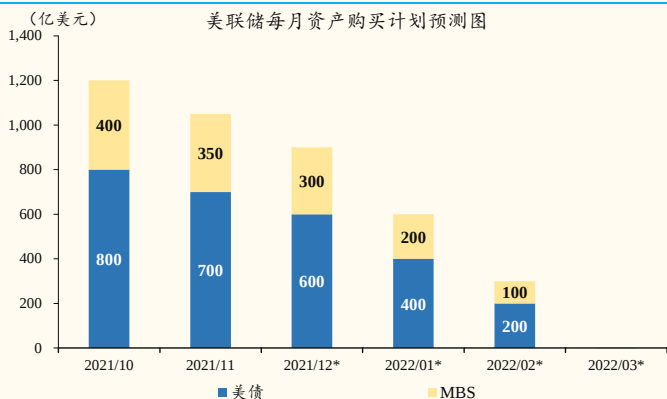
来源: Wind、国金证券研究所

图表 4: 美联储隔夜逆回购规模维持高位



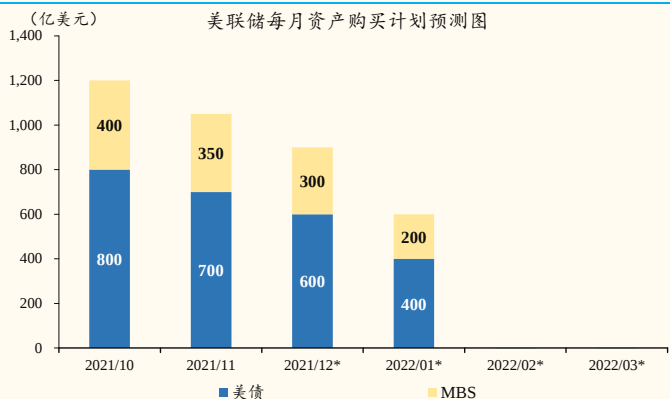
来源: Wind、国金证券研究所

图表 5: 2021 年 12 月, 美联储已加速 Taper



来源: Wind、国金证券研究所

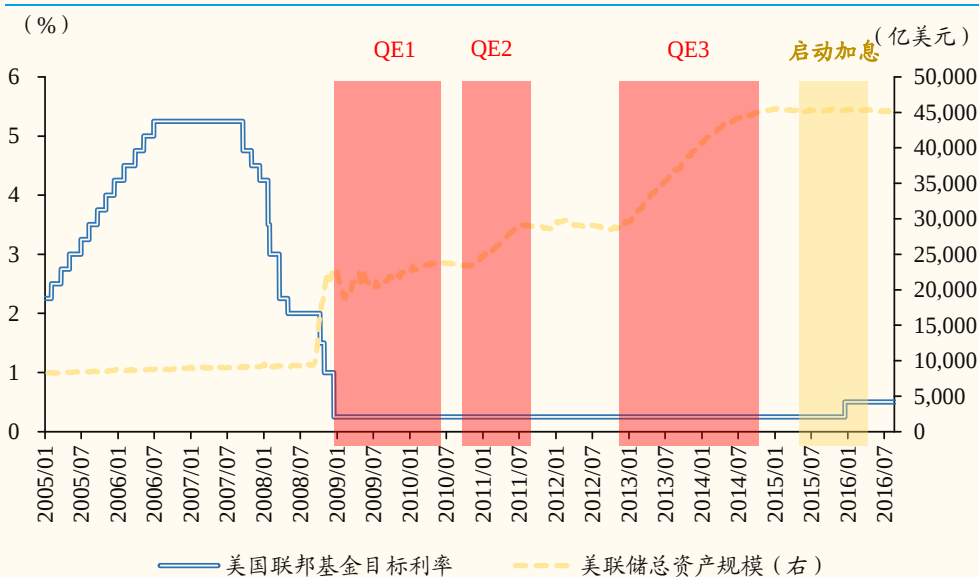
图表 6: 2022 年 1 月, 美联储可能进一步加速 Taper



来源: Wind、国金证券研究所

作为加息前的重要沟通, 美联储或将给出更明确的指引。不同于上一轮结束 QE 超 1 年后才启动加息, 美联储本轮加息与退出 QE 的间隔将大幅缩短。鉴于目前美联储依然处于 Taper 进程, 1 月加息的概率微乎其微, 但或将加息具体时点及节奏提供更明确的指引。不过, 值得注意的是, 不同于 3 月、6 月、9 月、12 月会议, 美联储在其他会议上并不会公布经济预测及利率点阵图, 因此需重点关注政策声明、及主席鲍威尔的新闻发布会讲话。

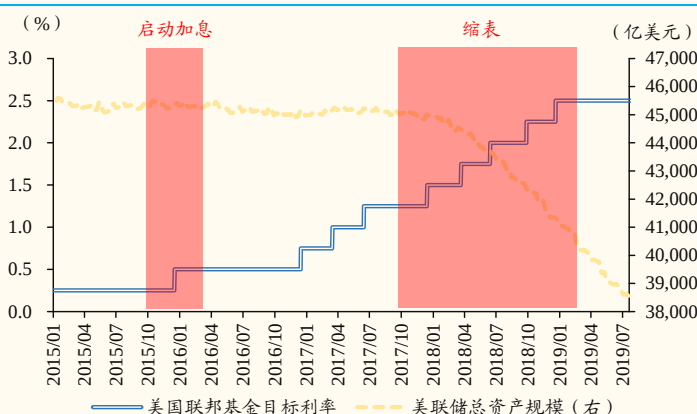
图表 7: 美联储上一轮退出 QE 与加息的间隔超过 1 年



来源: Wind、国金证券研究所

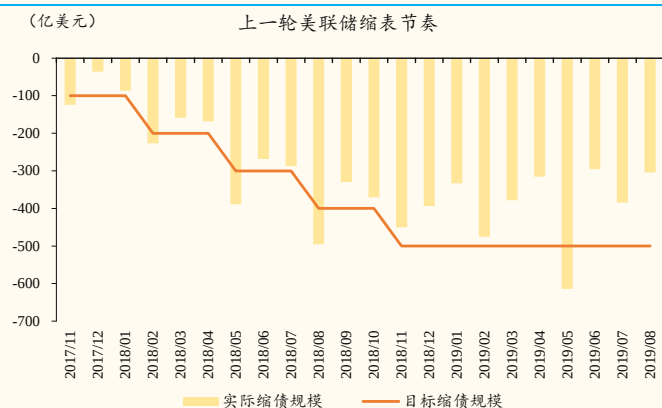
同时, 美联储可能将重申在首次加息后开启缩表, 并且在节奏上要比上一轮周期加快很多。美联储上次是在加息 4 次后启动缩表, 开始每月经仅缩减 60 亿美元美债和 40 亿美元 MBS, 随后缓慢提速。当下, 美联储 12 月会议纪要里明确提出, “几乎所有委员都同意在首次加息后就开始推进缩表”、“缩表的合适速度可能会比上一次正常化期间的更快”。参考美联储 2022 年所持美债的到期规模来看, 未来缩表速度 (含 MBS) 有望直接达到每月 900 亿美元左右。

图表8：美联储上次是在加息4次后启动缩表



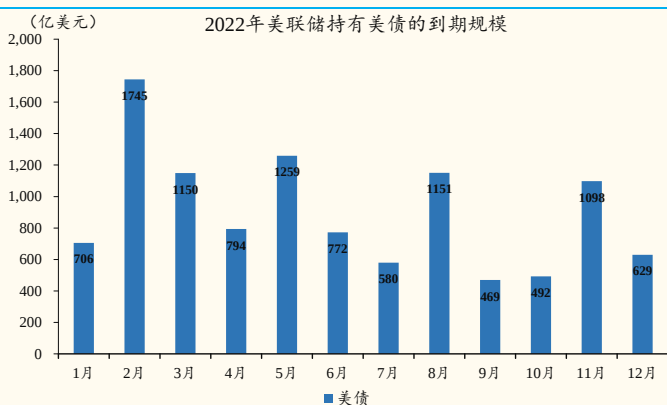
来源：Wind、国金证券研究所

图表9：美联储上次缩表速度缓慢



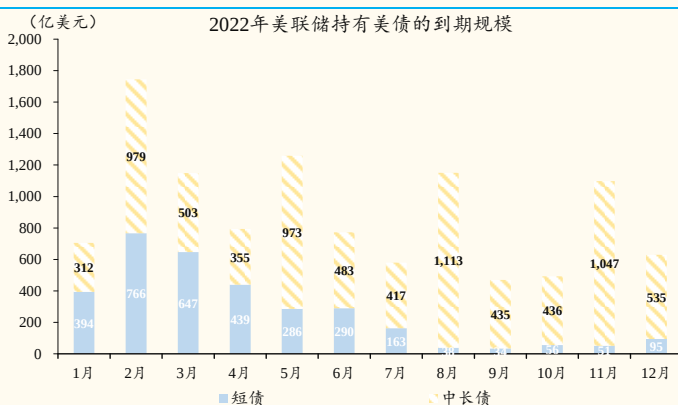
来源：Wind、国金证券研究所

图表10：2022年，美联储约1万亿美元美债面临到期



来源：Wind、国金证券研究所

图表11：其中，2022年到期美债以中长期为主

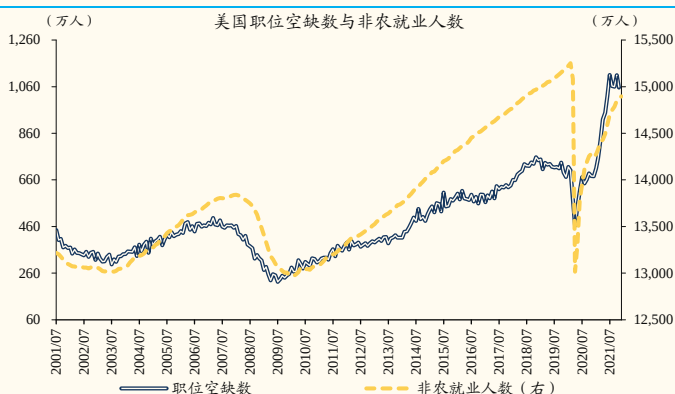


来源：Wind、国金证券研究所

1.2、看点二：或将重新评估“充分就业”及“通胀”、为收紧政策铺路

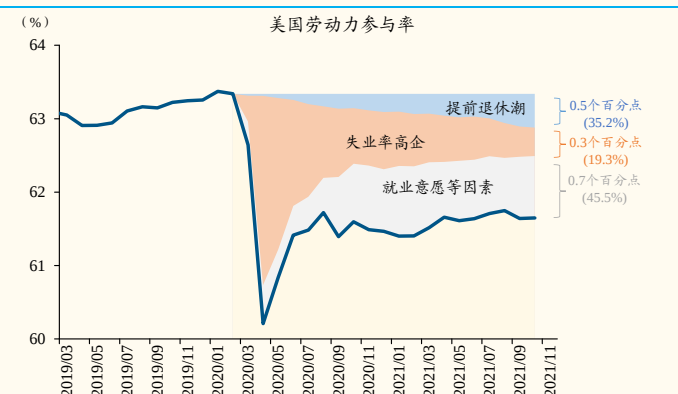
劳动力供需严重失衡下，美联储或将重新界定“充分就业”的标准，未必等待到就业人数修复至疫情前。美国当前的就业市场，表现为劳动力供给受限、招聘需求持续旺盛。一方面，就业意愿低迷下，美国就业人数、劳动力参与率距离疫情前仍有差距。同时，美国失业率已回落至疫情前水平，职位空缺率、离职率维持历史高位，反映企业招工需求依然旺盛。美国劳动力供需错配下，若认定供给端因素难以消除，美联储或将侧重需求端、重新界定“充分就业”。

图表12：美国就业人数距离疫情前仍有差距



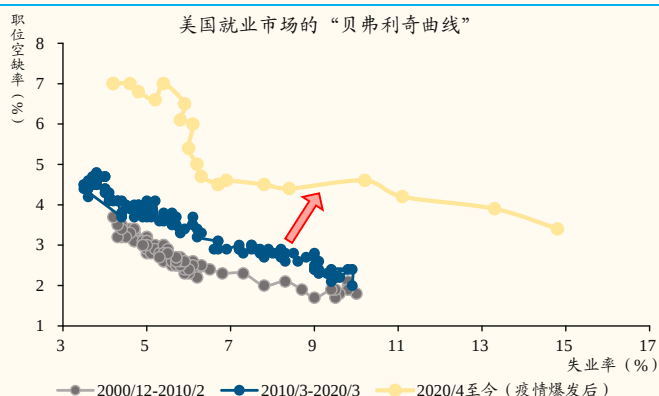
来源：Wind、国金证券研究所

图表13：美国劳动力参与率距离疫情前仍有差距



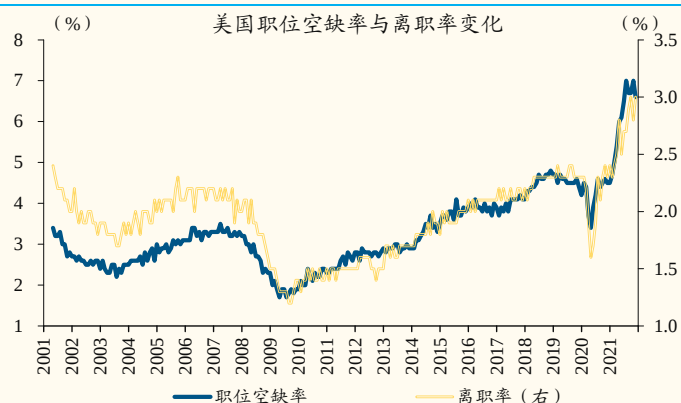
来源：Wind、国金证券研究所

图表 14: 美国劳动力供需严重失衡



来源: Wind、国金证券研究所

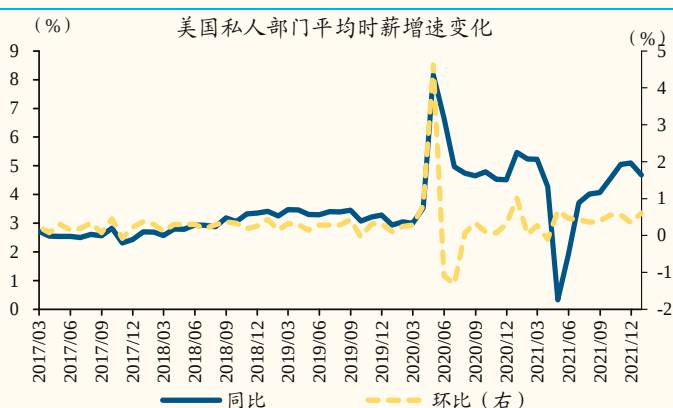
图表 15: 美国职位空缺率、离职率维持历史高位



来源: Wind、国金证券研究所

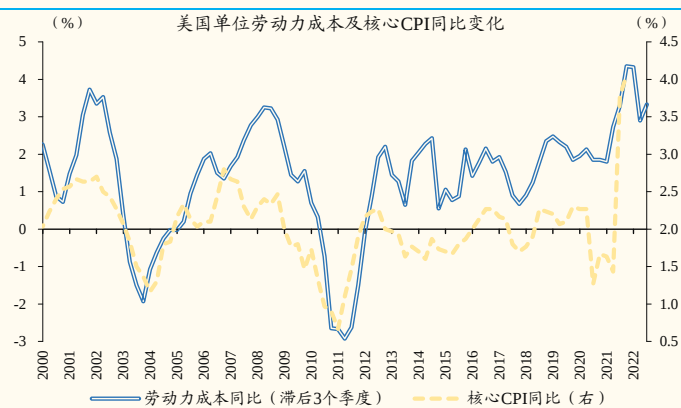
通胀方面,相比起供应链瓶颈,美联储或将更关注工资—物价螺旋式上涨的风险。2021 年美国核心通胀(去除能源及食品)“高烧难退”,极大程度上是受疫情扰动下的供应链瓶颈影响。展望 2022 年,疫苗大幅放量下,全球“免疫屏障”有望得到重塑,疫情对经济的扰动趋于弱化,供应链瓶颈也将有所缓解。考虑到就业市场供需严重失衡、推动工资增速高企,美国核心通胀的主要驱动力或将由供应链瓶颈切换至劳动力成本。

图表 16: 美国就业市场供需失衡,推动工资增速高企



来源: Wind、国金证券研究所

图表 17: 美联储或将更关注劳动力成本



来源: Wind、国金证券研究所

综合来看,若美联储认定“充分就业”及通胀压力高企,未来加息及缩表自然“水到渠成”。追根溯源,主导美联储加息及缩表的核心因素依然是美国

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_36565

