

宏观点评

美联储明示 3 月加息，还能更鹰吗？——1 月 FOMC 会议点评

事件：北京时间 1 月 27 日凌晨 3 点，美联储公布 1 月 FOMC 会议决议。

核心结论：美联储超预期鹰派，3 月加息基本确定，5 月或 6 月大概率宣布缩表，预计全年共加息 3-4 次。往后看，美联储立场可能“先鹰后鸽”，3 月是重要的观察窗口。对中国，我们继续提示，短期仍将“以我为主”、延续宽松、有可能再降准降息。

1、美联储明示 3 月加息，并公布缩表准则，鹰派程度超预期。

>加息指引：美联储在会议声明中表示，“由于通胀远高于 2% 的目标并且劳动力市场强劲，预计将很快加息”，鲍威尔在发布会上表示计划在 3 月加息，且加息空间很大，“不排除每次会议上都有可能加息”。

>缩表指引：本次会议公布了《缩减资产负债表规模的准则》，其中提到将通过减少再投资的方式进行缩表，与 2017 年的缩表方法一致，详见图表 2。鲍威尔称，将在首次加息后至少召开一次会议来就缩表做出决定，这意味着大概率在 5 月或 6 月宣布缩表，具体缩表计划目前仍在讨论中。

>市场表现：本次 FOMC 决议公布后，标普 500 指数快速下行，由上涨 2% 转为收盘下跌 0.2%；10Y 美债收益率由 1.78% 快速走高至 1.88%；美元指数由 96.0 快速走高至 96.5；现货黄金由 1830 美元/盎司快速下跌至 1818 美元/盎司；联邦基金利率期货隐含的全年加息次数由 4.0 次升至 4.6 次。资产价格和加息预期的变化表明，本次会议的鹰派程度明显超出市场预期。

2、美联储会一直鹰下去吗？大概率不会，3 月是重要的观察窗口。

鉴于本次会议的鹰派表态，我们将美联储全年加息次数预期由 2-3 次上调至 3-4 次，即最多每个季度各加一次。与此同时，我们仍维持美联储全年“先鹰后鸽”的判断，并预计由鹰转鸽的时点最快可能在 3 月，理由主要包括以下两方面：

其一，目前已有诸多证据表明疫情反弹将导致 1-2 月就业明显恶化，例如：

（1）美国周度初请失业金人数由 12 月底的 20 万人反弹至 1 月 15 日的 28.6 万人，持有失业保险人群的失业率也从 1 月 1 日的 1.1% 回升至 1 月 8 日的 1.2%；

（2）美国人口普查局的周度家庭调查显示，因感染新冠或害怕感染新冠而没有工作的人数由 12 月中旬的 552 万人大幅飙升至 1 月 10 日的 1197 万人，占成年人口的比例由 5.5% 提升至 11.2%；

（3）过去的经验表明，新增确诊人数与新增非农就业之间高度负相关，本轮疫情自 12 月底以来大幅恶化，意味着 1-2 月非农就业很可能出现负增。

其二，基于环比和基数测算，美国通胀大概率会从 3 月开始回落。前期报告中我们多次指出，一旦通胀开始回落，市场的通胀预期和加息预期都将迎来降温，届时美联储的鹰派立场也大概率有所松动。

3、加息预期短期仍可能再升温，但空间已不大，短期仍需警惕美股调整风险。

美联储年内还剩 7 次会议，虽然鲍威尔称不排除每次会议都加息，但根据我们前期报告《以史为鉴，本轮美联储缩表的节奏推演与影响》中的分析，缩表的落地大概率会导致加息时点延后，因此美联储年内加息次数的上限应是 6 次，而目前利率期货隐含的全年加息次数为 4.6 次。考虑到美国通胀在 1-2 月仍趋上行，未来 1-2 个月内市场加息预期仍可能继续升温，但抬升空间最多仅 1.4 次左右，已比较有限。3 月后，加息预期有望逐步降至合理水平。基于此，我们对美股、美债、美元的判断如下：

>美股：紧缩预期升温叠加地缘政治风险加剧，未来 1-2 个月美股的调整压力仍大，3 月之后有望迎来逐步修复；

>美债：未来 1-2 个月，10Y 美债收益率可能维持在 1.8%-2.0% 的高位区间波动，由于加息预期升温的空间已不大，叠加经济边际放缓、通胀临近拐点，预计难稳定在 2% 上方。3 月之后，大概率重回下行通道；

>美元：近期欧洲疫情反弹程度已超过美国，美元指数的压制因素已基本消除，未来大概率重回上涨通道。3 月之后加息预期虽然可能降温，但全球经济进一步放缓仍将对美元形成支撑，维持美元指数年内可能破 100 的判断。

风险提示：美国疫情超预期缓和，美国通胀持续超预期。

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

分析师 刘新宇

执业证书编号：S0680521030002

邮箱：liuxinyu@gszq.com

相关研究

1、《加息条件基本满足，疫情仍是大扰动——12 月非农数据点评》2022-1-8

2、《以史为鉴，本轮美联储缩表的节奏推演与影响》2022-1-7

3、《2022 年美联储可能先鹰后鸽——兼评 12 月 FOMC 会议》2021-12-16

4、《外汇存款准备金率再上调，怎么看人民币汇率？》2021-12-10

5、《反转之年——2022 年海外宏观展望》2021-11-12

图表 1: 近 3 次 FOMC 会议声明对比 (红色表示表述变化)

	2021 年 11 月 FOMC 声明	2021 年 12 月 FOMC 声明	2022 年 1 月 FOMC 声明
利率	维持 0-0.25% 不变, 直到实现最大就业、平均通胀达到 2% 的目标。	维持 0-0.25% 不变。 鉴于通胀已经高于 2% 一段时间, 将维持这一利率区间直至实现最大就业。	维持 0-0.25% 不变。 由于通胀远高于 2% 的目标并且劳动力市场强劲, 预计将很快加息。
QE	从本月晚些时候开始, 购债规模将减少为 700 亿国债、350 亿 MBS; 从 12 月开始, 将进一步减少为 600 亿国债、300 亿 MBS。预计每个月缩减同样规模是合适的, 但若经济状况发生变化, 将调整缩减步伐。	将每月国债缩减规模由 100 亿提高至 200 亿, MBS 由 50 亿提高至 100 亿。从 1 月开始, 购债规模将减少为 400 亿国债、200 亿 MBS。预计每个月缩减同样规模是合适的, 但若经济状况发生变化, 将调整缩减步伐。	将继续减少购债规模, 在 3 月初结束购债。
经济	随着疫苗接种推进和强有力的政策支持, 经济活动和就业指标继续加强。近几个月, 受大流行影响最严重的部门有所改善, 但 夏季疫情反弹减缓了这些部门的复苏。经济路径继续取决于疫情状况, 疫苗接种推进和供应瓶颈缓解预计将继续促进经济和就业, 同时降低通胀。 经济前景面临的风险仍然存在。	随着疫苗接种推进和强有力的政策支持, 经济活动和就业指标继续加强。近几个月, 受大流行影响最严重的部门有所改善, 但继续受到疫情影响。就业增长稳健, 失业率大幅下降。 经济路径继续取决于疫情状况, 疫苗接种推进和供应瓶颈缓解预计将继续促进经济和就业, 同时降低通胀。经济前景面临的风险仍然存在, 包括新变种病毒的影响。	经济活动和就业指标继续加强。近几个月, 受大流行影响最严重的部门有所改善, 但受到近期疫情大幅反弹的影响。 就业增长稳健, 失业率大幅下降。经济路径继续取决于疫情状况, 疫苗接种推进和供应瓶颈缓解预计将继续促进经济和就业, 同时降低通胀。经济前景面临的风险仍然存在, 包括新变种病毒的影响。
通胀	通货膨胀率上升, 主要反映了 “预计是暂时性的因素” 。与 疫情和重新开放相关的供需失衡导致一些部门的价格大幅上涨 。美联储将允许一段时间内通胀适度高于 2%, 以便平均通胀和长期通胀预期达到 2%。	与疫情和重新开放相关的供需失衡 继续导致通胀上升。(删掉了“暂时性因素”相关措辞, 删掉了“允许通胀在一段时间适度高于 2%”)	与疫情和重新开放相关的供需失衡继续导致通胀上升。
金融市场	金融状况保持宽松, 部分反映了支持经济的政策措施以及信贷向美国家庭和企业的流动。	金融状况保持宽松, 部分反映了支持经济的政策措施以及信贷向美国家庭和企业的流动。	金融状况保持宽松, 部分反映了支持经济的政策措施以及信贷向美国家庭和企业的流动。

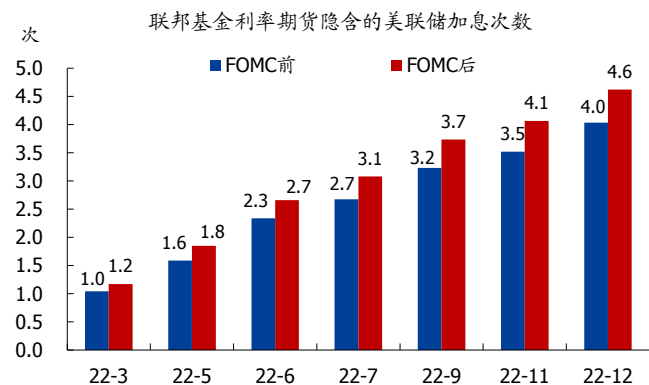
资料来源: FED, 国盛证券研究所

图表 2: 美联储 1 月 FOMC 会议公布的缩表准则

缩减资产负债表规模的准则
Principles for Reducing the Size of the Federal Reserve's Balance Sheet
联邦公开市场委员会同意, 此时公布与缩表方法相关的信息是适当的。所有参与者都同意以下要素: 1. 委员会认为调整联邦基金利率目标区间是其调整货币政策立场的主要手段。 2. 委员会将确定缩表的时机和步伐, 以促进其最大就业和物价稳定目标。委员会预计, 将在加息开始之后再继续进行缩表。 3. 委员会计划主要通过调整 SOMA 账户收到的本金再投资金额, 以可预测的方式随着时间的推移减少美联储的证券持有量。 4. 随着时间的推移, 委员会将维持适当的证券持有规模, 以便进行货币政策操作和维持准备金的充裕。 5. 从长期看, 委员会打算在 SOMA 中主要持有美国国债, 从而最大限度地减少对跨经济部门信贷分配的影响。 6. 委员会准备根据经济和金融状况动态调整缩表计划的细节。

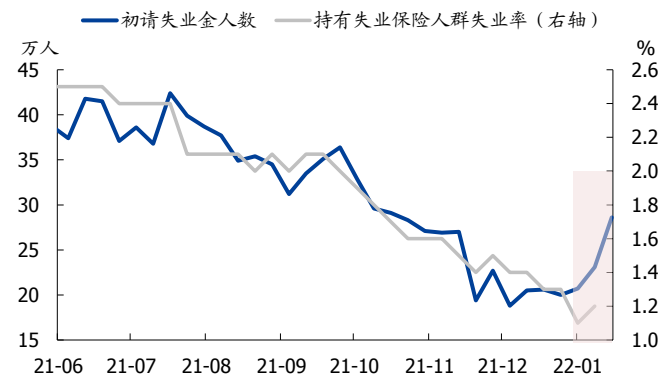
资料来源: FED, 国盛证券研究所

图表3: FOMC 决议公布后, 市场加息预期明显升温



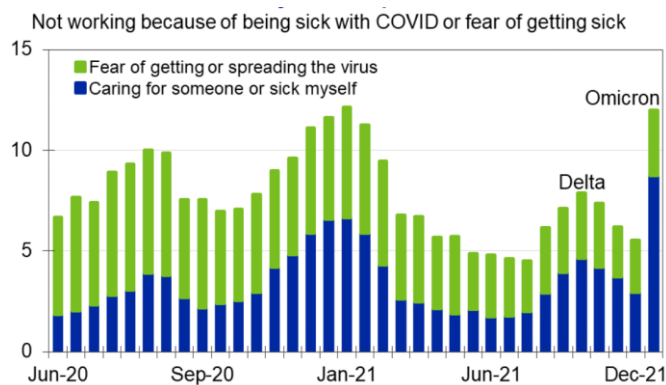
资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所 注: 假设每次加 25bp

图表4: 美国初请失业金人数自12月底以来快速反弹



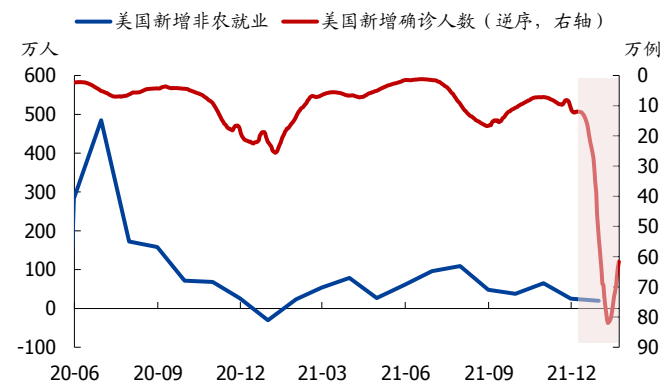
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表5: 1月前两周美国因疫情原因不工作的人数大幅增加



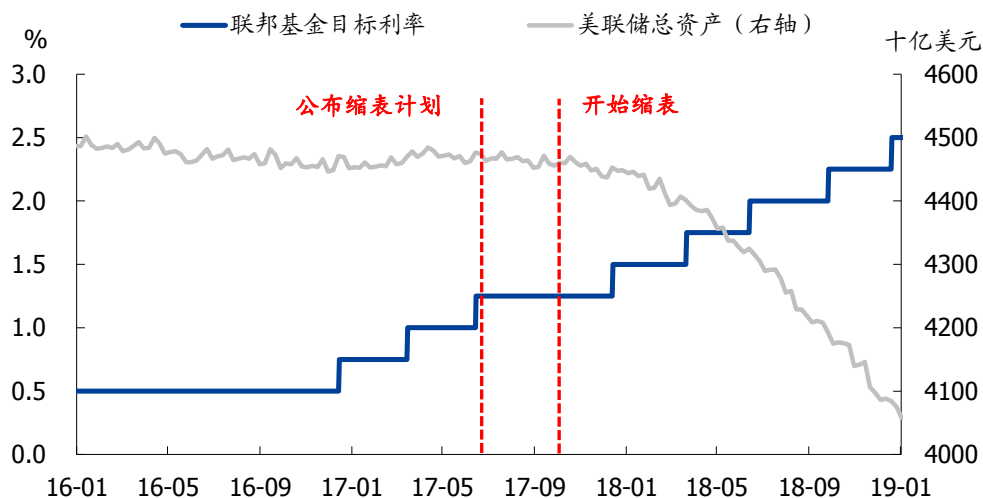
资料来源: Census Bureau, 国盛证券研究所

图表6: 美国1-2月新增非农就业可能为负



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表7: 2017年缩表落地后, 加息节奏暂时放缓



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 8: 加息预期升温空间有限, 意味着美债收益率难继续大幅上行



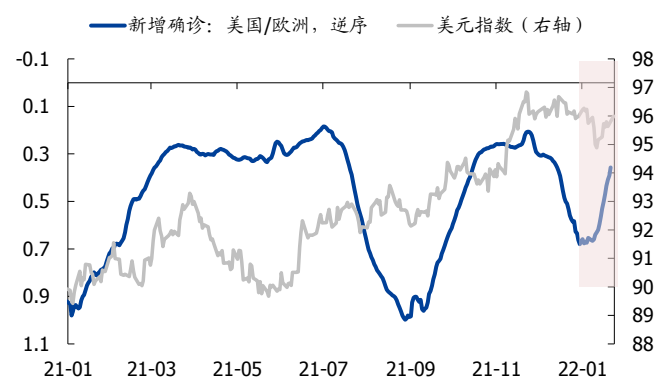
资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

图表 9: 经济放缓时, 即便加息美债收益率也趋于下行



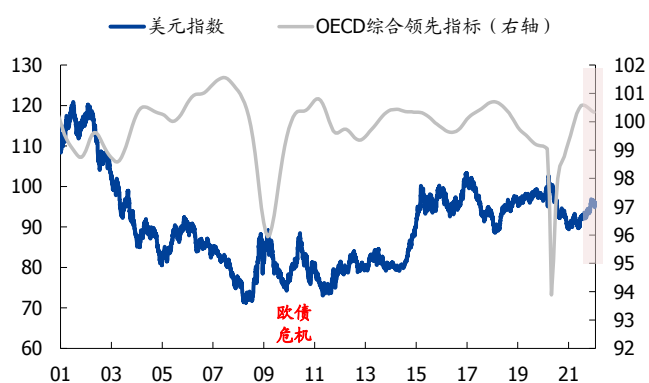
资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

图表 10: 近期欧洲疫情恶化程度超过美国, 带动美元指数走强



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 11: 中长期来看, 全球经济放缓将对美元指数形成持续支撑



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

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_36713

