

## 2022年1月美联储议息会议简评

### “山雨欲来”

#### 证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号  
S1060520090001  
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

#### 研究助理

张璐 一般证券从业资格编号  
S1060120100009  
ZHANGLU150@pingan.com.cn

范城恺 一般证券从业资格编号  
S1060120120052  
FANCHENGKAI146@pingan.com.cn



#### 事项:

美国时间2022年1月26日，美联储公布1月FOMC会议声明，美联储主席鲍威尔接受采访。声明发布后，市场反应暂时积极：美股涨幅扩大，10年期美债收益率重上1.80%。鲍威尔讲话后，市场恐慌情绪加剧：道指转跌，纳指涨幅收窄，10年期美债收益率升破1.88%，美元指数升破96.5。

#### 平安观点:

- **美联储在2022年的首次议息会议，为本轮紧缩周期的启动充分定调。**我们认为，“山雨欲来”，本轮“美联储冲击”不容小觑：在前所未有的通胀压力下，美联储的“温柔”或不再：一次加息50bp、在加息的同时大幅缩表等，均是可能的政策选项；过去美联储对就业的权衡、对美股调整的“照顾”可能不再。在美联储加息和缩表路线尚不明朗之际，需持续警惕美国金融市场波动及其对全球市场的外溢效应。
- **货币政策：**维持Taper节奏，维持主要利率决策不变，基本符合市场预期。本次美联储专门发布了一份单独文件《美联储削减资产负债表规模的原则》，标志着美联储“缩表”决策已由讨论阶段进入市场引导阶段。
- **声明表述：**本次声明表述调整内容不多，总体淡化新冠确诊数量激增的负面影响，进一步强调由于通胀率已经显著高于2%、且就业市场强劲，美联储将很快开始加息，但并未提到具体的加息节点和幅度。同时，本次美联储专门发布了《关于长期目标和货币政策策略的声明》作为另一份独立文件，在加息即将到来之际，希望进一步“说服”市场相信最大就业目标已基本实现，以及美联储有能力和决心掌控美国通胀形势。
- **鲍威尔讲话：**鲍威尔对通胀风险抱有更强警惕，对于就业市场维持一贯乐观，进一步为加息作铺垫：在加息节奏上，其并未否认一次加息50bp的可能性；在缩表方面，其仅强调原则而非细节，但并未表示缩表决策需要与加息决策配合；面对近期资本市场波动，其反而乐见市场price in加息和缩表预期。
- **“美联储冲击”不容小觑：**美联储进一步重视通胀风险。IMF最新发布的2022年1月经济展望中，预测2022年美国CPI通胀率高达5.9%。美联储本轮缩表的核心目的在于，防止美债收益率曲线过度平坦化，继而不利于金融稳定。然而风险在于，在此过程中长端美债收益率可能较快拉升，继而将对美股等风险资产施压。展望2022年全年，我们认为，在美联储启动缩表的背景下，其或希望10年期美债利率达到2.3%左右，距离目前仍有40-50bp上行空间，但不应该把其上行节奏视为线性的，需要警惕美债利率大幅波动引发的全球市场波动风险。

美联储在 2022 年的首次议息会议，为本轮紧缩周期的启动充分定调。我们认为，“山雨欲来”，本轮“美联储冲击”不容小觑：在前所未有的通胀压力下，美联储的“温柔”或不再；一次加息 50bp、在加息同时大幅缩表等，均是可能的政策选项；过去美联储对就业的权衡、对美股调整的“照顾”可能不再。在美联储加息和缩表路线尚不明朗之际，需持续警惕美国金融市场波动及其对全球市场的外溢效应。

### 1. 货币政策：维持 Taper 节奏，铺垫加息与缩表

美联储 2022 年 1 月议息会议维持 Taper 节奏，维持主要利率决策不变，基本符合市场预期。2021 年 12 月美联储已宣布，从 2022 年 1 月开始，每月减少资产购买金额由 150 亿美元提高至 300 亿美元，并于 2022 年 2 月中旬至 3 月中旬执行最后一轮资产购买。本次会议维持这一节奏，重申 2022 年 1 月-2 月将购买 400 亿美元国债和 200 亿美元 MBS，2-3 月将购买 200 亿美元国债和 100 亿美元 MBS，继而自 3 月中旬开始停止资产购买。其他货币政策不变，包括维持联邦基金利率（0-0.25%），维持准备金利率（0.15%）和隔夜逆回购利率（0.05%）不变等。

图表1 美联储 2022 年 1 月和 2021 年 12 月议息会议声明比较：维持 Taper 节奏

2022 年 1 月美联储 FOMC 声明
<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 美联储已做出以下决定，以执行联邦公开市场委员会在 2021 年 12 月 15 日 2021 年 12 月 15 日 2021 年 12 月 15 日的声明中宣布的货币政策立场：</li> <li>■ 美国联邦储备系统理事会一致投票决定，自 2021 年 12 月 16 日 2021 年 12 月 16 日 2021 年 12 月 16 日起，将存款准备金余额支付的利率维持在 0.15%。</li> <li>■ 作为其政策决定的一部分，联邦公开市场委员会投票授权并指示纽约联邦储备银行的公开市场部门根据以下国内政策指令，在系统公开市场账户中执行交易，除非另有指示。</li> <li>■ "自 2021 年 12 月 16 日 2021 年 12 月 16 日 2021 年 12 月 16 日起，联邦公开市场委员会指示，在必要时进行公开市场操作，将联邦基金利率维持在 0% 至 1/4% 的目标区间。</li> <li>■ 正如 12 月中旬发布的月度购买计划所示，完成系统公开市场账户持有的美国国债增加 6400 亿美元，机构抵押贷款支持证券增加 3200 亿美元。</li> <li>■ 在 12 月中旬开始的每月购买期间，增加 SOMA 持有的美国国债 400200 亿美元，增加机构 MBS 的 200100 亿美元。</li> <li>■ 增加美国国债和机构抵押贷款支持证券的持有数量，并购买机构抵押贷款支持证券 (MBS)，以维持这些证券市场的平稳运行。</li> <li>■ 进行隔夜回购协议操作，最低投标利率为 0.25%，总操作限额为 5000 亿美元；操作限额总量可由主席决定临时增加。</li> <li>■ 进行隔夜逆回购协议操作，发行利率 0.05%，每个交易对手每天不超过 1600 亿美元，每一交易对手的限额可由主席酌情临时增加。</li> <li>■ 在拍卖中展期美联储所持国债的所有本金，并将美联储所持机构债券和机构 MBS 的所有本金再投资于机构 MBS。</li> <li>■ 如需要，允许购买和再投资的金额与规定数额有一定偏差。</li> <li>■ 在必要时进行美元纸币和息票互换交易，以促进美联储机构 MBS 交易的结算。</li> <li>■ 联邦储备系统理事会投票批准在现有的 0.25% 的水平上建立一级信贷利率。</li> </ul>

资料来源: iFinD, 美联储, 平安证券研究所

同时，本次美联储专门发布了一份单独文件《美联储削减资产负债表规模的原则》，标志着美联储“缩表”决策已由讨论阶段进入市场引导阶段。文件从顶层设计角度就加息和缩表的目的和关系做出解释，重点强调两点：第一，政策利率的调整是美联储货币政策立场调整的主要手段（primary means）；第二，美联储预计，在开始上调联邦基金利率目标区间后，就会开

始缩减资产负债表规模。此外，文件中还提到“大幅”（significantly）缩减美联储资产负债表规模的计划。

图表2 美联储削减资产负债表规模的原则（2022年1月26日）

美联储削减资产负债表规模的原则（2022年1月26日）	
<p>联邦公开市场委员会（FOMC）同意，目前提供有关其<b>大幅</b>缩减美联储资产负债表规模的计划方法的信息是合适的。所有嘉宾都同意以下要点：</p>	
■	委员会认为 <b>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。</b>
■	委员会将决定缩减美联储资产负债表规模的时机和步伐，以促进其最大就业和物价稳定目标。 <b>FOMC 预计，美联储将在开始上调联邦基金利率目标区间后，开始缩减资产负债表规模。</b>
■	委员会打算通过调整系统公开市场账户（SOMA）持有的证券本金支付的再投资金额，以一种可预测的方式逐步减少美联储的证券持有量。
■	随着时间的推移，美联储打算保持所需的证券持有量，以在其充足的储备体系中高效和有效地执行货币政策。
■	长期而言，委员会打算在 SOMA 中主要持有美国国债，从而将美联储持有的国债对经济各部门信贷配置的影响降至最低。
■	委员会准备根据经济和金融发展情况，调整其减少资产负债表规模的方法的任何细节。

资料来源：美联储，平安证券研究所

## 2. 声明表述：预告很快开始加息

本次声明表述调整内容不多，总体淡化了新冠确诊数量激增的负面影响，而进一步强调由于美国通胀率已经显著高于 2%、且就业市场强劲，美联储将很快开始加息，但并未提到具体的加息节点和幅度。

图表3 美联储 2022 年 1 月和 2022 年 12 月议息会议声明原文比较

2022 年 1 月美联储 FOMC 声明（中文）	2022 年 1 月美联储 FOMC 声明（英文）
<p>■ <del>美联</del>联储致力于在这个充满挑战的时期使用其所有工具来支持美国经济，从而促进其最大限度的就业和价格稳定目标。</p>	<p>■ The Federal Reserve is committed to using its full range of tools to support the U.S. economy in this challenging time, thereby promoting its maximum employment and price stability goals.</p>
<p>■ 随着疫苗接种取得进展和强有力的政策支持，经济活动和就业指标继续<b>增走</b>强。近几个月来，受疫情影响最严重的行业有所改善，但仍继续受到新冠病毒<b>在最近几个月有所改善，但受到最近新冠肺炎病例急剧上升</b>的影响。近几个月来，就业岗位稳步增加，失业率大幅下降。与疫情和经济重新开放有关的供需失衡继续导致通胀水平上升。总体金融状况依然宽松，这在一定程度上反映了支持经济的政策措施，以及美国家庭和企业的信贷流动。</p>	<p>■ <del>With progress on vaccinations and strong policy support,</del> Indicators of economic activity and employment have continued to strengthen. The sectors most adversely affected by the pandemic have improved in recent months but <del>continue to be affected by</del> <b>are being affected by the recent sharp rise in COVID-19 cases.</b> Job gains have been solid in recent months, and the unemployment rate has declined substantially. Supply and demand imbalances related to the pandemic and the reopening of the economy have continued to contribute to elevated levels of inflation. Overall financial conditions remain accommodative, in part reflecting policy measures to support the economy and the flow of credit to U.S. households and businesses.</p>
<p>■ 该委员会寻求在较长时期内实现 2% 的最大就业率和通货膨胀率。为了支持这些目标，委员</p>	<p>■ The Committee seeks to achieve maximum employment and inflation at the rate of 2 percent over the longer run.</p>

会决定将联邦基金利率的目标范围区间保持在 0 到%至 1/4%之间。由于通货膨胀率已超过 2% 一段时间，委员会预计，将是适当的，以保持这一目标范围，直到劳动力市场的条件已达到与委员会的评估，最大就业的水平。考虑到通货膨胀的缓解和劳动力市场的进一步改善，委员会决定将其每月美国国债净资产购买金额减少 200 亿美元，每月机构抵押贷款支持证券净资产购买金额减少 100 亿美元。从明年 1 月。鉴于通胀率远高于 2%，劳动力市场强劲，委员会预计很快就会适当提高联邦基金利率的目标区间。该委员会决定继续降低每月的净资产购买速度，使其在 3 月初结束。从今年 2 月开始，该委员会将每月增持至少 4200 亿美元的美国国债，每月增持至少 2100 亿美元的机构抵押贷款支持证券。该委员会认为，每月降低净资产购买速度的类似举措可能是合适的，但如果经济前景发生变化，该委员会准备调整购买速度。美联储正在进行的证券购买和持有将继续促进平稳的市场运作和宽松的金融环境，从而支持信贷流向家庭和企业。

In support of these goals, the Committee decided to keep the target range for the federal funds rate at 0 to 1/4 percent. With inflation having exceeded 2 percent for some time well above 2 percent and a strong labor market, the Committee expects it will soon be appropriate to maintain this raise the target range until labor market conditions have reached levels consistent with the Committee's assessments of maximum employment. In light of inflation developments and the further improvement in the labor market, tfor the federal funds rate. The Committee decided to continue to reduce the monthly pace of its net asset purchases by \$20 billion for Treasury securities and \$10 billion for agency mortgage-backed securities, bringing them to an end in early March. Beginning in JanFebruary, the Committee will increase its holdings of Treasury securities by at least \$420 billion per month and of agency mortgage-backed securities by at least \$210 billion per month.—The Committee judges that similar reductions in the pace of net asset purchases will likely be appropriate each month, but it is prepared to adjust the pace of purchases if warranted by changes in the economic outlook.—The Federal Reserve's ongoing purchases and holdings of securities will continue to foster smooth market functioning and accommodative financial conditions, thereby supporting the flow of credit to households and businesses.

资料来源: iFinD, 美联储, 平安证券研究所

同时，本次美联储专门发布了《关于长期目标和货币政策策略的声明》作为另一份独立文件，在加息即将到来之际，希望进一步“说服”市场相信最大就业目标已经基本实现，以及美联储有能力 and 决心掌控美国通胀形势。

具体来看，文件提到：**1) 关于就业目标：**最大就业水平是一个基础广泛、具有包容性的目标，不能直接衡量，而且在很大程度上由于影响劳动力市场结构和动态的非货币因素而随时间而变化。因此，为就业规定一个固定目标是不适当的；相反，委员会政策决定必须根据对就业人数低于其最高水平的评估来作出，但要认识到这种评估必然是不确定的，而且需要加以修订，委员会在进行这些评估时会考虑各种各样的指标。**2) 关于通胀目标：**长期的通货膨胀率主要由货币政策决定，因此委员会有能力为通货膨胀制定一个长期的目标。委员会重申其判断，以个人消费支出价格指数（PCE）的年度变化来衡量，2%的通胀率与美联储的长期法定使命最为一致。委员会认为，长期通胀预期若能稳定在 2%，将有利于物价稳定和长期利率的调整，并增强委员会在面临重大经济动荡时促进最大就业的能力。为了将长期通胀预期稳定在这一水平，委员会寻求实现一段时间内平均 2% 的通胀。因此判断，在通胀持续低于 2% 的时期之后，适当的货币政策目标可能是使通胀率在一段时间内保持在 2% 以上。**3) 关于金融稳定：**可持续地实现最大就业和价格稳定取决于一个稳定的金融体系。委员会的政策决定反映了其长期目标、中期前景和对风险平衡的评估，包括可能阻碍委员会目标实现的金融系统风险。委员会的就业目标和通胀目标通常是相辅相成的。但是，在委员会判断这些目标不相辅相成的情况下，它会考虑就业不足和通货膨胀的偏离，以及预测就业和通货膨胀恢复到按其使命规定所判断的目标水平的可能时间范围。**4) 关于货币政策审查频率：**委员会打算在每年 1 月的年度组织会议上审查这些原则并做出适当的调整，并大约每 5 年对其货币政策战略、工具和沟通实践进行一次彻底的公开审查。

### 3. 鲍威尔讲话：不排除激进加息，无视市场波动

鲍威尔在声明发布半小时后发表讲话并接受采访。总的来说，鲍威尔对通胀风险抱有更强警惕，对于就业市场维持一贯乐观，进一步为加息作铺垫。在加息节奏上，其并未否认一次加息 50bp 的可能性；在缩表方面，其仅强调原则而非细节，但并未表示缩表决策需要与加息决策配合；面对近期资本市场波动，其反而乐见市场 price in 加息和缩表预期。

具体来看：

**1) 关于通胀：**有记者问，美联储自上次会议以来对通胀风险的看法是否有变化。鲍威尔称，大致不变、但可能略有恶化。有记者问，未来美国通胀回落的路径是怎样的？鲍威尔称，其**不指望 2022 年促使通胀顽固的因素都能缓解**，可能要等到 2023 年以后。不过，2022 年一些力量可能有助于通胀缓和，包括财政紧缩、供应链终会缓和等。有记者问，美联储遏制通胀的过程会不会伤害就业。鲍威尔称，其自认为通胀回落和就业市场稳定是一致的，目前**有空间去加息而不伤害就业**。

**2) 关于就业：**上一次（12 月会议）有位记者犀利提问，“您认为当首次加息后，就业市场还有进步空间吗？”这个问题旨在测试美联储是否是因惧怕通胀而加息（而非就业市场真正实现了“最大就业”）。鲍威尔当时回答：是的，比如劳动参与率可能还会进一步提升。本次会议鲍威尔进一步解释，“最大就业”的定义可能随经济周期的不同而变化，意味着美联储加息后的就业指标仍有进步空间；其也在开场白和记者问答中多次强调，疫情后一些人提前退休、健康因素等压制了劳动参与率，继而希望市场认识到，即使劳动参与率尚未恢复，美国仍可以在此阶段实现“最大就业”。无论这样的解释是否让人信服，市场需要明白的是，**美联储对于最大就业的判断主观性极强，在通胀压力面前，目前就业目标基本不对美联储决策构成约束**。

**3) 关于加息：**有记者问“未来美联储每一次会议是否都可能加息？”鲍威尔称加息路径是不可预测的，本次会议尚未对加息进行表决。但他补充道，**因经济复苏更快、通胀更高，本轮加息周期和 2015 年以后的周期会很不一样**。有记者问美联储是否可能一次加息 50bp？鲍威尔称委员会尚未决定，但强调其充分正视（fully appreciate）我们的处境与历史大不一样（通胀显著超调、就业非常紧俏等）。这说明，**面对不一样的经济情形，美联储自然可以选择不同于 2000 年 5 月以来（每次仅 25bp）的加息节奏**。我们认为，目前不能排除美联储一次加息 50bp 的可能性。

**4) 关于缩表：**本次很多问题都围绕缩表。首先，**鲍威尔反复强调，政策利率调整是美联储货币政策的主要方式**。其次，美联储资产购买在危机初期很有帮助，但目前已经不再需要，因此需要“大幅”削减资产持有规模。再次，其强调本次只是讨论原则，细节还未过多讨论，可能会在未来 2-3 次会议中继续讨论。最后，有记者问，加息和缩表之间是否有替代关系，比如缩表多少相当于一次加息。鲍威尔强调，目前尚未讨论细节，但会以可预测、有条理的方式大幅缩表。**综合来看，美联储于 3 月首次加息后，最早可能于二季度就开始缩表（假设美联储于 3 月和 5 月两次会议讨论后做出决策）**。

**5) 关于金融市场：**鲍威尔强调，美联储货币政策聚焦于实体经济。市场确实 price in 了加息和缩表预期，其认为这是合适的。美国金融稳定是更广义的，其认为资产价格上涨对经济而言总体是好事（而不是泡沫风险）。

**美联储 2022 年 1 月声明发布后，市场反应暂时积极：**美股和长债收益率涨幅扩大，道指一度涨 500 点，纳指涨超 3%，标普涨超 2%；10 年期美债收益率日内转涨、重上 1.80%。**鲍威尔讲话后，市场恐慌情绪加剧：**道指转跌，纳指涨幅收窄至不足 1%，现货黄金下逼 1820 美元，美元和各期限美债收益率涨幅扩大，10 年期美债收益率升破 1.88%，美元指数升破 96.5。

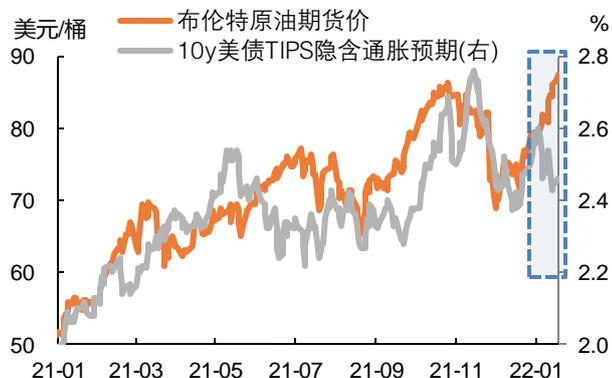
### 4. 美联储进一步重视通胀风险

IMF 最新发布的 2022 年 1 月经济展望中，预测 2022 年美国 CPI 通胀率高达 5.9%。即使考虑到美联储紧盯的通胀指标 PCE 的读数通常小于 CPI 读数，5.9% 的 CPI 同比增速对应的 PCE 同比增速也至少在 4% 以上，远超于美联储在 2021 年 12 月预测的 2.6%。这也侧面反映出市场和国际机构对美国的通胀预期已然升温。**如果 4% 以上的通胀率是美联储不能忍受的，那么美联储就需要展现遏制通胀的能力与决心，并尽量兑现其承诺**。

此外，我们在前期报告《当 10 年美债利率升破 1.9%》中指出，近期美国通胀压力只增不减。尤其需要关注两点：一是，近期国际油价在美联储紧缩预期中“逆势”上涨。围绕俄罗斯、乌克兰的地缘政治博弈升温，进一步刺激油价。美债市场的通胀预期原本因实际利率上行而有所降温，但近期因油价上行而“止跌”，使实际利率上行对美债名义利率的拉动更加明显。

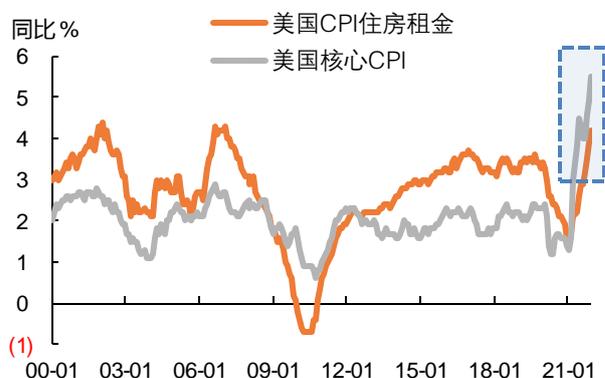
二是，美国住房租金开始加速上涨，加剧美国核心通胀压力。美国住房租金分项在美国 CPI 的比重达三成以上，且其滞后于美国房价的上涨，未来可能在房价压力下持续上涨。因此，美国住房租金的上涨可能使美联储缩表决心更加坚定，市场或进一步预计美联储将尽快缩减 MBS 持有，为美国房价降温。

图表4 油价上涨使美债市场通胀预期止跌



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表5 美国住房租金上涨加剧核心通胀压力



资料来源: Wind,平安证券研究所

## 5. 美联储的缩表目标与影响

美联储本轮缩表的核心目的在于，防止美债收益率曲线过度平坦化，继而不利于金融稳定。然而风险在于，在此过程中长端美债收益率可能较快拉升，继而对美股等风险资产施压。

我们在前期报告《当 10 年美债利率升破 1.9%》中给出初步判断：**2022 年上半年 10 年美债收益率或上行至略高于 2% 的水平**。随着美联储不断明确加息和缩表路径，美债利率定价将更由美国经济基本面决定：一方面，10 年美债实际利率向 0 靠近，基本回到新冠疫情爆发前水平，即仍有 40bp 左右的上行空间；另一方面，10 年 TIPS 隐含通胀预期或下行至 2.2% 左右，即存在 25bp 左右下降空间。

**展望 2022 年全年，我们认为，在美联储启动缩表的背景下，其或希望 10 年期美债利率达到 2.3% 左右，距离目前仍有 40-50bp 上行空间，但不应该把其上行节奏视为线性的，需要警惕美债利率大幅波动引发的全球市场波动风险。**

我们的判断依据是：据 CME FedWatch，截至北京时间 1 月 27 日（美联储议息会议前），市场预计 2022 年加息 4.2 次。假设 2022 年美联储加息 4 次至 1.00-1.25% 区间，参考上一轮美联储政策利率在 1.00-1.25% 的时期（2017 年下半年），2 年期美债利率中枢在 1.45% 左右，高于政策利率下限 45bp 左右；10 年美债利率中枢在 2.3% 左右，10 年与 2 年美债利差中枢在 80bp 左右。截至 2022 年 1 月 25 日，10 年与 2 年美债利差为 76bp，近一个月平均为 81bp。因此，如果 2017 年下半年的美债收益率曲线形态是美联储认为合适的水平，那么目前美联储即使尚未启动缩表、仅通过释放缩表信号，已经基本实

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\\_36722](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_36722)

