

3 月加息箭在弦上，全年节奏“前疾后缓”

——美联储 1 月货币政策会议点评

研究发展部分析师 白雪

事件：北京时间 1 月 27 日凌晨，美联储公布 1 月联邦公开市场委员会（FOMC）会议声明，宣布将基准利率维持在 0-0.25% 不变，但再次修改了利率前瞻指引，称“鉴于通胀远高于 2% 且劳动力市场强劲，委员会预计将很快适合上调联邦基金目标区间。”在购债指引方面，美联储表示将维持减少购债的规模不变：“将继续每月减少净资产购买，让它们（净购买）到 3 月初结束。从 2 月起，委员会将每月至少增持 200 亿美元的美国国债和至少 100 亿美元的机构住房抵押贷款支持证券（MBS）”。此外，美联储还公布了“缩表原则”指引，主要内容包括：改变政策利率将作为货币政策调整的主要手段、FOMC 将决定缩表时机和步伐、将维持证券持有量在足以高效执行货币政策的储备水平、将在 SOMA 中主要持有美国国债以降低对各经济部门信贷配置的影响等。

本次议息会议决议内容基本符合市场预期，但鲍威尔会发言后释放更多鹰派信号，包括提及“不排除每次 FOMC 会议都加息的可能性”、“在不威胁劳动力市场的情况下，有相当大的加息空间”等。会后资产价格和加息预期显示，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。

对此，东方金诚基本判断如下：

鉴于本次会议基本明确加息时点提前至 3 月，以及鲍威尔会后明显的鹰派表态，我们上调美联储全年加息次数的预期至 3-4 次。但全年看，面对疫情与经济增长的不确定性，今年美联储货币政策正常化操作将保持“既快又稳”的节奏，在“快速稳定通胀预期”与“尽量降低对经济与金融市场的扰动”之间做出校准与平衡。因此，加息节奏方面，我们仍维持“前疾后缓”的判断：上半年通胀形势严峻将令美联储保持鹰派立场，快速出手落实加息行动；下半年通胀回落、经济增长偏弱，将对美联储连续快速加息形成制约，相机抉择的特征将更加明显，加息节奏料将放缓。缩表有望最早在年中前后开启，缩表速度与节奏将显著快于上一轮。

具体分析如下：

决策重心转向“抗通胀”之后，美联储需要尽快开启加息操作以稳定通胀预期，3月加息几成定局；上半年美联储将维持较为鹰派的政策立场与加息节奏，下半年连续快速加息的紧迫性与必要性降低，美联储鹰派立场可能出现显著弱化，收紧节奏可能放缓。

本次议息会议声明提及“由于通胀远高于2%的目标并且劳动力市场强劲，预计将很快适当调高联邦基金利率目标区间”，鲍威尔会后发言也表示“如果条件允许，可能在3月加息”。基于美联储重大决策的强烈暗示基本会在下次会议上落实¹这一历史经验，可以认为，美联储基本明确了3月加息的预期。

可以看到，自去年年末美联储政策决策从“就业+通胀”的双重平行目标，转变为统一的抗通胀目标²之后，就业已不构成收紧政策的主要阻碍³，需要尽快开启加息操作以稳定通胀预期。考虑到自去年12月议息会议以来，美国通胀数据持续走高，CPI同比突破7%，叠加1月以来原油价格在地缘政治风险推动下再度刷阶段新高，预计3月会议前，在疫情干扰、供应链压力尚未缓解、劳动力供需扭曲仍存的背景下，美国通胀难现放缓迹象；同时，几大市场通胀预期（包括密歇根大学长期通胀预期调查数据、5Y5Y远期通胀预期，以及美债5年期通胀保值债券收益率）也均处于历史高位。这就迫使美联储尽快出手落实加息。根据本次议息会议的计划，3月启动加息几乎已是板上钉钉。

我们判断，上半年在3月开启加息后的紧缩初期，通胀形势总体依然较为严峻的背景下，美联储仍将通过维持鹰派政策立场、快速收紧货币政策，进一步强化对通胀预期的引导，加息次数将在2次左右。但全年来看，疫情与经济前景的不确定性要求货币政策保留一定的灵活性和可逆性。这就意味着，下半年随着通胀压力与通胀预期回落、经济减速，连续快速加息的紧迫性与必要性降低，美联储鹰派立场可能出现显著弱化，收紧节奏可能放缓。

相较于去年12月会议上对经济前景的乐观判断，本次会议声明重现并强调了疫情持续对经济增长前景的担忧，这将促使美联储在货币政策正常化路径中保留一定的灵活性与可逆性。本次纪要中提及“经济复苏因确诊病例急剧上升受挫”，鲍威尔也在会后强调本轮疫情“肯定会对一季度经济增长造成压力”。一方面，疫情的后续演变趋势较难确定，仍不能排除后续新病毒变种的出现，这可能会延

¹如2021年9月FOMC会议纪要强烈暗示Taper，11月会议正式宣布Taper计划。

²鲍威尔在1月11日的国会听证会上认为：“某种程度上，高通胀是对实现就业最大化和促成就业最大化的长期经济扩张的严重威胁。”原文为：“我们会使用工具促使通胀回落。一个原因是，要想就业市场如我们期望的一般表现强劲且又有高劳动参与度，就需要经济在更长时间维持扩张。而我们可以看到参与度的进展非常缓慢。同时，若想要长期扩张，则需要保持价格稳定。某种程度上，高通胀是对实现就业最大化和促成就业最大化的长期经济扩张的严重威胁。”

³从数据来看，近几个月虽非农新增就业数据偏低，但就业人数缺口已非常接近疫情前水平，失业率已降至4%以下，离职率及职位空缺率处于高位，说明劳动力市场偏紧，接近充分就业。而对于较低的劳动参与率，鲍威尔在会后发言中表态“需要适应”，这说明，短期内就业不构成收紧货币政策的阻碍。

缓经济及就业市场复苏，从而制约美联储收紧节奏；另一方面，财政刺激退坡及高通胀制约私人消费增长，且伴随货币政策收紧、拜登政府基建计划受阻、财政支持力度减弱，叠加企业利润增速下滑，2022年美国的经济也大概率减速。可以看到，近期IMF、世界银行等机构均大幅下调了对2022年美国经济增长的预期。我们判断，经济减速趋势将在加息开启后的下半年更为明显。同时，考虑到下半年通胀回落的方向较为确定，美联储连续快速加息的必要性也将随之降低。综合来看，这将意味着下半年随着经济减速叠加通胀压力减弱，美联储的鹰派立场可能会有所弱化，加息节奏可能放缓。

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”，但我们认为这一表述言过其实。无论是从通胀、经济基本面走势，还是金融市场风险，甚至美债期限利差来看，全年加息7次的频率显然过于激进，不具备现实条件。我们判断，全年加息次数在3-4次左右，货币政策将总体呈现“前疾后缓”的趋势，下半年相机抉择的特征会更加明显。

缩表有望最早在年中前后开启，缩表速度与节奏将显著快于上一轮。

尽管本次会议美联储给出了缩表原则指引，但缩表时间点、缩表幅度与节奏等具体细节仍不明确。不过，结合鲍威尔会后的讲话，考虑到美联储资产负债表规模庞大、久期较短，而同时通胀较高，市场流动性高度充裕⁴，可以确定的是，相对上一轮缩表，本轮缩表的时间点将显著提前，缩表幅度也将更大，缩表节奏将显著加快。

上一轮从提及缩表到实施缩表经历了7个月。考虑到鲍威尔表示缩表“可能会在首次加息后启动”，以及“用2-4次会议对缩表进行讨论”，从时点上判断，我们认为，缩表有望最早在加息2-3次时，即年中前后开启。本轮缩表大致过程可能和上一轮相同，但考虑到当前美国通胀压力较大，预计缩表节奏将显著快于上一轮。缩表方式上，根据“缩表原则指引”，美联储将会选择“被动缩表”，即让到期资产自动赎回，停止再投资，而非主动卖出，这将使每月缩减的资产规模保持可预测性，从而更有利于金融市场的稳定。此外，我们判断，缩表开启后，美联储仍将会根据经济、通胀及市场流动性形势变化作出暂停或加快缩表的调整。因此，实际缩表节奏的不确定性较高可能会加大资产价格的波动性。

⁴ 2021年8月以来，美国隔夜逆回购工具使用规模持续上升并保持在万亿美元以上，市场流动性保持充裕，能够较大程度上抵消缩表对市场带来的流动性冲击。此外，与上一轮缩表时相比，美联储在2021年8月新设立的“常备回购便利工具（SRF）”，使银行可以通过抵押美国国债、MBS等证券资产向美联储换取流动性，也能够缓解缩表冲击市场流动性的顾虑。

权利及免责声明：

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、研究观点等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以任何方式传播。未获书面授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方或/及发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

本研究报告的结论，是在最初发表本报告日期当日按照东方金诚的研究流程及标准做出的独立判断，遵循了客观、公正的原则，未受第三方组织或个人的干预和影响。东方金诚可能不时补充、修订或更新有关信息，也可能发出其他与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但没有义务和责任更新本报告并通知报告使用者。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本声明为本研究报告不可分割的内容，任何使用者使用或引用本报告，应转载本声明。并且，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

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_36813

