

2021年12月美联储议息会议简评

美联储正在与市场“赛跑”

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
FANCHENGGKAI146@pingan.com.cn



事项:

美国时间2021年12月15日,美联储公布12月FOMC会议声明,美联储主席鲍威尔接受采访。

平安观点:

- **货币政策:** 美联储12月议息会议宣布加快Taper,符合市场预期。美联储选择“加倍”目前的减码节奏,即从2022年1月开始,每月减少资产购买的金额由150亿美元提高至300亿美元,并于2022年3月完成Taper。与不改变节奏相比,美联储将总共减少购买资产1350亿美元。
- **声明表述:** 删除“通胀是暂时的”,且表示通胀已经超过2%一段时间,同时强调就业市场的进展,弱化变异病毒风险,为本次选择加快Taper描绘一个更加乐观的背景。
- **经济预测:** 1) **经济增长:** 上修2022年增速至4.0%(前值3.8%),认为2022年仍是美国经济“超常发挥”的一年。2) **就业:** 大幅下修2021年美国失业率至4.3%(前值4.8%),同步下修2022年失业率至3.5%(前值3.8%),但认为长期失业率为4.0%。我们认为,3.5%的失业率是本轮“最大就业”判定的重要参考。3) **通胀:** 上修2022年美国PCE和核心PCE通胀率分别至2.6%和2.7%。“2.6%”这一预测中位数,隐含的假设是2022年PCE月均环比在0.2%左右(2021年这一数字为0.45%,2019年为0.14%)。4) **点阵图:** 18位委员中有12位预计2022年至少加息3次。2022年利率预测中值由0.3%上升至0.9%。
- **鲍威尔讲话:** 总的来说,本次记者们最关心的问题仍然是“最大就业”的判定,因其关系到何时加息。比起上次,本次鲍威尔在该问题的回答上明显更加积极,体现了其想引导加息预期的意愿。不过,由于最终结束资产购买前仍有两次FOMC会议(2022年1月和3月),本次美联储仍未充分讨论最大就业问题,但鲍威尔多次提到美国就业恢复迅速(rapid),暗示首次加息不会太远。我们预计首次加息时点可能在2022年5月。
- **市场反应:** 鲍威尔讲话后市场反应积极,美股三大指数拉升,纳指、标普500和道指分别收涨2.2%、1.6%和1.1%;10y美债最高升破1.48%,收于1.46%左右;美元指数由最高96.8上方回落至96.3附近。
- **美联储正在与市场“赛跑”:** 一是,加息引导需要追赶市场预期,二是,紧缩节奏可能需要追赶其他发达经济体央行。往后看,美联储一方面需要在与市场的赛跑中尽量缩短差距,另一方面需要减少“鹰派意外”对市场造成的波动。对市场而言,不要低估美联储加快紧缩步伐的决心,但也不必过忧其扰动。市场对于美联储加快紧缩有了一定心理准备,未来美联储即使加快紧缩,市场或也不会因“意外”而恐慌。

1. 货币政策：加快 Taper

美联储 12 月议息会议宣布加快 Taper，符合市场预期。如我们在报告《美联储“放鹰”，是福是祸》中所预期的，美联储选择“加倍”目前的减码节奏，即从 2022 年 1 月开始，每月减少资产购买的金额由 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。如此，与不改变节奏相比，美联储将总共减少购买资产 1350 亿美元。其他货币政策基本不变，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 2021 年 12 月与 11 月议息会议声明比较：加快 Taper 节奏

2021 年 11 月美联储 FOMC 声明
<ul style="list-style-type: none"> ■ 从 2021 年 12 月 16 日起，将准备金的利率设定为 0.15%。 ■ 进行必要的公开市场操作，将联邦基金利率维持在 0 - 0.25% 的目标区间。 ■ 按照 10 月中旬公布的月度购买计划，完成将国债持有量每月增加 800 亿美元，将机构抵押贷款支持证券 (MBS) 每月增加 400 亿美元。 ■ 按照 12 月中旬发布的月度购买计划，完成系统公开市场账户持有的美国国债增加 600 亿美元，机构抵押贷款支持证券增加 300 亿美元。 ■ 在 11 月中旬开始的月度购买期间，将 SOMA 持有的美国国债增加 700 亿美元，机构 MBS 增加 350 亿美元。 ■ 在 12 月中旬开始的月度购买期间，将 SOMA 持有的国债增加 600 亿美元，机构 MBS 增加 300 亿美元。 ■ 在（2022 年）1 月中旬开始的每月购买期间，增加 SOMA 持有的美国国债 400 亿美元，增加机构 MBS 的 200 亿美元。 ■ 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。 ■ 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。 ■ 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。 ■ 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。 ■ 如需要，允许购买和再投资的金额与规定数额有一定偏差。 ■ 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。 ■ 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。

资料来源: iFinD, 美联储, 平安证券研究所

2. 声明表述：删去“通胀是暂时的”，对就业更加乐观

美联储 12 月议息会议声明中，删除“通胀是暂时的”，且表示通胀已经超过 2% 一段时间，同时强调了就业市场的进展，弱化变异病毒风险，为本次选择加快 Taper 描绘一个更加乐观的背景。

具体来看：1) 关于通胀，美联储删去“暂时性”一词符合预期（鲍威尔 11 月 30 日已经“吹风”），但并未用新的形容词来描述通胀，只是轻描淡写地说“通胀持续被抬升”，并未进一步强调通胀形势超预期。不过，本次声明删去了有关通胀目标的详细描述，承认目前通胀已经超过 2% 一段时间，进一步确认平均通胀目标已经实现。2) 关于疫情，虽然 Omicron 病毒已经出现，但声明中仅加了一句“包括新的变异病毒”（使经济风险客观存在）。这说明目前变异病毒的出现基本没有改变美联储紧缩节奏。3) 关于就业，新增了“就业岗位稳步增加，失业率大幅下降”等乐观性描述。我们认为，美联储在加快紧缩决策时，客观需要传达对经济和就业的乐观态度，缓解市场对于“滞胀”的担忧，才能说服市场其决策并非一种“迫不得已”，而是一种“主动而为”。

图表2 美联储 2021 年 12 月和 11 月议息会议声明原文比较：删去“通胀是暂时的”，对就业更加乐观

2021 年 12 月美联储 FOMC 声明 (中文)	2021 年 12 月美联储 FOMC 声明 (英文)
<ul style="list-style-type: none"> ■ <u>近几个月来,受疫情影响最严重的行业在最近几个月有所改善,但今年夏天新冠肺炎病例的上升减缓了它们的复苏。通货膨胀率上升,这在很大程度上反映了</u> <u>预计是暂时的因素有所改善,但仍继续受到新冠病毒的影响。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,导致一些行业的价格大幅上涨继续导致通胀水平上升。</u> ■ 经济前景的风险依然存在, <u>包括新的病毒变种。</u> ■ 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。由于通胀持续低于这一长期目标,委员会将在一段时间内实现通胀适度高于 2% 的目标,以便随着时间的推移,通胀平均达到 2%,而长期通胀预期将保持在 2%。委员会预计,在实现这些结果之前,将保持宽松的货币政策立场。委员会决定将联邦基金利率的目标区间保持在 0% 至 1/4%,并预计为了支持这些目标,委员会决定将联邦基金利率的目标区间保持在 0% 至 1/4%。<u>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,直到劳动力市场状况条件已达到与委员会对评估的最大就业评估一致的水平之前,维持这一目标区间将是合适的。通货膨胀已经上升到 2%,并且在一段时间内将会适度地超过 2%。鉴于自去年 12 月以来美国经济在实现委员会目标方面取得了进一步的实质性进展的水平。</u> ■ <u>考虑到通货膨胀的发展和劳动力市场的进一步改善,委员会决定开始将每月净资产购买速度降低 100 亿美元,用于购买美国国债,5 购买 200 亿美元国债和 100 亿美元购买机构抵押贷款支持证券。从本月晚些时候开始,该委员会将每月增持至少 700 亿美元的美国国债,每月增持至少 350 亿美元的机构抵押贷款支持证券。从 12 月的净资产的步伐。从明年 1 月开始,该委员会将每月增持至少 6400 亿美元的美国国债,每月增持至少 3200 亿美元的机构抵押贷款支持证券。</u> 	<ul style="list-style-type: none"> ■ The sectors most adversely affected by the pandemic have improved in recent months, but the summer's rise in COVID-19 cases has slowed their recovery. Inflation is elevated, largely reflecting factors that are expected to be transitory <u>continue to be affected by COVID-19. Job gains have been solid in recent months, and the unemployment rate has declined substantially.</u> Supply and demand imbalances related to the pandemic and the reopening of the economy have contributed to sizable price increases in some sectors <u>inued to contribute to elevated levels of inflation.</u> ■ Risks to the economic outlook remain, <u>including from new variants of the virus.</u> ■ The Committee seeks to achieve maximum employment and inflation at the rate of 2 percent over the longer run. With inflation having run persistently below this longer run goal, the Committee will aim to achieve inflation moderately above 2 percent for some time so that inflation averages 2 percent over time and longer-term inflation expectations remain well anchored at 2 percent. The Committee expects to maintain an accommodative stance of monetary policy until these outcomes are achieved. <u>In support of these goals, the Committee decided to keep the target range for the federal funds rate at 0 to 1/4 percent and. With inflation having exceeded 2 percent for some time, the Committee expects it will be appropriate to maintain this target range until labor market conditions have reached levels consistent with the Committee's assessments of maximum employment.</u> ■ <u>In light of inflation developments and the further improvement in the labor market, the Committee decided to begin reducing</u> reduce the monthly pace of its net asset purchases by \$120 billion <u>\$20 billion</u> for Treasury securities and \$510 billion <u>\$10 billion</u> for agency mortgage-backed securities. Beginning later this month, the Committee will increase its holdings of Treasury securities by at least \$70 billion per month and of agency mortgage-backed securities by at least \$35 billion per month. Beginning in December <u>in January, the Committee will increase its holdings of Treasury securities by at least \$640 billion per month and of agency mortgage-backed securities by at least \$320 billion per month.</u>

资料来源: iFinD, 美联储, 平安证券研究所

3. 经济预测：预计 2022 年美国经济和就业强劲、通胀可控

美联储 12 月发布的经济预测，与 9 月预测相比：

1) 经济增长：进一步下修 2021 年美国实际 GDP 增速至 5.5% (前值 5.9%)，相应上修 2022 年增速至 4.0% (前值 3.8%)，认为美国长期 (潜在) 增长率仍维持 1.8%，意味着 **2022 年仍是美国经济“超常发挥”的一年。**

2) 就业：大幅下修 2021 年美国失业率至 4.3% (前值 4.8%)，同步下修 2022 年失业率至 3.5% (前值 3.8%)，但认为长期失业率为 4.0%。我们认为，**3.5% 的失业率是本轮“最大就业”判定的重要参考。**

3) 通胀：大幅上修 2021 年美国 PCE 和核心 PCE 通胀率至 5.3% (前值 4.2%) 和 4.4% (前值 3.7%)，上修 **2022 年美国 PCE 和核心 PCE 通胀率分别至 2.6% 和 2.7%。**我们在报告《美联储“放鹰”，是福是祸》中预判，美联储对于 2022 年 PCE 同比预测或在 2.4-2.8%，表达通胀的可控性。“2.6%”这一预测中位数，隐含的假设是 **2022 年 PCE 月均环比在 0.2% 左右 (2021 年这一数字为 0.45%，2019 年为 0.14%)**，说明美联储认为 2022 年美国通胀率会略高于疫情前。

图表3 2021 年 12 月美联储经济预测

Variable	Median ¹				
	2021	2022	2023	2024	Longer run
Change in real GDP	5.5	4.0	2.2	2.0	1.8
September projection	5.9	3.8	2.5	2.0	1.8
Unemployment rate	4.3	3.5	3.5	3.5	4.0
September projection	4.8	3.8	3.5	3.5	4.0
PCE inflation	5.3	2.6	2.3	2.1	2.0
September projection	4.2	2.2	2.2	2.1	2.0
Core PCE inflation ⁴	4.4	2.7	2.3	2.1	
September projection	3.7	2.3	2.2	2.1	
Memo: Projected appropriate policy path					
Federal funds rate	0.1	0.9	1.6	2.1	2.5
September projection	0.1	0.3	1.0	1.8	2.5

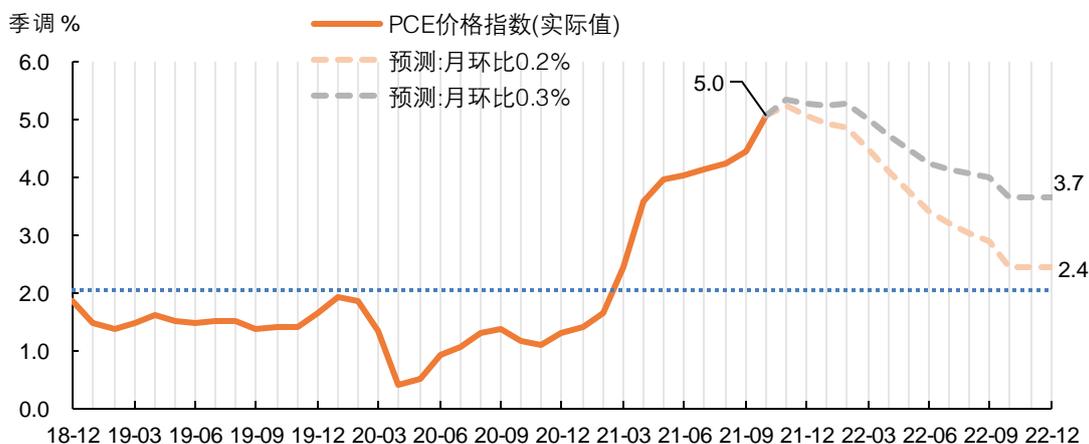
资料来源: 美联储 (2021.12.15), 平安证券研究所

图表4 2021 年 9 月美联储经济预测

Variable	Median ¹				
	2021	2022	2023	2024	Longer run
Change in real GDP	5.9	3.8	2.5	2.0	1.8
June projection	7.0	3.3	2.4		1.8
Unemployment rate	4.8	3.8	3.5	3.5	4.0
June projection	4.5	3.8	3.5		4.0
PCE inflation	4.2	2.2	2.2	2.1	2.0
June projection	3.4	2.1	2.2		2.0
Core PCE inflation ⁴	3.7	2.3	2.2	2.1	
June projection	3.0	2.1	2.1		
Memo: Projected appropriate policy path					
Federal funds rate	0.1	0.3	1.0	1.8	2.5
June projection	0.1	0.1	0.6		2.5

资料来源: 美联储 (2021.9.22), 平安证券研究所

图表5 美联储认为 2022 年 PCE 通胀率为 2.6% 左右，隐含假设是 PCE 月均环比在 0.2% 左右

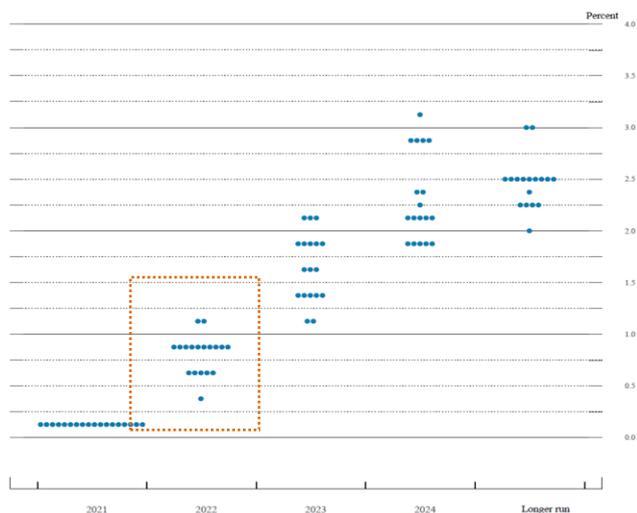


资料来源: Wind, 平安证券研究所

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

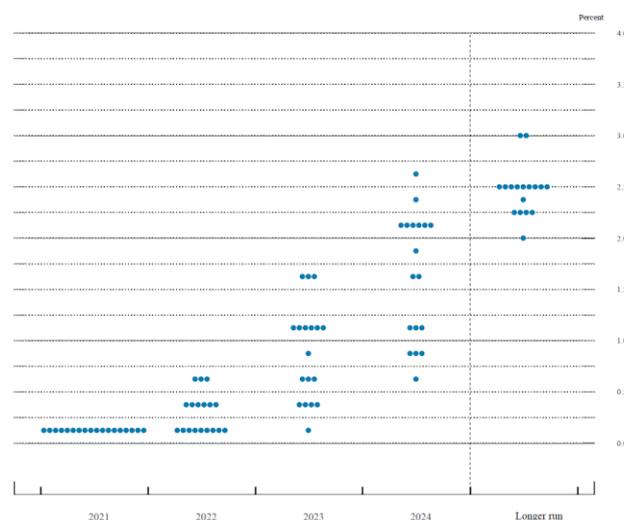
12月点阵图显示，没有官员预计2022年不加息，仅有1位预计只加息1次，5位预计加息2次，10位预计加息3次，2位预计加息4次，即18位委员中有12位预计2022年至少加息3次。因此，2022年利率预测中值由0.3%上升至0.9%。

图表6 2021年12月美联储点阵图



资料来源: 美联储 (2021.12.15), 平安证券研究所

图表7 2021年9月美联储点阵图



资料来源: 美联储 (2021.9.22), 平安证券研究所

4. 鲍威尔讲话：因就业恢复强劲，加息或很快到来

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，本次记者们最关心的问题仍然是“最大就业”的判定，因其关系到何时加息。比起上次，本次鲍威尔在该问题的回答上明显更加积极，体现了其想引导加息预期的意愿。不过，由于美联储最终结束资产购买前，至少仍有两次FOMC会议（2022年1月和3月），本次美联储仍未充分讨论最大就业问题，但鲍威尔多次提到就业恢复迅速（rapid），暗示首次加息不会太远。我们预计首次加息时点可能在2022年5月。

具体来看：

1) 关于“最大就业”：鲍威尔认为最大就业的定义是多维度的，包括失业率、工资、劳动参与等。但多次强调其个人认为，目前就业市场恢复速度很快（rapid）。有一位记者犀利提问，“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”）。鲍威尔巧妙回答：我认为是的，比如劳动参与率可能还会进一步提升（言下之意是，失业率等就业指标仍符合“最大就业”）。

2) 关于Taper与加息的关系：首先，鲍威尔进一步确认加息肯定在Taper结束以后。其次，他认为Taper和加息之间的间隔不会太长，强调本轮美国经济复苏是非同寻常的（言下之意是，上一次Taper与加息之间间隔1年，但不具有参考意义。）

3) 关于通胀：仍有不少记者关于通胀提问。一方面担心美国通胀是否会失控，另一方面，由于美联储对于2022年PCE的预测仍在一个可控范围内，有记者问2022年通胀回落的主要原因是否是美联储政策收紧。鲍威尔表示，通胀演绎确实有可能再超预期，但美联储的行动也会带来效果，旨在强调美联储有能力和工具管控通胀和通胀预期。

4) 关于金融稳定：市场能否承受加息也是广受关注的问题。鲍威尔提到美联储使用了成熟的框架来测试，其框架主要包括资产、债务、资金、杠杆四个风险维度，并认为总体而言风险可控。主要风险点在于新冠疫情发展不确定、其对经济的冲击也有不确定性。此外，也提到对于网络风险（cyber risk）的关注。

美联储 12 月议息会议声明发布后，市场面对 Taper 加快反应较为中性：美股上涨，10y 美债利率上行，美元小幅升值，黄金短暂跳水。而鲍威尔讲话后，市场反应积极：美股三大指数进一步拉升，纳指、标普 500 和道指分别收涨 2.2%、1.6% 和 1.1%；10y 美债最高升破 1.48%，收于 1.46% 左右；美元指数由最高 96.8 上方回落至 96.3 附近；黄金最高升破 1777 美元/盎司。

图表8 美联储 12 月议息会议后的市场表现：美股转涨、美债利率波动上行、美元先升后跌、黄金短暂跳水后反弹



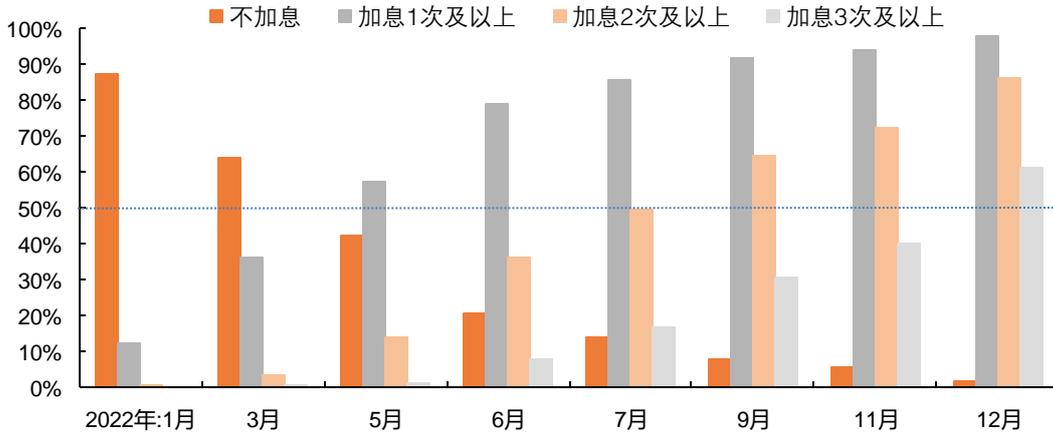
资料来源: Wind, 平安证券研究所

5. 美联储正在与市场“赛跑”

某种程度上，美联储正在与市场“赛跑”：一是，加息引导需要追赶市场预期，二是，紧缩节奏可能需要追赶其他发达经济体央行。

1) 美联储加息引导落后于市场预期。由于 2021 年以来美联储对通胀形势出现严重误判，“通胀暂时论”基本已被实际通胀数据所证伪，市场正在押注美联储“亡羊补牢”（激进加息以遏制通胀）。Omicron 变异病毒的出现，更进一步搅乱了市场预期。截至目前，美联储对于加息预期的引导仍然是有限的。在此背景下，市场表现得有些“内卷”——争先押注美联储比想象中更加鹰派。据 CME FedWatch，截至 2021 年 12 月 15 日，市场认为美联储在 2022 年 5 月至少加息一次的概率达 57.3%，认为 2022 年 9 月至少加息 2 次的概率达 64.8%，认为 2022 年 12 月至少加息 3 次的概率达 61.3%。换言之，目前市场预计 2022 年 5 月首次加息、2022 年全年加息 3 次以上。本次美联储点阵图显示，美联储的加息步伐基本赶上了市场预期。

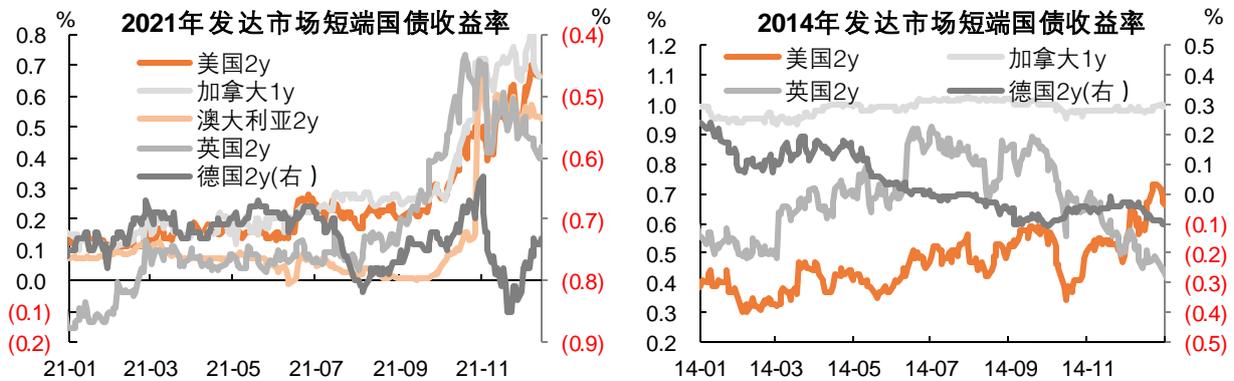
图表9 据 CME FedWatch, 目前市场预计 2022 年 5 月首次加息、2022 年全年加息 3 次以上



资料来源: CME FedWatch(2021.12.15), 平安证券研究所

2) 美联储紧缩节奏落后于其他发达经济体央行。与历史不同的是，本轮发达经济体的后疫情复苏之路是相对同步的，这意味着货币政策动向也有较强同步性。这体现在，2021 年发达市场短端国债收益率走势高度同步，而在 2014 年（上一轮美联储 Taper 期间）其走势是分化的。因此，本轮美联储行动与其他发达经济体央行决策可能相互影响。尤其需注意，与大部分紧盯 2% 通胀目标的央行相比，美联储的“平均通胀目标制”框架对通胀给予更多容忍，使得本轮美联储紧缩节奏更慢。在此背景下，当其他央行采取更加鹰派的举措时，市场可能怀疑美联储的耐心，继而押注美联储在“同辈压力”下加快紧缩。

图表10 发达市场短端国债收益率走势在在 2021 年同步、在 2014 年分化



资料来源: Wind, 平安证券研究所

往后看，美联储将如何与市场博弈？我们认为，美联储一方面需要在与市场的赛跑中尽量缩短差距，另一方面需要减少“鹰派意外”对市场造成的波动。对于美联储而言，在接下来 1-2 个月内，应进一步加强预期引导，尤其明确 Taper 结束后何时加息，继而需要明确“最大就业”的定义。对市场而言，不要低估美联储加快紧缩步伐的决心，但也不必过忧其扰动。当市场可能跑得比美联储略快时，市场对于美联储加快紧缩有了一定心理准备，未来美联储即使加快紧缩，市场或也不会因“意外”而恐慌。2022 年 1 季度及以后，随着美联储加息路线图逐渐明晰，市场波动有望缓和。

风险提示：新冠疫情发展不确定，美国滞胀形势超预期，美联储政策收紧超预期等。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2021 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 16 层
邮编：100033