

2021年12月15日

美联储12月议息会议：taper加速后的加息信号

- 美国东部时间12月15日，美联储将公布2021年12月议息会议结果。此次会议的主要有三大看点：
- 一是**美联储预计将向通胀投降**。即放弃对于“通胀走高是暂时性因素所致”的判断，这在鲍威尔此前的国会证词中已作了暗示。从一系列反映潜在通胀压力的指标来看，美国的高通胀很可能在2022年持续，而2021年11月末以来美联储官员的表态也显示其对通胀的担忧上升（图1、表1）。
- 二是**美联储有望加快taper的步伐**。我们预计每月削减资产购买的规模将从150亿美元扩大到300亿美元，这意味着taper将在2022年3月提前结束。
- 三是**美联储预计将暗示更早更快的加息**。12月公布的利率预测很可能显示2022年加息2次，明显高于9月时预测的0.5次；而2023年和2024年各加息3次，与9月相同，最终的利率水平仍为2.5%。
- 鉴于市场已经消化了上述预期，我们认为**此次会议的基调如果更偏鹰派，主要取决于美联储是否给出2022年加息3次的预测，以及是否暗示将考虑更早开始缩表**。
- 鉴于2022年上半年美国通胀仍有可能超预期回升（图2），我们预计**美联储将在taper结束后的下一次会议上开始加息**，这与当前市场的预期2022年5月的首次加息是一致的。
- 加息节奏方面，出于对12月议息会议很可能宣布加速taper的考虑，我们认为点阵图对于2022年加息的引导可能停留在两次而非三次，以免释放过于鹰派的信号而引发资产价格波动，但2022年在通胀压力下，本轮略显滞后的加息周期可能有所加速。
- 此外，2022年1月美联储票委即将转换，届时圣路易斯联储行长布拉德和堪萨斯城联储行长乔治两位“鹰派代表”将加入票委行列，后续对于加息的引导可能更为鹰派（图3）。
- 如果**美联储在2022年6月开启加息，那么在未来的半年内核心资产的走势如何？**我们复盘了最近三次加息周期（首次加息时点分别为1999年6月30日，2004年6月30日和2015年12月16日）开启前6个月内，美股、美债和美元的走势，我们发现：
- **美元指数往往偏强，尤其是在首次加息前3个月内**。汇率是对市场预期最敏感的资产之一，随着加息的条件逐步成熟，美联储官员发表暗示加息等鹰派言论的频率会越来越高，紧缩预期升温将推动美元走强。但**有趣的是随着加息临近，例如在首次加息前1个月左右，美元指数往往由升值转为震荡**，并且在加息靴子落地后出现阶段性的贬值行情。
- **美债收益率的“强势期”主要集中在首次加息前3个月内**。短端收益率的上涨，而期限利差在通胀开始升温、再通胀交易的支持下继续扩大或回落较慢，10年期美债收益整体将上涨。
- **美股的表现相对复杂**。一般而言，在美元表现强势的阶段，美股的表现偏弱，或震荡或下跌，尤其是首次加息前3个月内，股市的波动会明显加大。
- **2022年可能开启的加息周期和之前三轮最大的不同就是滞后**。前三轮加息周期在核心CPI同比增速即将升至或处于2%水平附近时开始加息，2022年的操作将明显滞后。这可能意味着最初的几次加息节奏偏快，**美元指数保持强势的时间可能更长**。通胀触及高点后期限利差的回落速度可能较快，**导致美债收益率的上涨空间受限**。而股市波动加大则是大概率事件。
- 对于国内市场而言，**美联储加息的提前或加速意味着中国央行的主要宽松窗口期将是2022年上半年，尤其是第一季度**（如图7和8所示，美联储加息阶段中国央行难以大幅宽松）。而一旦美联储开启连续加息，人民币存在阶段性贬值的压力，尤其是在2022年二三季度，并且很可能通过跨境资金流动放大A股的波动（图9）。
- **风险提示**：疫情扩散超预期，国内外政策超预期

证券分析师 陶川

执业证号：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

研究助理 邵翔

shaox@dwzq.com.cn

研究助理 段萌

duanm@dwzq.com.cn

- 1、《宏观月报20211213：2022年美国通胀如何见顶回落？》2021-12-13
- 2、《宏观周报20211211：中央经济工作会议释放的三条政策主线》2021-12-11
- 3、《宏观月报20211209：11月信贷：稳了地产，“冷”了谁？》2021-12-09
- 4、《宏观年度报告20211209：宏观大年的三条政策主线和资产配置逻辑》2021-12-09
- 5、《宏观月报20211209：就业的隐忧》2021-12-09

图 1: 2021 年 11 月, 美国各类通胀指标持续飙升

通胀指标	同比增速(%)	
	2020年11月	2021年11月
核心CPI	1.7	5.0
克利夫兰联储中位数CPI	2.2	3.5
克利夫兰美联储截尾平均CPI	2.1	4.6
亚特兰大联储黏性价格CPI	2.0	3.4
核心PCE	1.4	4.1
基于市场的核心PCE	1.3	3.8
达拉斯联储截尾平均PCE	1.8	2.6
旧金山联储周期性核心PCE	2.8	4.6
周期性敏感通胀(斯托克和沃森2019)	1.9	3.9

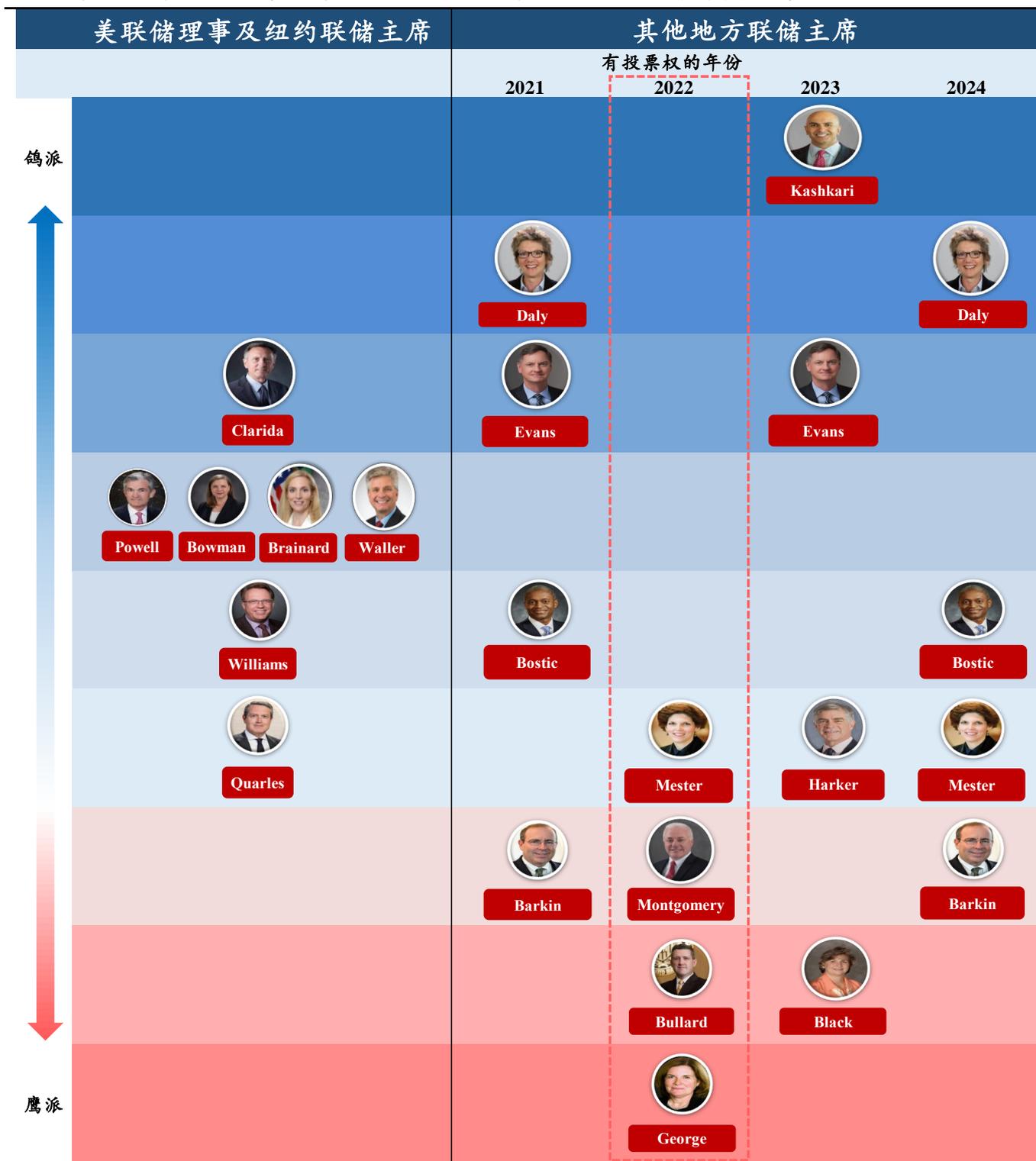
注: 绿色为在美联储的目标区间内(目标 $\pm 0.25\%$), 蓝色为目标减 0.25%至 0.5%, 橙色为目标加 0.25%至 0.5%, 红色为目标加 0.5%及以上, 紫色比目标减少值超过 0.5%
数据来源: Wind, 东吴证券研究所测算

表 1: 2021 年 11 月末以来美联储官员的表态也显示其对通胀的担忧加剧

官员	日期	美联储官员表态	职位	2021FOMC 投票权	2022FOMC 投票权
戴利	2021/11/24	如果通胀维持高位且就业增长保持强劲, 将对加快taper持开放态度。在加息问题上, 希望先看看明年一二季度的经济表现, 然后再做决定。预计美联储将在2022年底加息, 即使在两次加息之后, 美联储的政策仍将是宽松的。	旧金山联储银 长	有	无
沃勒	2021/11/19	劳动力市场的迅速改善和不断恶化的通胀数据促使taper加快, 并在 2022 年更迅速地取消宽松政策。美联储应将 1 月份将taper速度加倍, 以便在 4 月之前完成, 并为明年第二季度的首次加息提供更多政策空间。	美联储理事	有	有
鲍威尔	2021/11/22	高通胀对家庭造成了损失, 尤其是那些无法支付价格大幅上涨的食品、住房和交通等必需品的家庭。我们将使用我们的工具来支持经济, 以及打造一个强劲的劳动力市场, 并防止高通胀变得根深蒂固。	美联储主席	有	有
博斯蒂克	2021/11/26	对加快taper持开放态度, 这样官员们可以有更大的灵活性来应对通胀飙升; 如果经济保持现状, 联储可能在明年第一季度末, 第二季度初完成taper, 并于明年年中之前停止; 如果通胀仍然高企, 美联储完全有可能至少加息两次以防止其失控。	亚特兰大联 储行长	有	无
鲍威尔	2021/11/29	随着供需达到更好的平衡, 预计明年通胀将下降, 但南非变种毒株引发的疫情反扑使前景变得混乱, 并且价格继续上涨的时间可能比早先想象的要长。很难预测供应限制的持续性和影响, 但现在看来, 推高通胀的因素将持续到明年。	美联储主席	有	有
鲍威尔	2021/11/29	下一次会议将讨论是否适宜提前几个月完成taper, 而近两周将获得更多关于新变异毒株的数据和信息。现在是时候放弃“暂时”一词, 该词本意是暗指价格上涨“不会以通胀上升的形式留下永久痕迹”。在过去该观点很大程度上是基于供应链中断造成了通胀上升, 但是商品和劳动力供应不足的情况仍需要更长时间解决。	美联储主席	有	有
鲍威尔	2021/12/1	美联储需要准备好应对通胀无法在明年下半年回落的可能性; 将与政策制定同僚在即将召开的会议上以更快的速度taper。	美联储主席	有	有
威廉姆斯	2021/12/1	美联储官员在决定如何撤回货币政策支持时需要考虑最新新冠变种体扩大通胀所导致的供应链挑战; 如果这种变种体导致对目前面临短缺的商品和服务的持续需求, 并且如果它使其他领域的复苏停滞不前, 那可能会导致整体反弹速度有所放缓; 在下次政策会议上将有很多权衡因素, 包括更多有关通胀、就业和变种毒株的经济影响的数据。	纽约联储行 长	有	有
梅斯特	2021/12/1	加速taper对美联储来说无疑是更保险的举措, 能让美联储有更多的选择权。考虑到目前通胀高企, 就业强劲的经济数据, 非常支持这一举措。此外, 若明年通胀无显著回落, 美联储可以在必要的时候选择加息。鉴于对经济的了解, 支持在明年第一季度或第二季度初完成taper。	克利夫兰联 储行长	无	有
博斯蒂克	2021/12/2	为了应对通胀, 美联储在3月底之前结束taper是合适的。如果通胀在明年继续高达 4%, 这是一个很好的应该推动更多的加息的理由。美联储的价格稳定和充分就业这两个目标之间不存在“紧张关系”, 一旦美联储开始加息, 它可能会以“缓慢而稳定”的速度加息。如果通胀在未来一两年内没有像预期的那样消退, 美联储可能需要“采取更严厉的措施”来控制它。	亚特兰大联 储行长	有	无
戴利	2021/12/2	美联储官员可能需要开始缩减为经济提供的额外宽松措施, 并开始制定计划提高利率。	旧金山联储 行长	有	无
布拉德	2021/12/3	联邦公开市场委员会在即将举行的会议上可能希望考虑以更快速度取消宽松政策, 理由是通胀出人意料地高、经济增长强劲以及劳动力市场非常紧张并准备进一步加强。	圣路易斯联 储行长	无	有

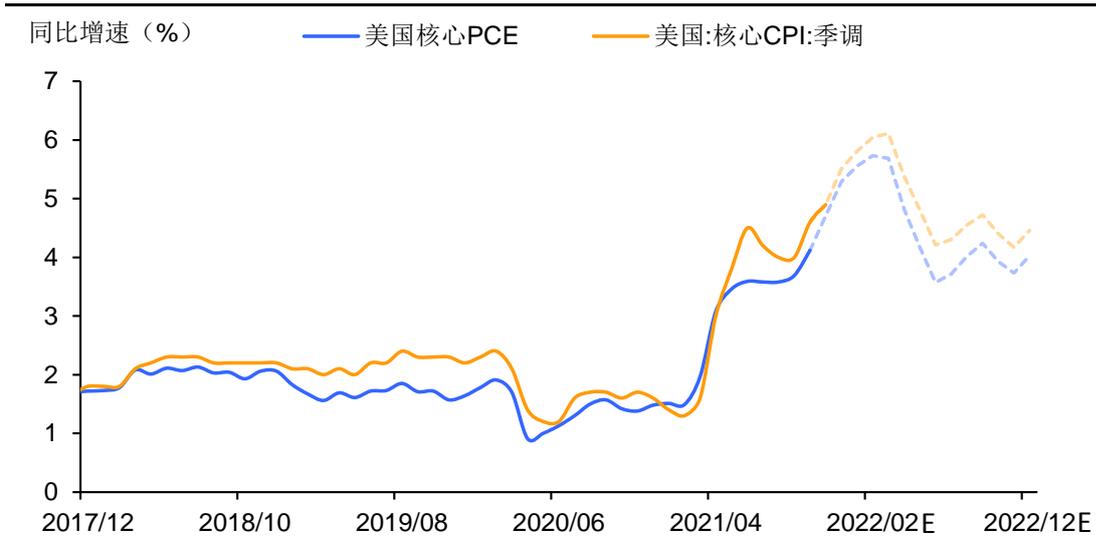
数据来源: 美联储官网, 路透, 彭博, 东吴证券研究所

图 2: 布拉德和乔治两位“鹰派代表”的加入下, 2022 年美联储议息会议票委阵容偏鹰



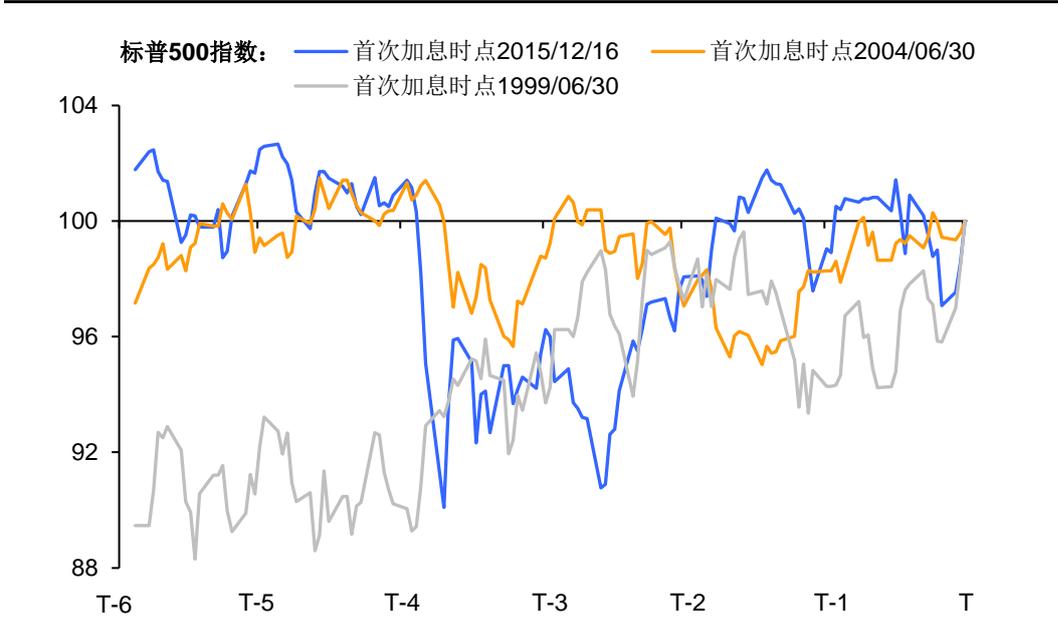
注: Montgomery 和 Black 分别代替了辞职的 Rosengren 和 Kaplan, 我们假定其鹰鸽偏向不变; Clarida 的任期将于 2022/1/31 结束
 数据来源: 美联储官网, 东吴证券研究所

图 3: 2021 年 12 月, 我们对美国核心 CPI 和核心 PCE 的预测



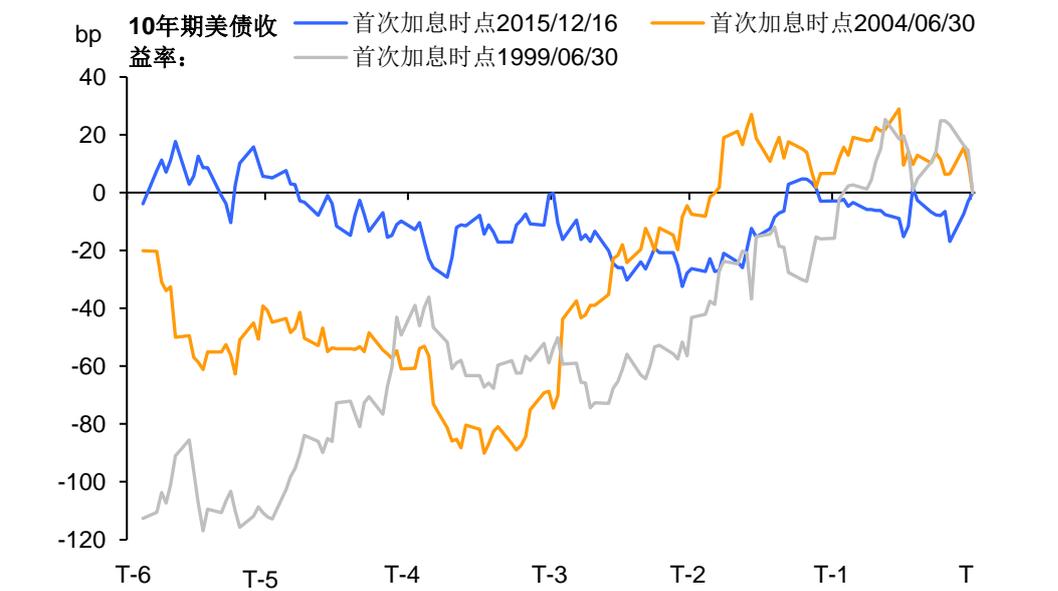
数据来源: Wind, 东吴证券研究所测算

图 4: 最近三次加息周期开启前 6 个月美股走势



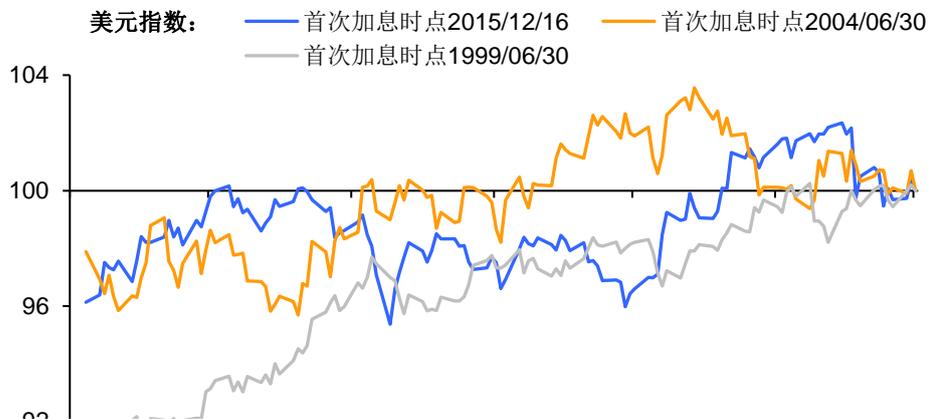
注: 将首次加息时点的价格设置为 100。
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图 5: 最近三次加息周期开启前 6 个月 10 年期美债收益率走势



注: 将首次加息时点的收益率设置为 0。
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图 6: 最近三次加息周期开启前 6 个月美元指数走势



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_31218



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>