

用加息预期打败加息

证券研究报告

2021年12月17日

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

向静姝 分析师
SAC 执业证书编号: S1110520070002
xiangjingshu@tfzq.com

相关报告

- 1 《风险定价-市场对经济工作会议如何反应?》 2021-12-15
- 2 《经济工作会议的新提法》 2021-12-13
- 3 《关注持续景气与困境反转两条主线——经济工作会议的行业投资机会》 2021-12-13

12月FOMC会议上鲍威尔没有对加息时间给任何明确指引,也明确表态不会在Taper时加息。

鲍威尔强调“充分就业”在加息决策中的重要性并明确表示“联储对就业市场的看法比点阵图更重要”,承认通胀超出了联储预测框架的同时,也降低了通胀在联储决策框架中的影响。

点阵图“明年三次加息”的预测其实并不牢靠。目前美国的经济状态类似2018年下半年,经济刚有向下的苗头(3季度环比折年GDP增速降至2.0%),但联储还在滞后性收缩。因此未来货币政策态度发生180度转向是可能的,类似2018年底-2019年初。

风险提示:美国通胀超预期,美国财政刺激超预期,美国货币紧缩超预期

12月FOMC议息会议上，美联储如期宣布加速Taper，按照当前的节奏，资产净购买将于明年一季度终结。对于市场最关心的加息决策，鲍威尔没有对加息时间给任何明确指引，也明确表态不会在Taper时加息。

决议公布后，风险资产由跌转涨。这次的市场反应和11月议息会议前后相似，会议前市场的鹰派预期打的很满，会议的措辞偏鹰但决定符合预期，之后指数反弹。

联储在声明中删除了“暂时通胀”的措辞，并决定将QE减量规模从当前的每月150亿美元翻倍至300亿美元——这两处变化鲍威尔已在月初的国会听证会上作出预告。目的是打压通胀预期，避免通胀预期自我强化为通胀螺旋，最终被迫加息。

在随后的记者问答中，鲍威尔强调“充分就业”在加息决策中的重要性并明确表示“联储对就业市场的看法比点阵图更重要”，承认通胀超出了联储预测框架的同时，也降低了通胀在联储决策框架中的影响。

未来触发加息有两种情景。第一种情景的触发点靠前，薪资持续上涨推高通胀预期，通胀预期自我强化为通胀螺旋，联储被迫提前加息。第二种情景的触发点靠后，前提是通胀没有失控，联储判断经济已达“充分就业”的门槛，经济持续高于潜在增速出现过热，联储主动加息。

第一种情景对市场而言是最差的结果，企业利润被薪资成本和融资成本压缩，估值被利率走高挤压。所以当联储用加速taper和改变对通胀的措辞来打压通胀预期时，市场的表现反而更加积极。

第二种情景依然是最理想的情况，但当前较低的劳动参与率是横亘在“充分就业”前的一大障碍。

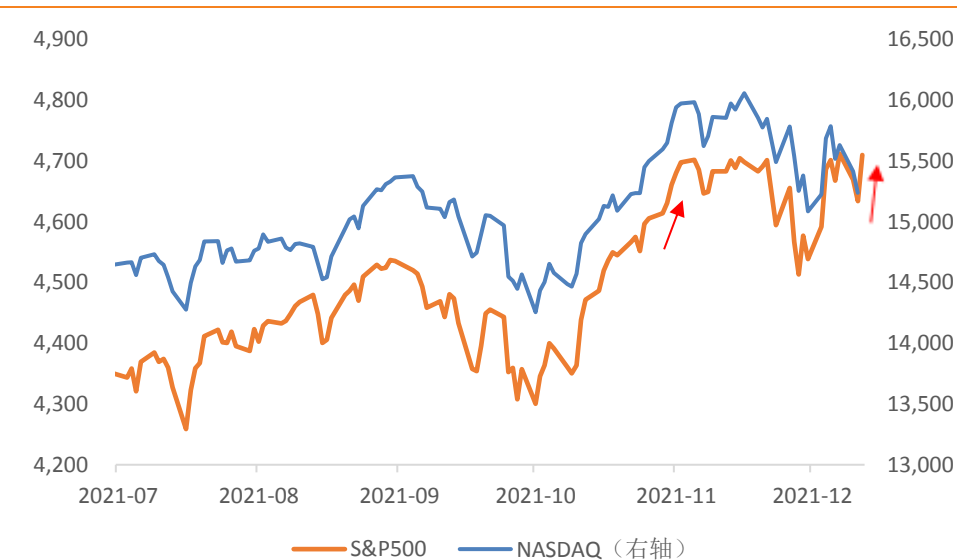
实际上美国通胀的二阶导拐点已经出现。11月CPI环比0.8%，薪资增速环比0.3%，均较上月有所下行。另外海运运费已经连续八周下降，集装箱滞留港口的数量也减少了三分之一。芯片短缺正在缓解，通用汽车和苹果手机均表示交货时间缩短，生产趋于正常。

未来当供应链瓶颈明显缓解、运输恢复正常后，此前因为供应链紊乱而过度累库的批发商会大幅减少订单、降价清理库存，困扰供应链的缺货和通胀问题，可能会转为去库和通缩。我们预计明年2季度美国CPI将快速回落，届时加息的必要性将大大下降。

而点阵图“明年三次加息”的预测其实并不牢靠。从历史看，点阵图基于的是联储票委对当时经济和通胀情况的线性外推，与后来实际的货币政策往往大相径庭。2015、2016、2019、2020年都是明显高估了经济和加息次数。

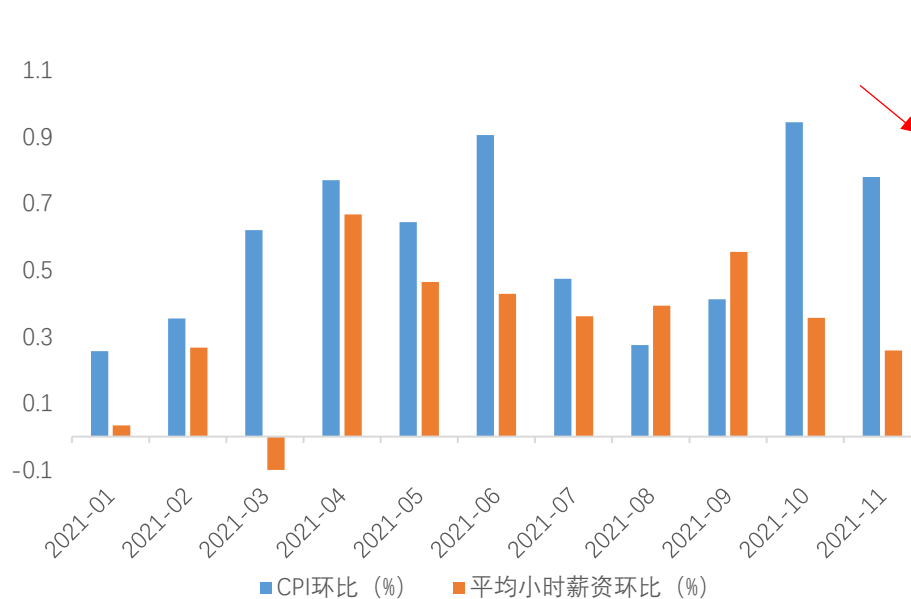
目前美国的经济状态类似2018年下半年，经济刚有向下的苗头（3季度环比折年GDP增速降至2.0%），但联储还在滞后性收缩。因此未来货币政策态度发生180度转向是可能的，类似2018年底-2019年初。

图 1: SPX 和 NASDAQ 今年 11 月以来走势



资料来源: Fred, 天风证券研究所

图 2: 今年以来 CPI 环比增速和薪资增速环比 (柱状图)



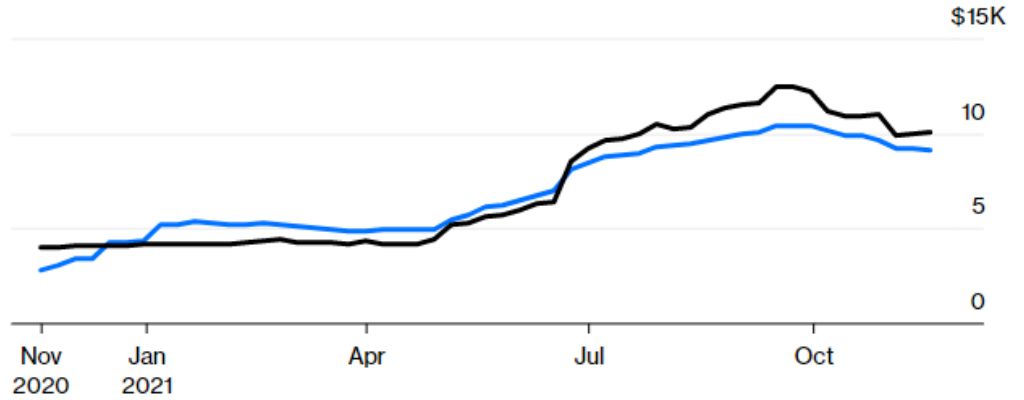
资料来源: Fred, 天风证券研究所

图 3：40 英尺集装箱的平均海运运费下降

The Worst May Be Over

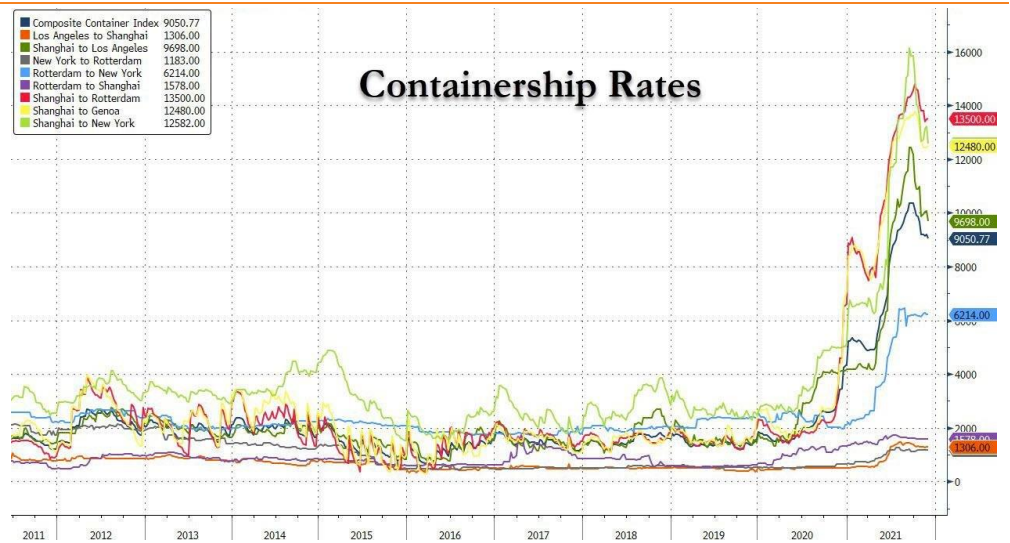
Shipping costs are still very high but they are trending down for a change

- Worldwide Composite Freight Rate Benchmark for 40 ft. Container
- Shanghai-to-LA Benchmark



资料来源：Drewry, 天风证券研究所

图 4：各航线海运运费在 11 月开始下降

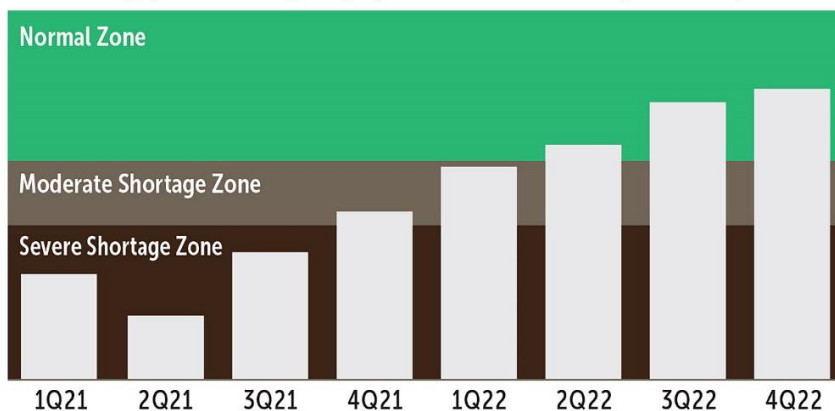


资料来源：Clarksons Research, 天风证券研究所

图 5: 半导体库存预计将回升

SEMICONDUCTOR INDEX

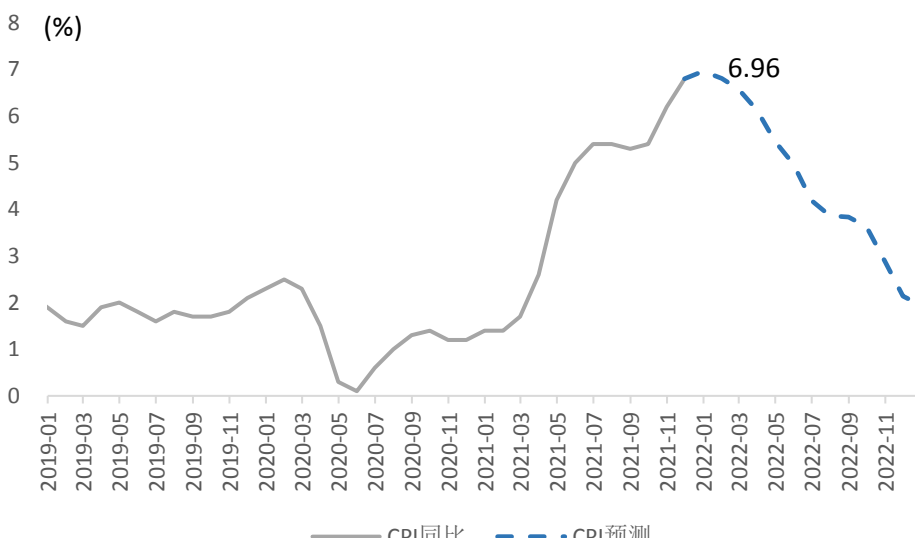
Based on supply chain tracking and projected worldwide inventory movement, 2021-22



Note: Q1 2021 is modelled estimate, subject to change based on actual financials reported by vendors

资料来源: Gartner, 天风证券研究所

图 6: cpi 预测明年二季度后加速下滑



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_31407



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn