

Taper 提速反馈逐现，美股市场波动加大

报告要点：

● 美联储抛弃“通胀暂时论”，货币政策正常化节奏加速

过剩的流动性以及供给失衡的问题大幅推高了通胀，迫使联储抛弃了“通胀暂时论”，货币政策正常化节奏加速，以争取在后续加息行动中获得更多的灵活性和主动性。其他各国央行也有动作，以加快收紧货币政策为主基调，抑制本国通胀及对美国加息创造缓冲以避免金融失衡。

● 联储转鹰预期被市场充分消化，相信对通胀的抑制，保守对待负面影响
基于联储转鹰预期被市场充分的消化，相信货币政策正常化对高通胀能够较好的抑制，而暂时保守看待流动性宽松逐步退出再到紧缩所带来的一系列影响。近期美股的繁荣与低迷的消费信心出现较强的反差，目前已出现小幅回调，未来需警惕缺乏流动性收紧叠加需求端的支持企业盈利的增长动力不足，从而导致对美股增长的支撑减弱，在不确定性事件的冲击下引发回调的风险。

● 后疫情时代，美国基本面是有条件的恢复

- 宽松的货币政策与充裕的流动性环境使得大企业 CEO 信心的提升；
- 基于疫后复苏的初衷，大规模的财政补贴也带来了消费的即期繁荣；
- 但由于以上的原因，在供给偏紧格局下通胀走高，让消费的读数和预期可能产生了一定程度的背离；
- 不管“繁荣能否持续”，美国至少已经在疫后经济的复苏中取得了资本市场暂时领先的冠冕，标普 500 的相对收益与美元指数跑赢新兴市场都是现实的最好解释，但对于繁荣的持续，我们保持一定怀疑；
- 货币政策正常化节奏的加速不意味着美联储的全面转鹰，而是对之前“通胀暂时论”一定程度的修正，在经济复苏和就业情况得到确认的前提下，选择加速 QE 的退出以尽量避免长期高通胀带来的不良后果的加剧。

● 展望后市，美股的波动可能增大，纳指上涨的支撑相对更弱

需要关注联储“加速缩减购债”后市场的反馈的逐步显现，以及未来加息正式开启对各类资产的影响，二者均代表着不确定性将进一步增加。不可否认的是实际购买量的下降仍可能对金融资产价格有影响，不排除短期内实际利率上行，金融市场波动加大的可能性。

加息的开启将强化美元指数走强的趋势，吸引全球资本的流入，享受美股与美元投资的双重红利，但我们也要重视加息节奏的加快是否会导致原本脆弱的“快复苏”经济失速，从而引发美股的下调的风险。目前来看，市场情绪显示纳指上涨的支撑相对更弱。

历史经验表明，加息周期中美股多以一定幅度的上涨接近加息节点；临近之前面对不确定性的增加出现区间震荡的行情，在加息落地（开启）后出现一定程度的下跌，随后反转上扬。而美元行情趋势性更强，即在加息预期引导下持续上行，于加息开启后短暂震荡再由涨转跌。基于历史规律的借鉴可以帮助我们择时选择适当的投资策略。

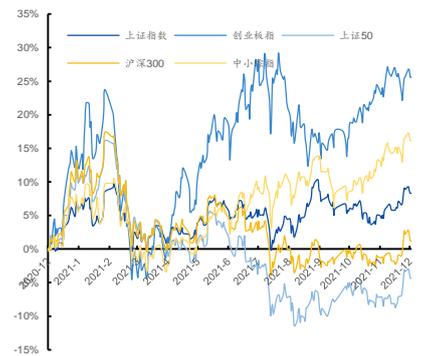
● 风险提示

加息节奏加快影响经济增长的风险；Omicron 病毒传播超预期的风险。

主要数据：

上证综指：	3,593.60
深圳成指：	14,569.18
沪深 300：	4,880.42
中小盘指：	4,887.84
创业板指：	3,629.66

主要市场走势图



资料来源：Wind

相关研究报告

- 国元证券策略研究：年度策略报告——2022 年各类资产展望：复杂环境下的投资，2021.12.20
- 国元策略：碳定价政策当下发展如何？，2021.11.28
- 国元策略：各类资产近期变化及展望，2021.11.15
- 国元策略：美联储 FOMC 会议点评：Taper 正式开启，符合预期，2021.11.04
- 国元证券（2021 年第 10 期）2021 年 11 月金股组合及投资逻辑，2021.10.31
- 国元策略：三季报业绩预告分析：上游强劲，下游偏弱，2021.10.26
- 国元策略海外研究系列：Taper 信号如期而至，货币正常化路径逐渐清晰，2021.9.29

报告作者

分析师	陈大鹏
执业证书编号	S0020520070002
邮箱	chendapeng_sh@gyqz.com.cn
电话	021-51097188
联系人	蔡雷鑫
邮箱	caileixin@gyqz.com.cn
电话	021-51097188

内容目录

1. 抛弃“通胀暂时论”，货币政策正常化节奏加速.....	4
1.1“通胀暂时论”不再，对通胀快速持续上行的表示担忧.....	4
1.2 货币政策正常化节奏加速.....	5
1.3 联储如何看待？.....	8
1.4 市场反应如何？.....	8
1.5 其他各国央行也有动作，以加快收紧货币政策为主基调.....	9
2. 美股的繁荣与消费信心的低迷.....	10
2.1 美股资产的性价比逐渐减弱.....	10
2.2 美股繁荣的背后其实离不开强 EPS 的支撑.....	12
2.3 消费信心的转向：通胀走高侵蚀购买力，消费信心低迷.....	13
3. 大型企业与中小企业预期分化.....	16
3.1 大型企业对未来预期的信心更加充足.....	16
3.2 小型企业则相对更加困难，对未来经济的乐观程度偏低.....	17
4. 疫情后美国基本面的恢复是有条件的.....	18
5. 以史为鉴，以往加息周期内标普 500 怎么走？.....	19
5.1 加息周期开启之前：一定幅度的上涨 → 区间震荡.....	19
5.2 加息开启之后：短暂回调 → 开始上扬.....	19
5.3 多个周期比较分析显示，美股在整个加息周期大概率以“收涨”结束.....	20
5.4 美元指数则表示出较强的趋势性：加息前上涨 → 加息开启后短暂震荡随后转跌.....	21
6. 上一轮 QE 再到加息执行的回顾.....	21
6.1 “渐进式”的量化宽松.....	21
6.2 2015 年“耐心”等待后，加息政策开始执行.....	22
7. 未来美股波动加大，市场情绪显示纳指上涨的支撑更弱.....	23
8. 结论.....	24
9. 风险提示.....	25

图表目录

图 1：全球各国普遍出现通胀走高的现象.....	4
--------------------------	---

图 2: 美股通胀水平已创近二十年以来新高	5
图 3: 联储缩减购债路径测算	6
图 4: 2021 年 12 月点阵图	6
图 5: 2021 年 9 月点阵图	6
图 6: 2022 年 3 月份与 5 月份利率预测情况出现拐点性变化	7
图 7: 美股繁荣的背后是强 EPS 的支撑	8
图 8: 土耳其通胀大幅上涨影响正常经济活动	9
图 9: 鲍威尔声明“通胀暂时论”暂时失效	9
图 10: 各国央行率先开启加息周期, 以收紧货币政策为主基调	10
图 11: 近十五年来美股涨势已经普遍超越其他发达国家	11
图 12: 当下美股估值较其他经济体偏高, 已不再便宜	11
图 13: 美股价格不断上涨的同时, 其资产性价比已逐渐走弱	11
图 15: 美元指数与 MSCI 新兴市场走势有一定负相关性	12
图 16: 美股繁荣的背后是强 EPS 的支撑	13
图 17: 疫情后的消费支出与全球金融危机后的累计增长相当	13
图 18: 消费者信心指数已经处于过去十年历史最低值	14
图 19: 消费者对金融机构的信心情况	15
图 20: 11 月数据显示, 零售消费环比增速放缓	15
图 21: 美国 CEO 经济展望指数与金融环境保持着较强的相关性	16
图 22: CEO 对经济的展望相对乐观, 但资本支出略弱	16
图 23: 中小企业对未来经济的乐观程度偏低	17
图 24: 货船在洛杉矶港外排队等待卸货	18
图 25: 加息周期开启之前: 一定幅度的上涨 → 区间震荡	19
图 26: SP500 在三次加息后的股指表现	20
图 27: IXIC 在三次加息后的股指表现	20
图 28: 美股在历史上五个加息周期中均以“收涨”结束	20
图 29: 美元指数在加息落地前上涨趋势明显	21
图 30: 美元指数在加息落地后短暂震荡随后转跌	21
图 31: 各项指标已经达到预期的水平, 加息政策徐徐展开	22
图 32: SP500 短期的走势尚有良好的市场情绪的支持	23
图 33: A/D Line 的背离意味着纳指可能率先出现回调	23

1. 抛弃“通胀暂时论”，货币政策正常化节奏加速

1.1 “通胀暂时论”不再，对通胀快速持续上行的表示担忧

2021年以来，在多种因素的共同作用下，美国出现了物价快速上涨的现象，叠加疫情的反复以及供应链瓶颈等一系列问题悬而未决，“短暂性通胀”的乐观评估被再次证伪。反观全球其他地区，可以看到包括美欧在内的主要发达经济体以及巴西、俄罗斯等在内的新兴经济体都不同程度地出现了通胀水平的走高。

图 1：全球各国普遍出现通胀走高的现象

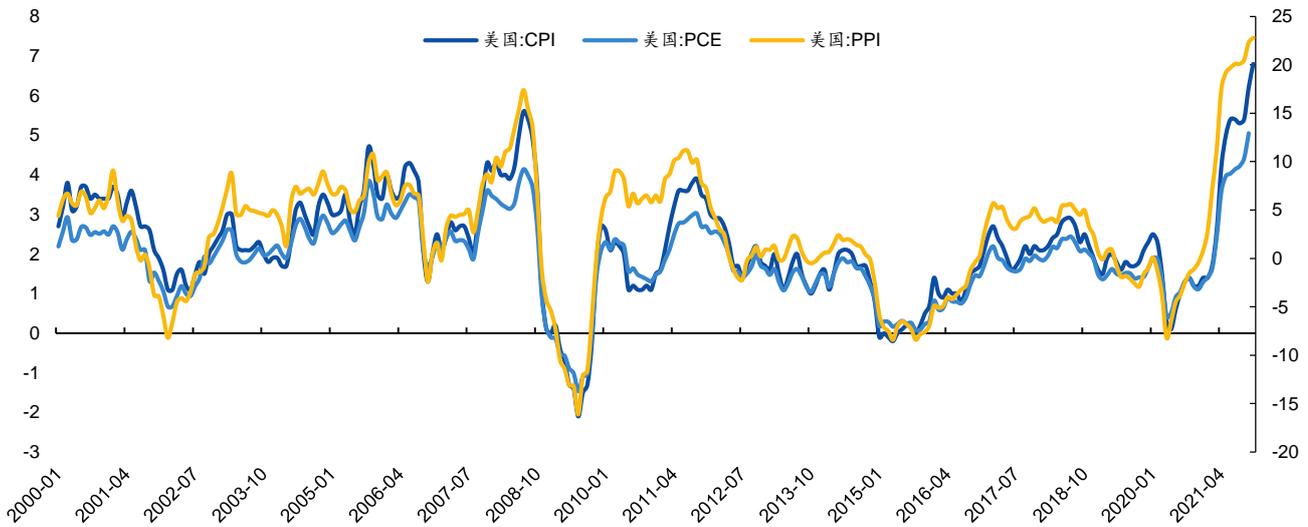


资料来源：Wind，国元证券研究所

根据最新数据，生产端来看：11月，美国核心生产者价格指数（PPI）同比上涨9.6%，日本PPI同比增长9.0%，10月欧元区PPI为5.4%，其中德国高达18.4%，为1951年来最高。消费端来看：CPI数据相对温和，但已开始与PPI携手上涨。11月，美国消费者价格指数（CPI）为6.8%，英国为5.1%，欧元区CPI初值也达到了4.9%，均大大高于央行设定的通胀目标区间。

可见后疫情时代经济的复苏与疫情的反复交相演绎，供需失衡的格局始终未被完全修复，在此背景之下，上游资源原材料产品价格是整体通胀走高的主要原因和催化因素，随后逐渐向消费端传导。

图 2：美股通胀水平已创近二十年以来新高（单位：%）



资料来源：Wind，国元证券研究所

我们在海外观察系列报告中持续跟踪了联储对于通胀的看法，由一开始的“坚持高通胀是暂时的”，再到后来维持“高通胀是暂时的”观点不变，但出现了“预计是暂时的”这一微妙的措辞变化（11月 FOMC 会议），最后到“抛弃了暂时性的表述”（12月 FOMC 会议）。新的会议中，将上次决议声明中的“疫情相关的供需失衡和经济复工已经助长一些行业的价格大涨”改成“疫情相关的供需失衡和经济复工已经继续助长通胀处于高水平。”

在联储态度的变化中，我们可以看到通胀问题的严重性逐渐增加，高通胀已经侵蚀了居民的正常生活水平，假如通胀继续走高，出于对高通胀的持续与对未来通胀调整后收入的下降预期，人们很有可能选择削减开支以应对，从而导致国民经济增速受到相应的影响。

在本次会议声明中，美联储明确了缩减债券购买规模比此前预告的要快，并预计可能在 2022 年多次加息，暗示美联储已经意识到控制通胀刻不容缓，搁置了通胀暂时论，并提高了控制通胀的重要性。

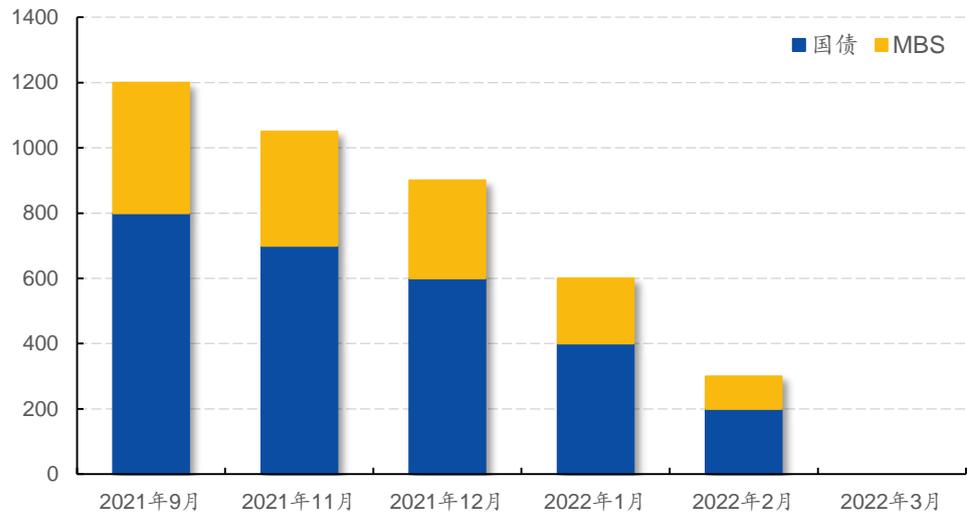
1.2 货币政策正常化节奏加速

➤ Taper 进度加快，按目前步伐，预计明年 3 月中旬结束 QE

在美联储的 11 月议息会议上，会议决定每个月减少 100 亿美元的国债购买及 50 亿美元的 MBS 购买由此推演，QE 削减将于 2022 年 6 月完成，届时美联储资产负债表体量将达到峰值。

而在 2021 年 12 月 16 日凌晨公布的最新信息，美联储 12 月议息会议宣布，维持基准利率不变。自明年 1 月开始，每月减少购债 300 亿美元（200 亿美元的国债和 100 亿美元的 MBS），并于明年 3 月中旬结束 QE。

图 3：联储缩减购债路径测算

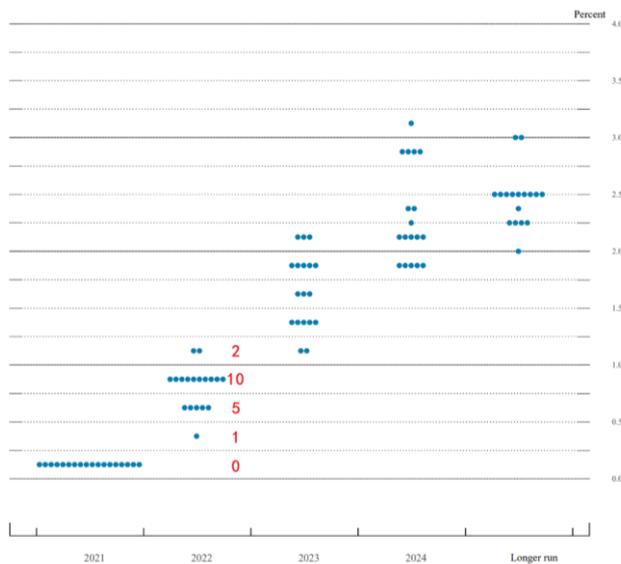


资料来源：Wind，国元证券研究所

➤ 加息预测改变，“点阵图”隐含 2022 年三次加息预期

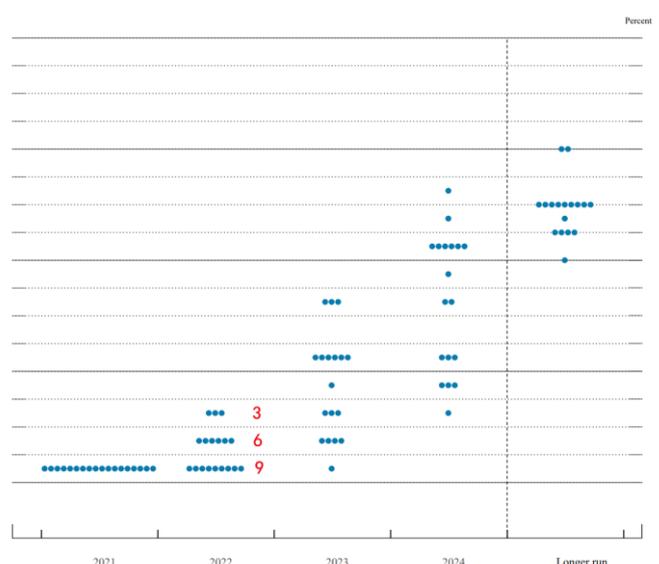
在最新的点阵图中，18 位成员均预期 2022 年加息，其中 17 位成员预期 2022 年至少加息 2 次（每次 25BP），占比超过 90.0%（9 月时为 16.7%）；其中，约三分之二的成员预期 2022 年至少加息 3 次（每次 25BP）。超 6 成官员认为 2023 年要继续加息 3 次，超 7 成成员认为 2024 年继续加息 2 次。

图 4：2021 年 12 月点阵图



资料来源：Fed，国元证券研究所

图 5：2021 年 9 月点阵图

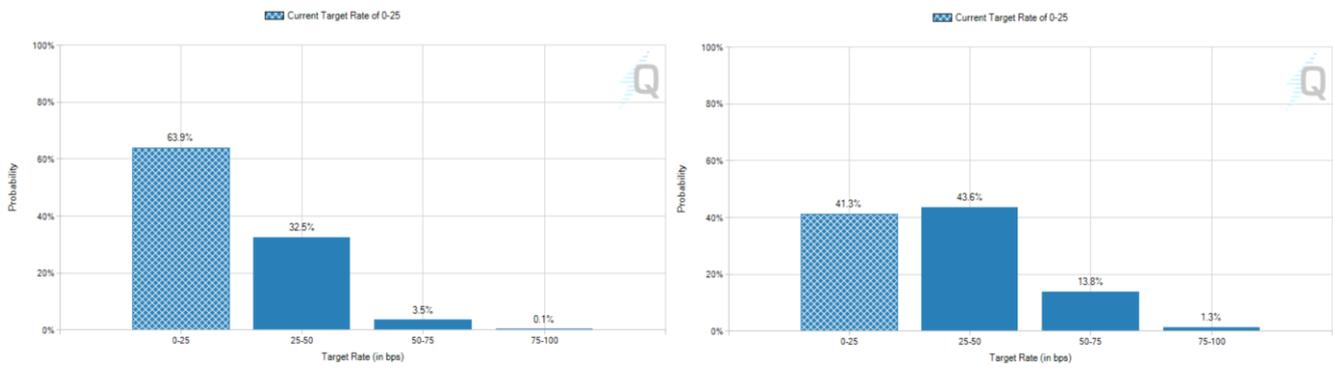


资料来源：Fed，国元证券研究所

根据 CME 对利率预测的统计,认为加息开启的主要预期在 3 月份与 5 月份之间出现了拐点性变化,三月份更多人(63.9%)认为利率仍将保持在 0-25 的基准不变,而有 32.5%的占比为基准利率可能上涨至 25-50 的 BP 区间。到了 5 月份,认为利率保持在 0-25 的 BP 区间的支持者仅有 41.3%,而其余支持者均认为利率可能会上涨至 25 个 BP 及以上。我们认为加息的开启的关键节点可能在 5-6 月,按照目前宽松退出的步伐,明年三月份结束 QE 后联储并不会立即加息,可能会视通胀与就业的水平对是否加息进行“再判断”,再择机启动加息。

可见 QE 结束离目前市场预测的加息开启拐点仍有 2 个月时间间隔,这也给予了联储在下一步加息行动更多的灵活性和主动性,视 QE 结束时经济恢复情况及通胀水平进行“再判断”。

图 6: 2022 年 3 月份与 5 月份利率预测情况出现拐点性变化



资料来源: CME, 国元证券研究所

表 1: 联储未来加息时间的各类预测占比

MEETING DATE	MEETING PROBABILITIES							
	0-25	25-50	50-75	75-100	100-125	125-150	150-175	175-200
2022/1/26	95.0%	5.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2022/3/16	58.2%	39.9%	1.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2022/5/4	38.9%	46.0%	14.5%	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2022/6/15	17.2%	42.0%	32.0%	8.4%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%
2022/7/27	12.5%	35.2%	34.8%	14.9%	2.6%	0.1%	0.0%	0.0%
2022/9/21	7.2%	25.7%	35.0%	23.2%	7.7%	1.1%	0.0%	0.0%
2022/11/2	5.4%	21.1%	32.7%	26.1%	11.6%	2.8%	0.3%	0.0%
2022/12/14	2.2%	11.8%	25.8%	30.0%	20.3%	8.0%	1.8%	0.2%
2023/2/1	1.8%	10.0%	23.2%	29.3%	22.0%	10.2%	2.9%	0.5%

资料来源: CME, 国元证券研究所

1.3 联储如何看待？

- 货币政策：美联储将基准利率维持在 0%-0.25% 不变；明年 1 月起，将每月资产购买规模由减少 150 亿美元增加到减少 300 亿美元。联储认为货币政策应该致力于支持美国经济，并已准备好在经济前景发生变化时调整缩债步伐。
- 经济前景方面，美联储称经济前景仍然存在风险，包括来自新毒株的风险。受疫情影响最严重的行业在最近几个月有所改善，但仍会受到影响。
- 通胀方面，即“通胀暂时论”被搁置，与我们上述分析中一致；
- 就业方面，美联储称就业稳步增长，失业率大幅下降。

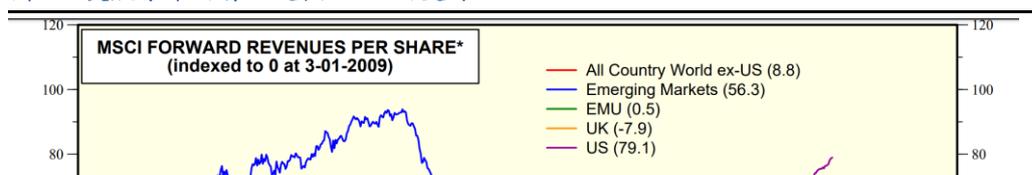
鲍威尔认为：“更高的通胀和更快的就业进展是加快缩债的原因。有望在明年 3 月中旬完成缩债。在缩债结束之前，美联储不会开启加息进程，同时其尚未针对完成缩债与开始加息的时间间隔做决定。缩债结束和开始加息之间不会间隔太长时间，可能在实现充分就业前加息。”

可见美联储在等待就业市场进一步恢复，但是市场上过剩的流动性以及供给失衡的问题大幅推高了通胀，迫使美联储重新开启并加快货币正常化进程。基于对通胀快速持续上行的担忧，希望在下一步加息行动中能争取更多灵活性和主动性，选择了加快 QE 退出的节奏。

1.4 市场反应如何？

基于对市场的坦诚与更高频次的沟通，在本轮货币政策的执行过程中显现的前所未有的顺利。美联储在本次会议中货币政策前景由之前的相对宽松转向了紧缩预期，市场的表现却并没有显现的特别悲观，市场的不确定性出清，美股当晚表现相对积极，全线大涨，但次日有所回调。

图 7：美股繁荣的背后是强 EPS 的支撑



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_31690

