

2021年12月27日

固定收益研究

研究所

证券分析师：靳毅 S0350517100001
021-61981375 jiny01@ghzq.com.cn
联系人：周子凡 S0350121010075
021-61981375 zhouzf@ghzq.com.cn

美联储可能加息的两条“暗线”

——美国宏观经济月报

相关报告

《大类资产周报：多数国家股市下跌，债市表现较好》*靳毅，吕剑宇——2021-12-20

《再融资债需求摸底，城投债怎么看？》*靳毅，姜雅芯——2021-12-20

《大类资产周报：海内外股市回暖，大宗商品分化》*靳毅，吕剑宇——2021-12-13

《大类资产周报：A股指数反弹，国债收益率上移》*靳毅，吕剑宇——2021-12-06

《——美国经济观察：美联储加息会提前吗？》*靳毅——2021-12-06

■ 美联储加息的两条“暗线”

美联储仍未实际“转鹰”，目前美联储联合拜登进行“预期管理”的意味更强。当前美国通胀的高企已经开始制约经济增长预期，但是就业市场的偏弱叠加疫情的扰动，联储实际“转鹰”可能并不合时宜，在此格局下，先做好通胀的预期管理更为重要。

虽然 Omicron “来势汹汹”，但是我们认为本轮疫情或难成为阻碍加息的关键变量。根据德州奥斯丁大学对 Omicron 传播进行的压力测试来看，美国本轮疫情可能不会持续太久，峰值大概率出现在 2022 年 1 月底 2 月初。因此，本轮疫情可能不会持续太久，从而对美联储加息节奏的影响有限。

如果说，美联储预期管理已经开始，而 Omicron 对加息的影响相对有限的话，那么 2022 年加息已经是“大概率事件”。除了经济上的考虑，我们认为政治上也倾向让美联储提早加息，2022 年影响美联储提前加息的两条“暗线”分别是：1) 控通胀才能缓解民主党“中期选举”隐患；2) 美股风险需要提前释放。

■ 2022 年 1 月美国经济的两大关注点

- 1) 《重建美好未来 (Build Back Better)》法案是否能在 2022 年 1 月中旬前有效推进？
- 2) 2022 年 1 月 25 至 26 日的议息会议。

■ 风险提示 美联储宽松超预期，Omicron 毒株传播超预期。

内容目录

1、 美联储加息的两条“暗线”	4
1.1、 预期管理“虽迟但到”	4
1.2、 Omicron 会成为阻碍加息的黑马吗?	6
1.3、 “加息前置”存在两条“暗线”	7
2、 2022 年 1 月美国经济两大关注点	10
3、 附录：美国宏观经济指标	12
3.1、 通胀：二手车和房租价格是主要贡献项	12
3.2、 就业市场：劳动力供给偏紧	13
3.3、 消费：需求已在顶部	14
3.4、 工业生产：实际库存有待回补	15
3.5、 地产投资：库存回补，房价继续走高	16
3.6、 国际贸易：港口拥挤依旧没有改善	17
风险提示	17

图表目录

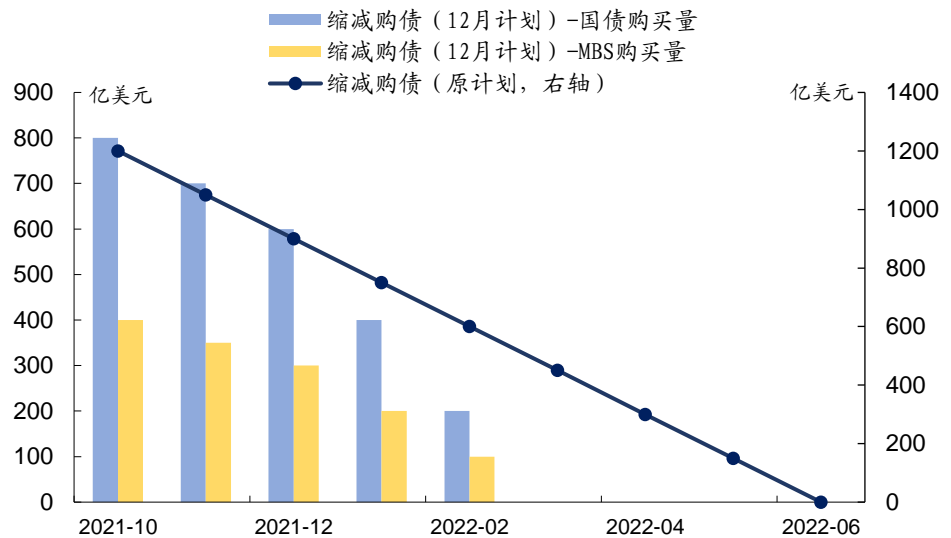
图 1: 美联储加快缩债节奏	4
图 2: 12 月份点阵图较 9 月份更为激进	5
图 3: 利率期限结构隐含加息市场预期	6
图 4: 通胀预期高位回落	6
图 5: Omicron 基本已经成为美国的主要流行毒株	6
图 6: 德州奥斯丁大学对未来 Omicron 的传播预测	7
图 7: 共和党在众议院的优势更大	8
图 8: 拜登支持率一路走低	9
图 9: 历届美国总统支持率与消费者信心指数	9
图 10: 过去四轮加息周期中美股表现	10
图 11: 美股席勒市盈率处于历史高位	10
图 12: 核心 PCE 创近 40 年新高	12
图 13: 远端通胀预期出现松动	12
图 14: 劳动力参与率较疫情前差距较大	13
图 15: 劳动力参与率带来的就业缺口难以压降	13
图 16: 新增非农就业人数	14
图 17: 离职率处于历史高位	14
图 18: 个人储蓄率已低于疫情前水平	14
图 19: 受“圣诞节”影响, 零售不弱	14
图 20: 耐用品消费占比出现回落	15
图 21: 消费者信心指数已从前期高位回落	15
图 22: 汽车产能扩张	15
图 23: 制造商库存实际水平处于历史低位	15
图 24: 地产“补库”仍在继续	16
图 25: 抵押贷款利率中枢不断抬升	16
图 26: 住房购买指数在联储“转鹰”后有所下滑	17
图 27: 房价支撑住房租金继续上涨	17
图 28: 贸易逆差边际收敛	17
图 29: 等待卸货船只被赶出 SAQA	17
表 1: 12 月美联储 SEP 经济展望	5
表 2: 德州奥斯丁大学对 Omicron 传播预测情景假设参数假设	7
表 3: 2022 年 1 月份美国重要经济数据披露时间	11
表 4: 11 月 CPI 3 级子项贡献率	12
表 5: PMI 子项热力图: 工业生产整体仍在恢复	15

1、美联储加息的两条“暗线”

1.1、预期管理“虽迟但到”

12 月份议息会议落下帷幕，美联储如期加快缩债节奏。1 月份起，美联储将额外减少每月 100 亿美元的国债购买规模和 50 亿美元的 MBS 购买规模，按此速率，美联储将比原先计划的缩减节奏快 3 个月，于 2022 年 3 月份提前完成缩减购债。

图 1：美联储加快缩债节奏



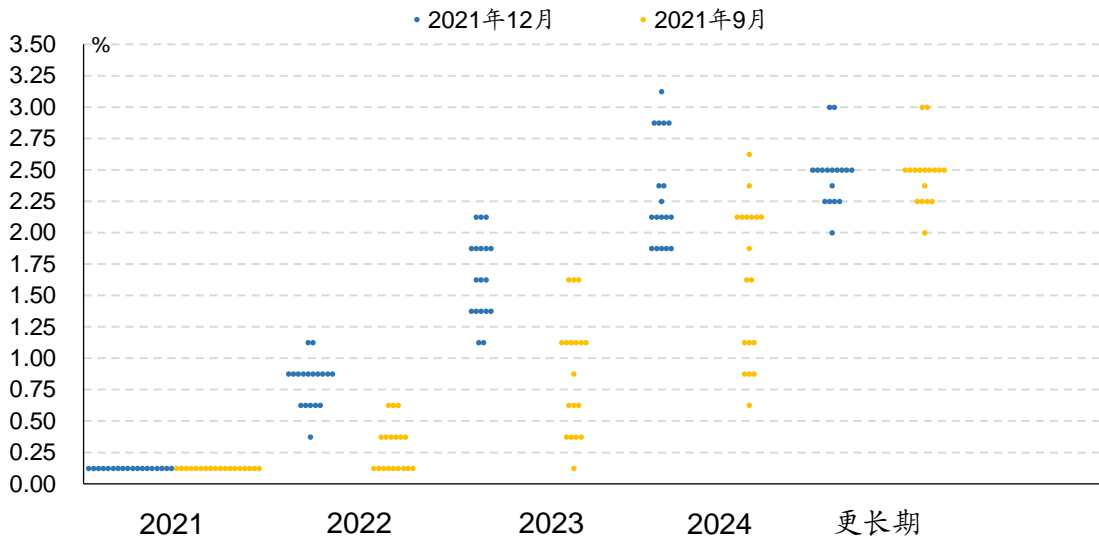
资料来源：Fed、国海证券研究所

11 月底，鲍威尔公开表示放弃通胀“暂时论”后，美联储对未来经济看法也较 9 月份时出现了边际转变：

(1) 点阵图显示官员对于加息态度更为激进。12 月份点阵图显示，联储官员对 2022 年联邦基金目标利率的预期中位数达 1.00%，如果按照每次加息 25BP 的节奏来推演，那么意味着 2022 年年底前可能会出现 3 次可能的加息。

(2) 上调通胀，下修失业。美国通胀并未如年中鲍威尔在杰克逊霍尔会议上预测的那样逐渐消退，不断创新高的通胀让联储官员放弃了通胀“暂时论”。与此同时，美联储下修了失业率预期。近两个月来，美国失业率下降迅速，但是就业市场依旧存在较大的就业缺口。造成这种现象的原因主要还是因为，美国劳动参与率的恢复受阻，简单来说，想找工作的劳动力人口大多数都已经找到了工作。因此，下修失业率，实则是下修了居民重返就业市场的速率。

图 2: 12 月份点阵图较 9 月份更为激进



资料来源: Fed、国海证券研究所

表 1: 12 月美联储 SEP 经济展望

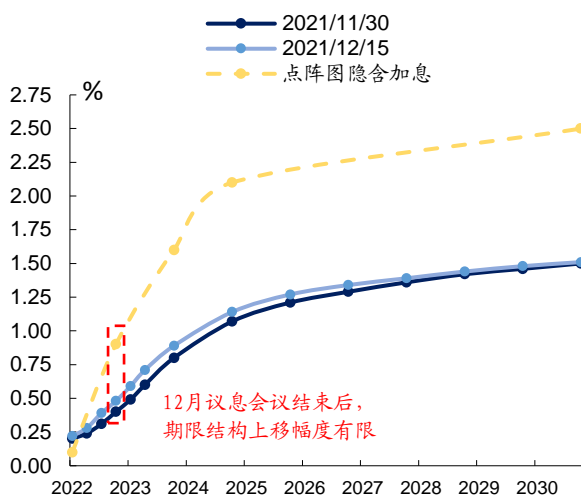
经济指标 (%)	中位数				
	2021	2022	2023	2024	更长期
实际经济增长	5.5	4.0	2.2	2.0	1.8
9 月份预期	5.9	3.8	2.5	2.0	1.8
失业率	4.3	3.5	3.5	3.5	4.0
9 月份预期	4.8	3.8	3.5	3.5	4.0
PCE	5.3	2.6	2.3	2.1	2.0
9 月份预期	4.2	2.2	2.2	2.1	2.0
核心 PCE	4.4	2.7	2.3	2.1	-
9 月份预期	3.7	2.3	2.2	2.1	-

资料来源: Fed、国海证券研究所

美联储看似在 12 月份“转鹰”，然而实际上，货币政策决议并没有太多超出市场预期部分，虽然点阵图显示可能的 3 次加息，但是从欧洲美元期限结构上来看，市场对美联储在 2022 年进行 3 次加息的操作并不“买账”。12 月份议息会议结束后，利率期限结构上移幅度有限，资本市场对于 2022 年美联储加息的预期仍为 1-2 次，每次 25BP。

我们认为，美联储仍未实际“转鹰”，目前美联储联合拜登进行“预期管理”的意味更强。当前美国通胀的高企已经开始制约经济增长预期，但是就业市场的偏弱叠加疫情的扰动，联储实际“转鹰”可能并不合时宜，在此格局下，先做好通胀的预期管理更为重要。目前，“预期管理”初见成效，从 11 月底开始，在白宫和美联储一系列组合拳下，通胀预期已经出现了一定程度上的降温。

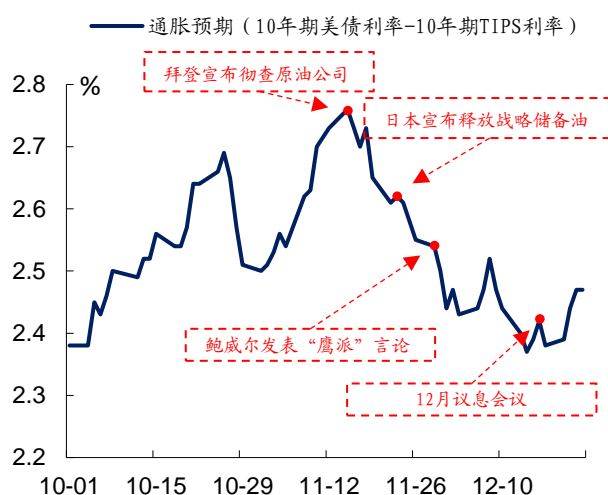
图 3: 利率期限结构隐含加息市场预期



资料来源: Bloomberg、Fed、国海证券研究所

注: 利率期限结构来源于欧洲美元期货和互换协议隐含利率

图 4: 通胀预期高位回落

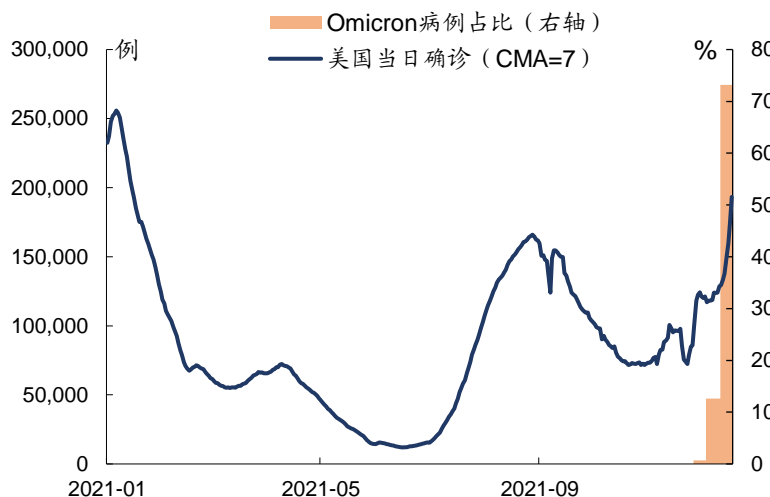


资料来源: Wind、国海证券研究所

1.2、Omicron 会成为阻碍加息的黑马吗？

自从 11 月底 Omicron 被发现以来，欧美国家的疫情有再度蔓延的趋势。目前，Omicron 已经成为美国流行的主要毒株，根据 CDC 的测算，美国目前有 78% 的新增病例是 Omicron 毒株。

图 5: Omicron 基本已经成为美国的主要流行毒株

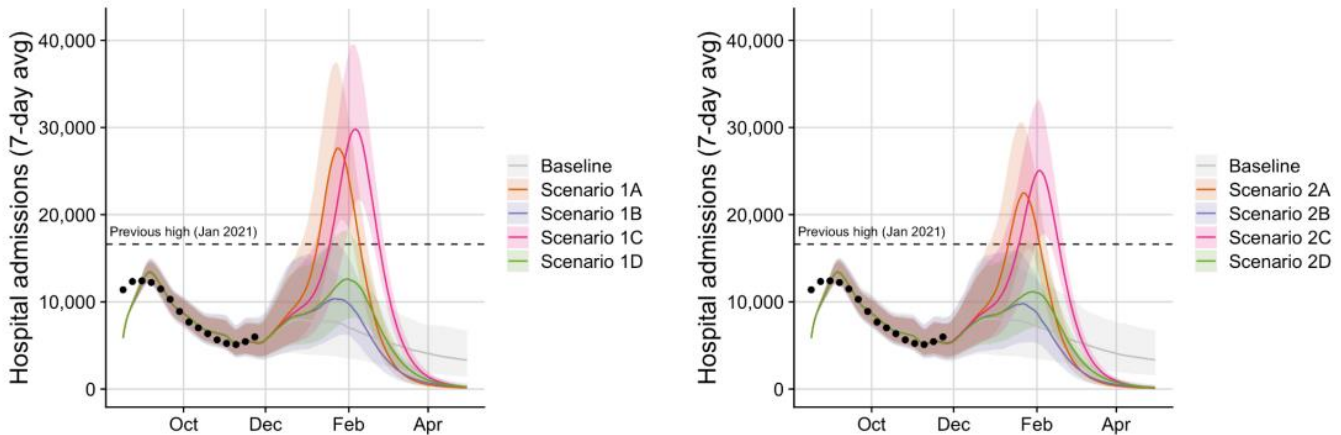


资料来源: CDC、Wind、国海证券研究所

虽然 Omicron “来势汹汹”，但是我们认为本轮疫情或难成为阻碍加息的关键变量。一方面，根据部分早期研究显示，Omicron 的致病的严重程度可能弱于 Delta。另一方面，美国目前的疫苗接种率不低，如果开展“加强针”接种，或许将进一步制约 Omicron 带来的威胁。

德州奥斯丁大学对 Omicron 传播进行了压力测试。对其传染性和免疫逃离能力做出 8 种情景假设，并推演未来的蔓延趋势。结果显示，虽然，本轮疫情的严重程度将取决于病毒各项参数表现，但是本轮 Omicron 疫情的高峰将会出现在 2022 年 1 月中旬至 2 月初。因此，本轮疫情可能不会持续太久，从而对美联储加息节奏的影响有限。

图 6：德州奥斯丁大学对未来 Omicron 的传播预测



资料来源：UT Austin、国海证券研究所

表 2：德州奥斯丁大学对 Omicron 传播预测情景假设参数假设

情景	感染性特征		病重性特征	
	传染性 (相较 Delta)	免疫逃逸 (相较 Delta, 传染)*	免疫逃逸 (相较 Delta, 住院)**	免疫逃逸 (相较 Delta, 死亡)**
基础情景 (假设不存在 Omicron)	N/A	N/A	N/A	N/A
Scenario 1A	155%	43%	32%	22%
Scenario 1B	150%	10%	22%	12%
Scenario 1C	100%	85%	32%	22%
Scenario 1D	80%	50%	22%	12%
Scenario 2A	155%	43%	10%	10%
Scenario 2B	150%	10%	0%	0%
Scenario 2C	100%	85%	10%	10%
Scenario 2D	80%	50%	0%	0%

资料来源：UT Austin、国海证券研究所

注：

*该值表示 Omicron 对之前接种过疫苗或者感染过非 Omicron 病毒的人群在感染 Omicron 上的保护性的减少；

**这些值表示 Omicron 对之前接种过疫苗或者感染过非 Omicron 病毒的人群在防止住院或者死亡上的保护性的减少

1.3、“加息前置”存在两条“暗线”

如果说，美联储预期管理已经开始，而 Omicron 对加息的影响相对有限的话，那么 2022 年加息已经是“大概率事件”。我们在前序报告《美联储加

息会提前吗?》中指出,房租、薪酬的上升将使得美国明年的通胀难以快速下行,在通胀超预期高企的格局下,美联储在通胀和就业间会毫不犹豫地选择先控通胀。

然而,除了经济上的考虑,我们认为政治上也倾向让美联储提早加息。正如前文所述,11月底以来,拜登和鲍威尔打出一套“预期管理组合拳”。虽然美联储长期以来标榜“独立性”原则,但是从拜登提名鲍威尔之后,鲍威尔的表态来看,白宫可能和美联储达成了某些方面的共识。我们认为影响美联储提前加息的主要因素除了经济的“明线”外,还有两条“暗线”:

(1) 控通胀才能缓解民主党“中期选举”隐患:

历史上的中期选举对美国执政党都不太友好。结合目前参众两议院的情况来看,目前共和党在众议院的优势更为明显。2021年众议院的格局为222席民主党对213席共和党,意味着民主党在中期选举丢失5个席位就将失去众议院的优势地位。

一般而言,政治倾向领先10个点以内的选区为“摇摆区”,目前“摇摆区”中,民主党议员选择退休的有6席位,对于民主党选举较为不利。

图7: 共和党在众议院的优势更大

选区	候选人	党派	退出选举原因	选区政治倾向
CA-37	Karen Bass	民主党	竞选市长	D+68.5
TX-30	Eddie Bernice Johnson	民主党	退休	D+55.8
MD-04	Anthony Brown	民主党	竞选司法部部长	D+54.2
CA-14	Jackie Speier	民主党	退休	D+53.8
NC-04	David Price	民主党	退休	D+31.5
VT-AL	Peter Welch	民主党	参议院竞选	D+27.5
PA-18	Mike Doyle	民主党	退休	D+26.0
FL-10	Val Demings	民主党	参议院竞选	D+20.8
KY-03	John Yarmuth	民主党	退休	D+19.9
NC-01	G.K. Butterfield	民主党	退休	D+7.0
NY-03	Tom Suozzi	民主党	竞选州长	D+6.2
TX-34	Filemon Vela	民主党	退休	D+4.8
AZ-02	Ann Kirkpatrick	民主党	退休	D+2.3
OH-13	Tim Ryan	民主党	参议院竞选	D+0.3
OR-04	Peter DeFazio	民主党	退休	R+1.0
FL-13	Charlie Crist	民主党	竞选州长	R+1.0
PA-17	Conor Lamb	民主党	参议院竞选	R+2.3

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_35167

