

美联储实际紧缩力度或不及预期

报告导读/核心观点

受通胀压力影响联储态度持续转鹰，美联储12月议息会议纪要进一步传递关于加息和缩表的鹰派信号。在就业渐进复苏的背景下，联储2022年是否能持续紧缩源自物价稳定和金融稳定问题的权衡。当前美国CPI尚未见顶的情况下联储需保持“表现鹰派”，Q1通胀压力难消的背景下预计频见联储官员的鹰派发言；通胀年内回落趋势确认后金融稳定问题将成为美联储紧缩的重要掣肘，2022年Q2美股在加息预期短期增强、经济下行压力加大的背景下可能因估值和盈利端的双重压力而大幅回调，联储的政策行为将受较大制约，全年实际紧缩力度可能不及预期。未来美股演绎重点关注两大时间点：一是首次加息的博弈，重点关注加息“从0到1”对估值处于高位的美股的挑战；二是如果美股经受住“首次加息”的考验则应将关注点转向“10年期-2年期”期限利差的变化，期限利差倒挂易刺破美股泡沫，该信号的本质同样是估值压力加大叠加经济前景恶化的组合，往往由美联储连续加息所致。

□ **受通胀压力影响联储态度持续转鹰，已对缩表的潜在速度和时间进行初步探讨**关于加息方面，会议纪要显示当前委员会成员对于首次加息时间预测的中位数位于2022年6月且未来有进一步前移可能，当前美联储对于加息明显持鹰派态度。

关于市场关注的缩表方面，本次会议纪要中较多篇幅涉及缩表，尤其是时间和速度。一是启动时间方面，伴随着整体宽松政策退出进程的前移，委员会开始讨论缩表的可能性，当前各成员对于缩表时间点的设想仍然较为模糊但给出了两方面原则性指引，一方面是缩表一定位于首次加息之后，另一方面是缩表距离首次加息的时间将短于上一轮政策退出（从上一轮经验来看，2015年12月美联储启动首次加息，2017年10月美联储启动缩表进程，首次加息到启动缩表时间间隔超过20个月）。

二是缩表速度方面，较多成员均认为本轮缩表速度应该快于上一轮缩表周期，结合当前联储委员的讨论推测：本轮缩表一旦启动，速度将渐进式提升，封顶速度可能位于500-1000亿美元/月之间（根据2017年的缩表经验，期初缩表速度为每月100亿美元，而后每季度增加100亿美元并在缩表速度升至每月500亿美元后封顶，500亿美元/月的速度维持超过半年后下调至350亿美元，此后在4个月后结束缩表）。

□ **Q1预计联储态度持续转鹰，但受金融稳定问题制约实际紧缩力度可能不及预期**我们认为当前联储态度迅速转鹰的核心仍是出于通胀的考虑，2021年12月以及2022年Q1美国CPI可能进一步上破7%。在此背景下美联储一方面需要通过鹰派的态度管理通胀预期；另一方面也需为自身预留政策主动权，防止通胀一旦失控政策急转弯对市场造成更大冲击。我们认为在Q1通胀压力难消的背景下，联储对于货币政策的表态将进一步加紧转鹰，Q1将频见联储官员的鹰派表态，但实际紧缩力度可能不及预期，实际加息次数大概率低于当前市场定价幅度（当前利率期货定价3月首次加息，年内加息3次），2022年可能难见缩表。原因如下：

一是预计美股回调风险将成为美联储加息最大掣肘。在就业渐进复苏的背景下，联储2022年是否能持续紧缩源自物价稳定和金融稳定的权衡；当前美国CPI尚未见顶的情况下联储需保持“表现鹰派”，但未来回落趋势确认后金融稳定问题将成为美联储紧缩的重要掣肘。我们曾于前期报告《先立后破，产业突围》中指出，2022年Q2美股在加息预期短期增强、经济下行压力加大的背景下可能因估值和盈利端的双重压力而大幅回调。12月议息会议纪要同样指出：“关于通胀和货币紧缩的担忧可能对风险资产价格产生压力”；美联储于11月发布的金融稳定报告中也继5月后再次指出：“风险资产价格普遍上涨，多数估值相对历史较高；如果风险偏好下降、遏制病毒的进展令人失望或复苏停滞，资产价格可能容易大幅下跌。”一旦美股因“加息预期”而大幅回调，联储的政策行为将受较大制约。

二是通胀压力将逐步回落。我们维持前期报告对2022年美国通胀的判断，CPI同比增速高点将现于Q1（2022年高点，也是本轮CPI上行高点），预计年末回落至3-3.5%区间。中长期通胀预期可能逐步回落，通胀层面给予联储的政策压力将逐步消退。

□ **2022上半年警惕美股回调，未来重点关注首次加息博弈以及期限利差倒挂**

美股方面，2022年上半年需警惕美股在紧缩预期、经济下行压力加大的背景下因估值和盈利端的双重压力而大幅回调；此后如果加息力度不及预期将逐渐修复此前跌

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

联系人：林成炜

执业证书编号：S1230120080050

邮箱：linchengwei@stocke.com.cn

相关报告

报告撰写人：李超

幅。我们认为未来需重点关注两大时间点：一是首次加息的博弈，需重点关注加息“从0到1”对估值处于高位的美股的挑战；二是如果美股经受住“首次加息”的考验则应将关注点转向“10年期-2年期”期限利差的变化，期限利差倒挂易刺破美股泡沫，这一信号的本质同样是估值压力加大叠加经济前景恶化的组合，往往由美联储连续加息所致。从当前10年期及2年期国债的收益率变化来看，当前期限利差已收窄至90BP以内，可能在4次加息后出现收益率的倒挂。

美债收益率短期冲高后全年前高后低中枢下行，美元高位震荡后逐步趋于下行
美债方面，我们认为上半年美债收益率在实际利率上行和通胀预期下行的交替过程中可能呈宽幅震荡，受联储紧缩预期影响，震荡过程中10年期美债收益率高点可能阶段性超过21年1.78%前高（包括非农数据的超预期修复均可能加剧紧缩预期并阶段性推升收益率）；下半年加息力度不及预期将使得政策利率的约束减少，美债收益率将反映通胀和基本面双双回落的预期，全年呈前高后低，中枢下行态势。1月以来美债收益率的上行均由实际收益率所驱动，符合我们此前预期。

美元方面，我们维持此前判断，短期加息预期可能驱使美元指数继续高位震荡；当前市场对欧美货币政策背离的定价已达到较为极致的状态，2022年美国加息力度不及预期（欧美货币政策背离程度将在2022年收敛，欧央行对通胀问题较为乐观且受到债务问题制约已多次指出2022年加息概率极低，详细可参考前期报告《发达国家央行是否会出现加息潮》）以及欧洲补库即将滞后于美国启动，美元指数预计重回下行通道并下探90。

风险提示：疫情超预期导致宽松周期延长；通胀超预期导致美联储快速收紧。

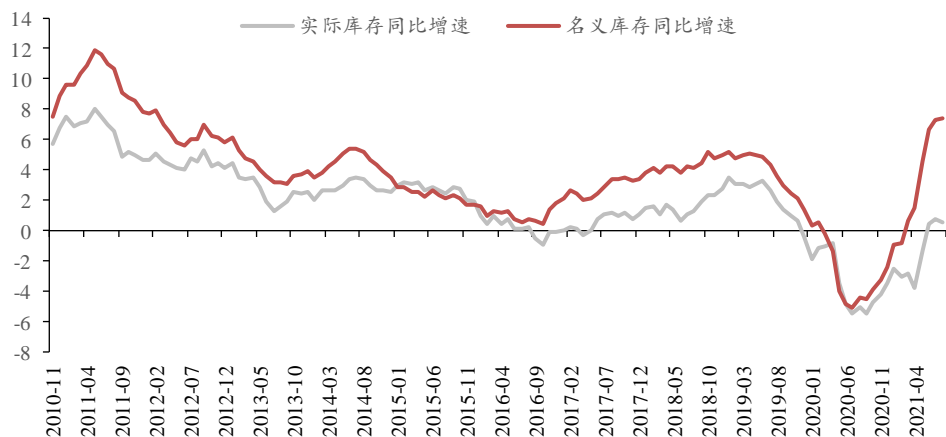
1. 重要图表

表 1：2017-2019 年间美联储缩表节奏复盘

时间	缩表节奏
2017年10月	缩表正式启动，每月减持60亿美元国债和40亿美元MBS（每3个月减持规模翻倍，减持主要通过减少到期再投资的方式开展）
2018年10月	每月减持规模300亿国债和200亿美元MBS，缩表速度触顶（每月500亿美元）
2019年5月	每月缩表规模由500亿美元下降至350亿美元（国债每月减持150亿美元，MBS减持200亿美元，部分MBS到期转投国债）
2019年9月	结束缩表，美联储资产规模由缩表期初的4.5万亿美元下降至3.9万亿美元

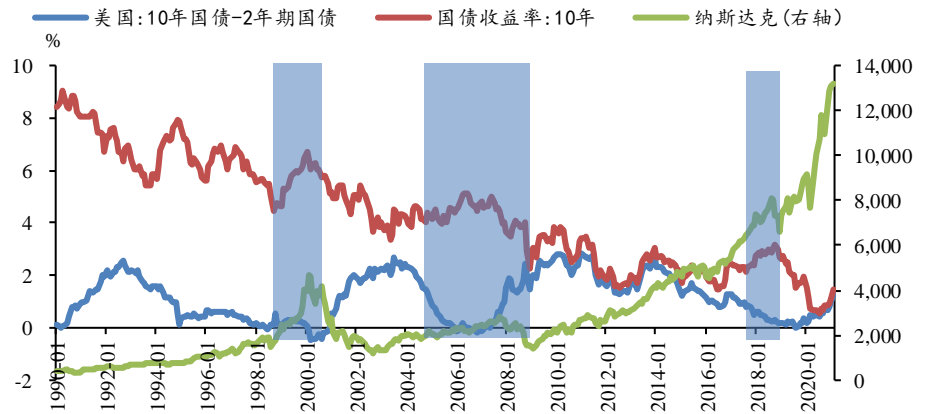
资料来源：美联储，浙商证券研究所

图 1：美国名义库存和实际库存增速变化（%，实际按 PPI、CPI 各 50% 权重剔除价格因素）



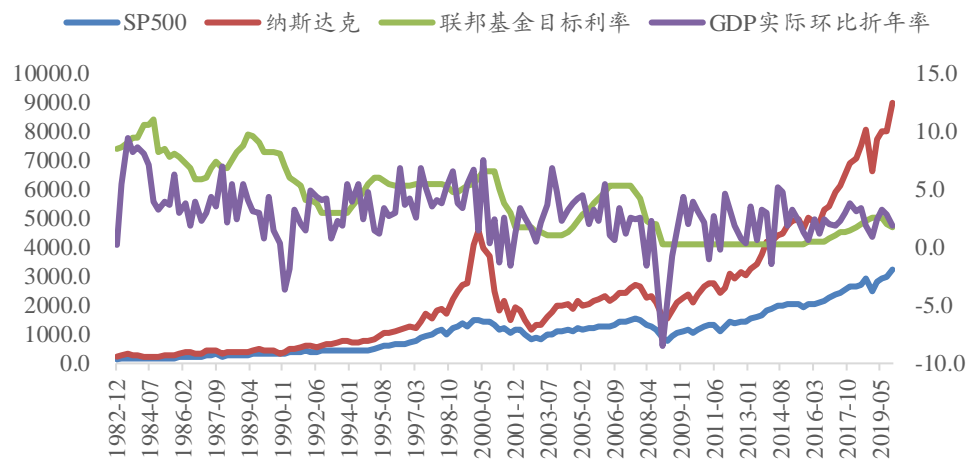
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 2：历次 10 年期国债+期限利差收窄的组合都导致纳斯达克回撤（股指右轴）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 3：10 年期国债利率上行+期限利差收窄的组合本质是估值压力加大叠加盈利恶化（股指左轴）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10%~+20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

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_35704

