

加息预期过度，先紧后松

证券研究报告

2022年01月10日

作者

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

林彦 联系人
linyanyan@tfzq.com

相关报告

- 1 《宏观报告：不靠政策扶持，哪些行业供给改善？》2022-01-08
- 2 《宏观报告：为什么联储提出更早缩表？-为什么联储提出更早缩表？》2022-01-08
- 3 《宏观报告：风险定价-市场预期混乱，春季躁动仍需观察-1月第1周资产配置报告》2022-01-05

供应链最紧张的时候正在过去，压通胀预期的必要性正在下降。市场的加息预期也反应过度，预期大于实际。下半年通胀回落，经济减速，加息预期也会随之回落。货币先紧后松的转变，类似 2018 年下半年-2019 年上半年的政策路径。

风险提示：美国疫情重症与致死率超预期；美国就业恢复超预期；供应链问题超预期加剧

一、相对确定的是货币政策要经历一个收紧过程

2020 年以来，最大的经济基本面是疫情和财政。过去一年，基本面有两个变化。一是疫情拐点，小分子口服新冠特效药获得 FDA 紧急使用授权并将大规模分发，降低社会心理恐慌，经济加快回归正常化。二是财政拐点，拜登 3.5 万亿美元 BBB 计划即使被砍得只剩下 1.75 万亿，依然没有在民主党内通过，财政货币化减速，今年美国财政部缩减了财政赤字，财政对流动性的需求在下降。

二、联储释放了强鹰派信号

不确定的是货币收紧的时间和速度。在 12 月议息会议纪要中，联储释放了“更早更快加息”和“更早更快缩表”的信号。“联储官员们普遍指出，鉴于他们对经济、劳动力市场和通胀前景的预测，可能有必要比之前预期更早或更快地加息”。“几乎所有（almost all）官员都同意，在首次加息后的某个时点启动缩表可能是合适的。许多（many）官员认为，缩表的适当速度可能会比上一次正常化时期更快。”

三、为什么联储会发出强鹰派的声音？

第一是打压通胀预期。我们在《用加息预期打败加息》中讲过，最差的情况是联储“被迫提前加息”，触发点是通胀预期自我强化为通胀螺旋，所以联储的鹰派声音比如改变通胀措辞、加快缩减 QE 等，可以理解为打压通胀预期，避免被迫提前加息。

第二是对经济和就业偏乐观。从 12 月议息会议纪要来看，联储官员们对当前劳动力市场状况是否已经达到“充分就业”还存在分歧（“几个（several）官员表示，他们认为劳动力市场状况已经在很大程度上与就业最大化相一致”），但对劳动力市场持续改善且将较快接近“充分就业”是比较一致的（“许多（many）官员认为，如果目前的改善步伐继续下去，劳动力市场将迅速接近最大就业”）。

第三是缩表偏技术性。去年 10 月美联储工作论文《When Normalizing Monetary Policy, the Order of Operations Matters》讨论了加息和缩表的先后顺序对利率曲线的影响，结论是：联储先加息、再缩表的决策，容易导致利率曲线平坦化。因此，联储讨论“加快缩表进程”，主要目的在于抬升利率曲线斜率，防止加息过程中长短端利差倒挂带来的金融市场震荡和经济衰退预期。

四、现实可能没有这么乐观，至少没有强收缩的必要

对于通胀，压力在减轻。一方面是联储已经在转移矛盾，降低通胀在货币政策中的影响，将加息决策向“充分就业”引导。而且种种迹象表明，全球供应链最紧张的时候正在过去。另一方面，美国 12 月 ISM 制造业 PMI 的交付时间和价格支付指数均出现下降，欧洲和日本也出现供应链危机的消退迹象。

对于就业，恐怕没有那么乐观。当前美国劳动力市场的特征是一——想回来的都回来了，失业率只比疫情前高 0.5%；不想回来的还没回来，劳动参与率比疫情前低 1.5%。这些不想回来的就业人群，是充分就业的“最后一公里”。我们在《那些消失的就业，他们还会回来吗》中刻画了这群人的画像，分别是：从事住宿餐饮等低端服务业的婚育年龄女性，从事运输业和建筑业的西裔拉丁裔非裔移民，从事制造业、运输业和油气开采的中老年男性。拖累这些人回归就业的是疫情担忧、移民政策、提前退休，用加息解决不了问题，回归速度也比之前想回来就业的人要慢。非农就业已经连续两个月新增只有 20 万左右，如果按照这个速度推算达到“充分就业”的时间，应该到今年年底。

对于经济，现实是全球制造业周期都在回落，虽然中国制造业 PMI 回落快，但欧美制造业 PMI 也处在下行周期，只是程度不同。如果拜登政府财政支持力度明显减弱，今年美国经济大概率减速，进入疫后经济新常态，经济结构和就业结构都回不到疫情前，但没有失速的问题。

五、实际的路径是什么？

联储的鹰派声音过大，收缩预期过强。供应链最紧张的时候正在过去，压通胀预期的必

要性正在下降。充分就业的“最后一公里”不是靠加息就能解决的，非农连续减速已经是一个信号，联储可能高估了达到“充分就业”的速度。

市场的加息预期也反应过度，预期大于实际。下半年通胀回落，经济减速，加息预期也会随之回落。货币先紧后松的转变，类似 2018 年下半年-2019 年上半年的政策路径。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下

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_35906

