

美联储加息之意在于严打通胀预期

报告导读/核心观点

联储全年的政策权衡主要围绕物价问题和金融稳定展开。通胀问题上，美联储的核心意图在于打压通胀预期；金融稳定上，美联储的核心掣肘在于美股。我们认为 Q1 通胀压力可能进一步上行，通胀预期位于高位的背景下联储可能在 3 月启动首次加息；加息启动后叠加美国经济下行压力美股可能因估值和盈利端的双重压力在 3 月首次加息后大幅回调，金融稳定将制约美联储在 Q2 进一步加息收紧的步伐；下半年通胀预期回落（通胀失控和通胀预期自我实现的风险消除后）联储持续加息甚至进一步缩表的必要性都将明显下降，预计美联储全年仅 3 月加息 1 次难见缩表。美股需警惕 3 月回调压力，下半年加息预期证伪后将重拾升势，民主党中选也将因此获益；10 年期美债收益率 Q1 在紧缩预期的驱动下仍有上行动力，高点可能触及 2%；此后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。

□ 开年美债收益率上行主要来自实际收益率贡献，主要反应联储加速紧缩预期

2022 年以来美债收益率持续上行，方向符合预期但幅度、速度略超预期，本轮美债收益率上行主要由实际利率贡献。开年至今 10 年期美债收益率共计上行 35BP，其中实际收益率贡献 45BP，主要反应美联储加速紧缩和 Omicron 逐渐流感化后的经济复苏预期；通胀预期下行 10BP，在美联储通过鹰派态度积极打压通胀预期后有所下行。

□ 通胀问题美联储意在打压通胀预期，通胀预期回落持续紧缩必要性明显下降当前联储态度迅速转鹰的核心原因仍是出于控制通胀预期的考虑，12 月美国 CPI 同比增速触及 7% 且尚未见顶，预计 1、2 月同比增速仍将进一步上行，在实际通胀远超管理目标且通胀预期居高不下的背景下联储需要通过鹰派的态度管理通胀预期。在 Q1 通胀压力难消的背景下，可预见联储对于货币政策的表态将进一步加紧转鹰，联储官员鹰派表态将频频出现。

鲍威尔此前曾指出“本轮通胀主要由疫情导致的供需错配所引发；美联储工具箱在缓解供应问题方面较为无力”。我们认为本轮通胀的核心问题仍源于供给端，而货币政策是一项需求侧的调控工具，当前联储态度大幅转鹰并加速动用需求工具解决供给问题的本质原因仍是美联储担忧通胀预期出现自我实现并导致 CPI 进一步失控上行，一旦实际通胀见顶并带动通胀预期回落，联储持续加息甚至进一步缩表的必要性将明显下降。

我们曾于前期报告指出，2021 年美国通胀压力主要源于四座大山，分别是二手车、能源、房租和薪资上涨形成的广谱涨价压力。四座大山的环比上行压力将在上半年明显缓解，预计 2022 年美国 CPI 呈现前高后低走势，CPI 同比增速高点将现于 Q1（高点预计位于 7.0%-7.5% 之间，也是本轮 CPI 上行高点），此后将逐季回落并在年末回归至 3-3.5% 区间。下半年通胀压力回落联储加速紧缩的必要性将明显下降。

□ 通胀预期回落物价问题将让位金融稳定，预计全年仅 3 月加息 1 次难见缩表预计美联储 3 月启动首次加息，全年仅加息一次且难见缩表。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，一旦实际通胀增速回落且通胀预期回归稳定，美股的稳定性问题将在中期选举的背景下成为美联储持续紧缩的重要掣肘。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”，我们认为当前美股对加息压力的定价程度滞后于美债和利率期货。美联储可能在 3 月启动首次加息；但美股也可能因此产生明显的下跌压力，联储受制于金融稳定问题可能暂缓 Q2 加息；下半年通胀压力回落加息的必要性进一步下降，美股也将在加息预期证伪后持续反弹助力民主党中选，全年来看预计美联储加息一次且难见缩表。

□ 2022 年 3 月警惕美股回调，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 3 月（即首次加息后）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

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

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。

□ 美债收益率短期或上至2% 全年前高后低中枢下行，美元高位震荡后趋于下行

美债方面，Q1我们认为10年期美债收益率在紧缩预期的驱动下仍有上行动力，高点可能触及2%；此后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。从结构来看，整体将呈现实际利率上行和通胀预期下行的交替走势（预计实际利率上行阶段主要集中在上半年，下半年同样转为下行并利好金价走势）。

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。

证券研究报告

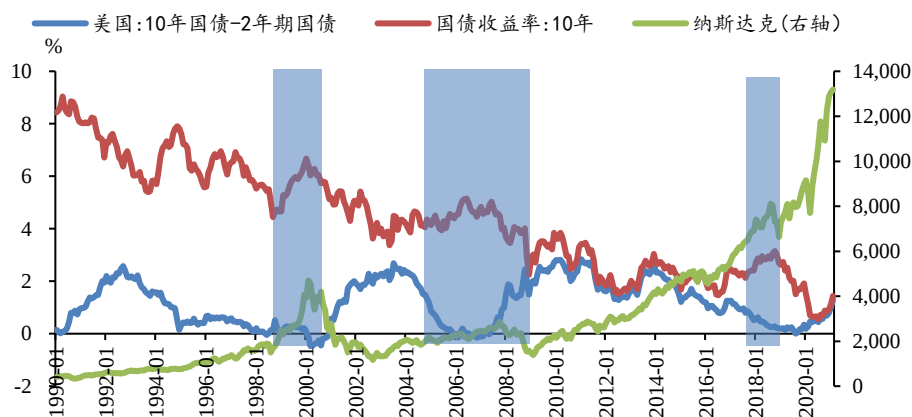
1. 重要图表

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：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

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_36216

