

通胀预期回落联储才能止鹰

——美联储1月议息会议传递的信号

报告导读/核心观点

本次议息会议美联储明确将于3月加息，从目前情况看加息25BP概率大。会后声明中，鲍威尔超预期鹰派指出“不排除每次议息会议都加息的可能”，我们认为这一表述更多是出于通胀预期管理的角度考虑，未来可能持续见到更为鹰派的政策表述但按此节奏实际推进紧缩的概率较低。本月如期发布《缩表原则声明》，以原则性表述为主且历史经验证明与缩表的启动时间无必然联系。预计美联储全年仅3月加息1次难见缩表：我们认为3月首次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大幅回调（短期盈利驱动下美股仍有上行动力），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。

□ **Taper于3月结束并明确3月加息，从目前情况看3月加息25BP的概率较大** 购债规模方面，Taper维持在300亿美元/月（200亿美元国债+100亿美元MBS）。按当前速率，美联储将在2022年3月完成量化宽松的退出。

利率区间方面，美联储维持基准利率为0%-0.25%区间，逆回购利率与超额准备金利率（IOER）维持不变，符合预期。本次会议声明提出：“通胀持续高于2%且就业市场强劲，预计加息的条件将很快成熟”，从这一表述来看预计3月宣布加息并加息25BP的概率较大。会后记者问答中，鲍威尔也明确提出将于3月首次加息。从期货市场看，CME利率期货显示3月加息25BP的概率已超过93%，相较会议前继续小幅提升。

□ **鹰派指出不排除每次议息会都加息的可能，主要目的是预期管理而非实际节奏** 会后声明中，鲍威尔较为鹰派的指出“不排除每次议息会议都加息的可能”，这一表述的鹰派程度超出市场预期，我们认为这一表述更多是出于通胀预期管理的角度考虑，按此节奏实际推进紧缩的概率较低。我们曾于前期报告《美联储实际紧缩力度或不及预期》指出“在Q1通胀压力难消的背景下，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，因此Q1联储对于货币政策的表态将持续加紧转鹰。

通胀方面，本次会议声明指出“疫苗的推进和供应链压力的缓解将降低通胀压力”，虽然联储已不再使用“临时性通胀”，但对通胀将伴随供需错配缓解回落的态度仍然较为明确，认为今年有多重因素可以带动通胀回落；此外，联储指出未来将持续关注工资变化情况，认为疫情的缓解仍将改善就业和劳动力参与率。经济方面，认为Omicron会影响本季度的经济增长且可能延长劳动力市场的修复时间。

“不排除每次议息会议都加息的可能”的表述也是本次议息会议最超预期的方面，美股在这一表述后大幅下挫，纳斯达克指数转跌（此前涨幅曾超过3%）；10年期美债收益率和美元指数大幅上扬，前者触及1.84%，后者突破96.4，双双逼近前高。

□ **如期发布《缩表原则声明》，以原则性表述为主且与缩表的启动时间无必然联系** 美联储本月公布《缩表原则声明》（以下简称《声明》），对未来缩表的路径和方式进行原则性指引（美联储通常在Taper结束前发布这一指引，并根据政策进程更新，上一轮《声明》于2014年9月发布，Taper于同年10月结束）。《声明》对于缩表的指引仍以原则性表述为主：时间点上，《声明》指出缩表启动的时间点将位于首次加息之后，这一表述属于常规的原则性表述，与12月议息会议纪要以及2014年声明文件中的表述一致；方式上，缩表主要通过减少债券到期再投资的方式进行符合预期，联储不会通过主动抛售的形式缩表；速度上，《声明》并未给出明确的信息但在用词选择上较为激进，相较2014年使用的“渐进”缩表，本次用词为“显著”缩表，说明本轮缩表一旦启动，速度将明显快于2014年，与我们此前判断一致。

需要指出的是，虽然《声明》对加息和缩表都有提及，但其发布时间和相关政策的启动时间并无绝对关联，以上一轮联储宽松政策的退出周期为例：《声明》于2014年9月发布（且对于缩表时间点的表述与本次基本一致），美联储2015年12月方才启动首次缩表，2017年10月才启动缩表。因此未来仍需动态观测美联储政策立场变化，全年看我们认为美联储货币政策变化的核心重点应观测美股与通胀形势演变情况。

□ **较早指引缩表主要出于政策空间考虑，加息幅度不及预期将使缩表必要性下降**

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

结合 12 月议息会议纪要，我们认为本次联储在本轮货币政策正常化的过程中较为仓促的提及缩表主要源于政策空间的考虑，政策空间即 10 年期-2 年期国债期限利差。正常加息周期均伴随期限利差收窄，期限利差收窄至 0 意味加息空间被耗尽，基本面趋势和股票市场均会明显承压。当前 10 年 2 年期期限利差不足 70BP，政策空间明显小于历轮加息周期启动前平均水平（平均为 105BP）。鉴于缩表可以更多抬升长端利率（美联储持有国债的加权平均久期为 7.6 年，持债规模的缩减主要集中在长端），可以适当延缓期限利差的收窄速度为美联储提供加息政策空间。因此缩表可以视为与加息配合的组合拳，一旦未来加息幅度不及预期，则缩表的必要性也将明显降低。

□ 通胀预期回落后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
我们对联储全年货币政策节奏预测如下：3 月首次加息，全年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。具体来看，美联储在 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（美股走势详见下文分析），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后（详见前期报告《美联储加息之意图在于严打通胀预期》）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，全年看预计美联储加息一次且难见缩表。

除此之外，我们认为短期还需关注乌克兰危机的发酵，如果未来美俄冲突超预期激化并上升为大规模军事冲突，市场风险偏好可能进一步受压制并使得美股承压，极端情况下不排除美联储首次加息时间点延后的可能。

□ 短期盈利仍可驱动美股上行，3 月首次加息后或因估值盈利压力共振大幅回调
我们认为 1-2 月美股在盈利驱动下仍有上行动力，3 月首次加息后美股可能在紧缩预期线性增强、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。短期来看，盈利尚可驱动美股上行。当前标普 500 成分公司公布 2021 年 Q4 业绩超预期比例已达 79.7%，相较 2021 年 Q3 边际有所下降但仍高于 2020 年水平，3 月首次加息启动前美股仍有反弹动力。3 月首次加息后，估值端方面，市场将进一步线性定价紧缩预期（我们认为当前美股对加息压力的定价程度仍滞后于美债和利率期货，近期回调更多源于短期加息节奏的不确定性以及地缘政治风险）；盈利端方面，将伴随美国经济高点出现而回落。伴随美国补库渐入尾声，经济将呈现同环比增速前高后低，逐季下行节奏，美国经济增速高点将于 Q1 出现，盈利预期也将在年内持续恶化。美股可能在首次加息后因估值和盈利压力的共振下进一步大幅回调。

关于美股，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，在短期通胀尚未见顶的背景下，联储可能通过缩表和加息的时间幅度进一步传递鹰派态度并推升美债收益率，高点可能触及 2%，见顶时间预计位于 3 月（进一步紧缩预期的验证期）；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；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：美联储历次《货币正常化原则和计划声明》发布节点

时间	发布背景
2014年9月	Taper 将于次月结束（2014年10月），联储需要对下一阶段的加息和缩表节奏进行前瞻指引。
2017年6月	公布下一阶段缩表的速度计划，2017年10月缩表正式启动。
2019年3月	公布下一阶段退出缩表的路径计划，2019年5月缩表速度下降，2019年9月缩表结束

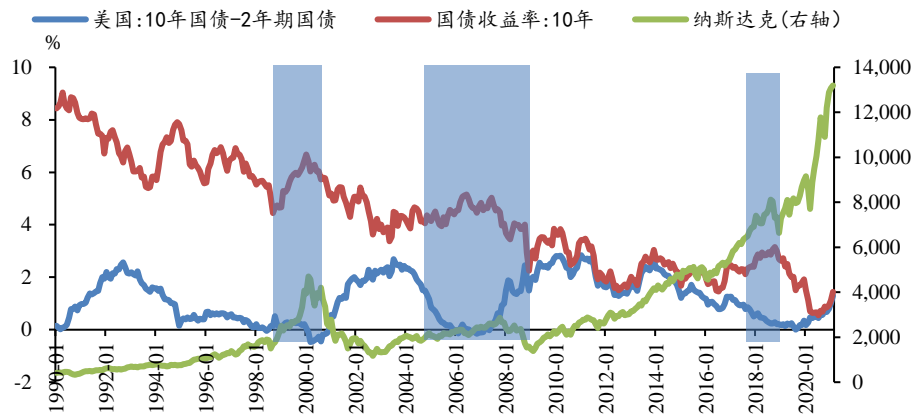
资料来源：美联储，浙商证券研究所

表 2：2017-2019 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

表 3：历轮加息周期启动前的期限利差情况

加息周期开启时间	美国：国债收益率期限利差：月	加息周期：月
1983-03	0.75	6
1984-03	0.93	6
1985-01	1.27	3
1985-08	1.32	4
1987-01	0.85	6
1987-08	1.03	3
1988-03	1.16	15

1994-02	1.48	17
1997-03	0.47	18
1999-06	0.28	19
2004-06	1.92	39
2015-12	1.21	44

数据来源：Wind, 浙商证券研究所

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_36712

