

紧缩预期兑现 后续通胀路径是关键

事件：

北京时间周四(1月27日)凌晨3:00,美联储公布利率决议,维持利率在0%-0.25%不变,美联储表示资产购买将在3月初结束。美联储强调很快就会适当地提高联邦基金利率,并表示将在加息后开始缩减资产负债表。美联储发表政策声明后,美联储基金期货仍暗示2022年将加息4次。

点评：

本次会议要点如下：1、**Taper 路径维持不变**, 美联储将基准利率维持在0%-0.25%不变, 每月资产购买规模将减少300亿美元, 资产购买将在3月初结束。2、**强调很快加息, 并且在加息后不久缩债。缩债的进程是灵活的**。美联储称, 长期来看, 美联储希望主要持有美国国债。缩表将通过再投资途径进行。如果出现可能阻碍委员会目标实现的风险, 委员会将准备适当调整货币政策立场。**缩表是“可预期的”**。在评估适当的货币政策立场时, 委员会将继续监测后续信息对经济前景的影响。准备根据经济和金融的发展, 调整缩减资产负债表的任何细节。3、**肯定高通胀**。供需失衡导致通胀高企。与新冠肺炎疫情相关的供需失衡和经济的重新开放继续导致通胀水平上升。

真正导致会后市场再度调整的因素是鲍威尔的新闻发布会。本次利率决议后, 美股回落, 贵金属小幅调整, 美元指数走高。在随后的新闻发布会上, 鲍威尔表示, 美联储政策一直在适应不断变化的形式, 通胀上行风险仍在, 货币政策要求(我们保持)谦逊和(行动)敏捷, 美联储将以可预见的方式缩减资产负债表, 同时, 虽然尚未决定加息的(整体)幅度, 但不排除FOMC 每次会议都加息的可能性。总体来看, 本次利率决议包括会后的新闻发布会观点只是兑现2021年12月会议至今美联储官员的紧缩措辞, 鹰派程度上并未加深。后续通胀演变路径将成为美联储加息的关键, 节点在于6月前能否看到通胀回落的进展或证据。

就业市场改善叠加通胀高企, 美联储政策压力较大。继美国2021年12月失业率进一步下降至3.9%(疫情前2020年1月为3.5%), 2021年12月CPI同比增长7%刷新近40年新高之后。高频的就业和通胀数据继续走高, 1月至今的周度初请和续请失业金人数小幅回升, 但远不及疫情新增人数爆发式的增长, 并且1月以来原油价格再度刷新阶段新高。在就业和通胀双高的背景下, 市场对于美联储紧缩的呼声较高。

加息对资产价格影响并未绝对负面, 回顾上轮加息周期来看: 在加息预期博弈阶段(首提加息-加息落地), 加息预期走强伴随着美元指数走强, 新兴市场股指、黄金、原油、CRB综指录得调整(至少是月度级别的涨跌表现), 美股震荡, 美债利率并未出现明显上行趋势。在加息事实落地后, 美债利率趋势上行, 美元指数见顶回落, 新兴市场股指、大宗商

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289号

研究院 FICC 组

侯峻

从业资格号：F3024428

投资咨询号：Z0013950

研究员

蔡劭立

☎ 0755-23887993

✉ caishaoli@htfc.com

从业资格号：F3063489

投资咨询号：Z0014617

联系人：

彭鑫

☎ 010-64405663

✉ pengxin@htfc.com

从业资格号：F3066607

高聪

☎ 021-60828524

✉ gaocong@htfc.com

从业资格号：F3063338

品企稳反弹，黄金并未明显调整。目前交易的核心还是紧缩预期的演变，但也需要指出的是，本轮不仅是加息预期的提前，还有缩表预期的冲击，因此不排除1月议息会议带来新一轮的调整风险。

缩表对金融资产冲击较为明显复盘上轮缩表对资产价格的影响来看：上一轮缩表发生在2017年10月，距离2015年12月正式加息后约2年时间，其中美联储于2017年4月的会议纪要上释放了缩表信号，并于2017年6月议息会议上披露QE方案，最终于2017年9月议息会议正式宣布启动缩表。**缩表对资产价格的影响相对直接，美联储资产负债表和金融资产相关性显著，和美股显著正相关性高达0.9，和美债利率负相关性高达-0.849，和沪深300录得0.68的一定正相关；但美联储资产负债表和商品的相关性较低录得0.56。**

从季节性来看，持仓过节的收益率不高。首先，过去十年春节后首个交易日沪深300表现偏弱，节后可以把握逢低做多的机会，过去十年春节后五个交易日和二十个交易日下股指均表现亮眼；商品同样需要警惕节前的调整风险，假期间下游企业停工将迎来国内工业品的季节性累库，节后首个交易日和二十个交易日下Wind有色、非金属建材、焦煤钢矿表现相对疲软。

总的来讲，我们认为本月议息会议并未给出更强的紧缩信号，后续美联储政策关键仍要看通胀的演变路径，我们继续建议股指、商品等风险资产轻仓或者空仓过节规避市场风险，节后再把握逢低做多的机会。

图 1: 近几次重要 FOMC 议息会议摘要

	2022 年 1 月会议	2021 年 12 月会议	2021 年 11 月会议	2021 年 9 月会议
经济活动	受大流行影响最严重的行业在最近几个月有所改善, 但受到了最近新冠病毒例急剧上升的影响。	在疫苗注射以及强有力政策支持帮助下, 经济活动与就业指标得以继续加强。受大流行病影响最严重的部门在最近几个月有所改善, 但持续受到疫情影响。	伴随疫苗接种取得进展和强有力的政策支持, 经济活动和就业指标继续走强。 部分经济继续取决于疫情发展形势。	伴随疫苗接种取得进展和强有力的政策支持, 经济活动和就业指标继续走强。 受疫情不利影响最重的部门近几个月已出现好转, 但新冠病例的增加导致它们复苏放缓。
通胀	供需失衡导致通胀高企。 与新冠肺炎疫情相关的供需失衡和经济的重新开放继续导致通胀水平上升。近几个月就业增长强劲, 失业率大幅下降。	近几个月来, 就业岗位的增加是稳固的, 失业率已实质性下降。 与疫情和经济重新开放有关的供需失衡继续导致通胀水平上升。	通胀目前高企, 主要表现为预计将是 暂时性 的因素。疫情相关的供需失衡和经济复工已经助长一些行业的价格大涨。	通货膨胀率高企, 主要反映了 暂时性 因素。
对后续经济和通胀的观点	疫苗接种进展、供应紧张的缓和将支撑增长、就业、降低通胀。	经济的发展路径继续取决于病毒的走向。 疫苗接种的进展和供应限制的缓解预计将支持经济活动和就业的持续增长, 通货膨胀则将相应回落。经济前景的风险仍然存在, 包括来自新变种的风险。	接种的进展和 供应限制缓和 将支持经济活动和就业继续增长, 以及 通胀下降 。 经济前景面临的风险仍存在。	经济发展路径继续取决于疫情的发展。 疫苗接种的进展可能会继续减少公共卫生危机对经济的影响, 但经济前景面临的风险犹在。
利率和购债规模	美联储将基准利率维持在 0%-0.25% 不变, 符合市场预期。每月资产购买规模将减少 300 亿美元 (维持不变)。 资产购买将在 3 月初结束。美联储强调很快就会适当地提高联邦基金利率, 并表示将在加息后开始缩减资产负债表。	将联邦基金利率的目标范围保持在 0-0.25%。 鉴于通货膨胀的发展和劳动力市场的进一步改善, 委员会决定开始放缓其每月净资产购买的步伐, 国债减少 200 亿美元, 对 MBS 则减少 100 亿美元。	联邦基金目标利率区间维持在 0%-0.25%; 于 11 月晚些时候启动缩债计划, 每月降低购买步伐, 每月减少购买 100 亿美元的美国国债和 50 亿美元的机构住房抵押贷款支持证券 (MBS)	联邦基金目标利率区间维持在 0%-0.25%; 每月将继续增持国债至少 800 亿美元, MBS 至少 400 亿美元, 直到充分就业和物价稳定的目标取得实质性进展。 如果进展大致如预期, 委员会认为资产购买步伐可能很快就会放缓。

数据来源: 华泰期货研究院根据公开信息整理

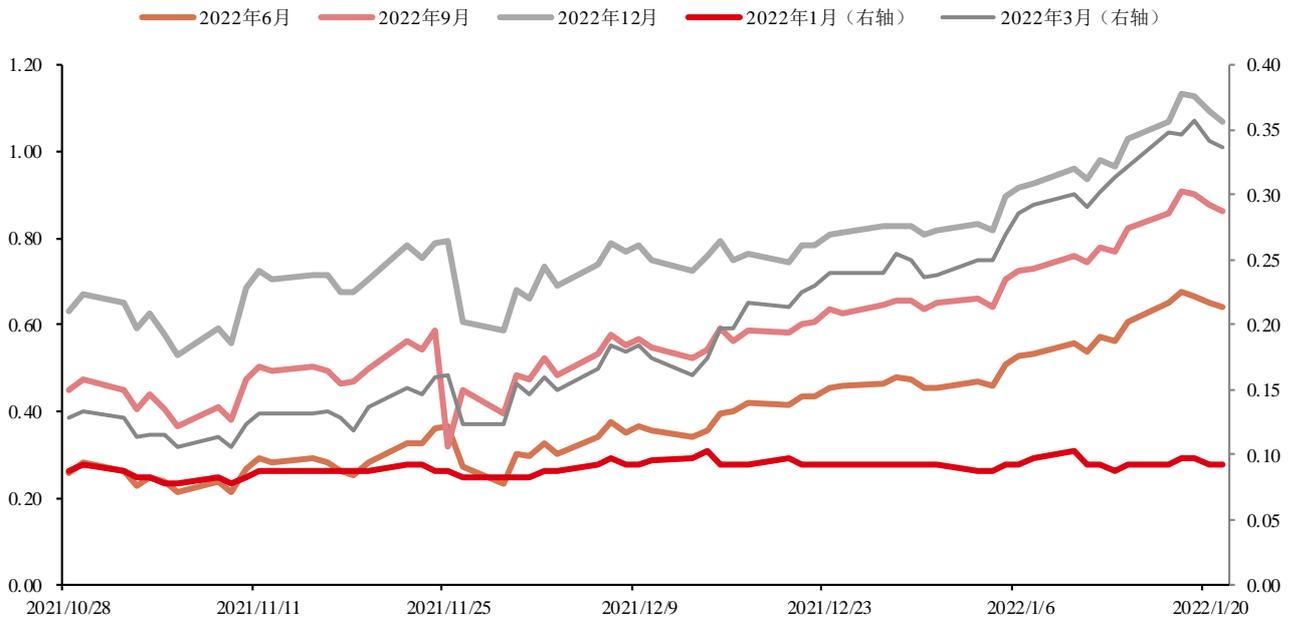
图 2: 2015 年美联储加息前历次会议纪要摘要

时间	关键词	场合	摘要
2014/3/20	首提加息	议息会议后新闻发布会	耶伦：可能今年秋季结束购债，然后再过“大约 6 个月”之后就可能开始加息。
2014/6/19	否认加息	议息会议	耶伦：在 QE 结束后，低利率水平仍将维持相当一段时间，表示美联储内部尚有明显分歧，仍未找到合适方法引导加息预期。
2014/10/29	结束 QE	议息会议	决定结束 2012 年 9 月以来的第三轮量化宽松，保留了“在一段相当长时间内维持联邦基金利率目前 0-0.25% 目标区间”的前瞻性指引。补充了关于首次加息的情景分析，尤其是指出“如果未来信息显示向委员会就业和通胀目标所取得的进展要比目前预期更快，那么可能要比目前预期更早上调联邦基金利率目标区间”。
2015/1/28	偏鹰	议息会议	撤销将“维持低利率相当长时间是合适的”的表述，替代为“对货币政策恢复正常化保持耐心”。
2015/3/19	偏鸽	议息会议	删除了“对货币政策恢复正常化保持耐心”的措词，同时表达了对于近期经济增速放缓的担忧。
2015/4/29	偏鹰	议息会议	在 3 月将“耐心”从利率指引中删除后，美联储对于首次加息设立了两道门槛：一是就业市场的进一步改善，二是对通胀在中期将回到 2% 有合理信心。
2015/6/17			
2015/7/29	按兵不动	议息会议	2015/6/17 措词基本不变，继续强调加息的两道门槛。点阵图显示年内将加息两次；2015/9/17 强调外围系统性风险。
2015/9/17			
2015/10/28	明确加息	议息会议	表示将在 12 月会议决定是否加息，表示对于全球经济的担忧有所缓解。
2015/12/16	加息落地	议息会议	最新的点阵图显示 2016 年将有四次加息；资产负债表暂时不会收缩。

数据来源：华泰期货研究院根据公开信息整理

图 3: 美国联邦利率期货隐含政策利率

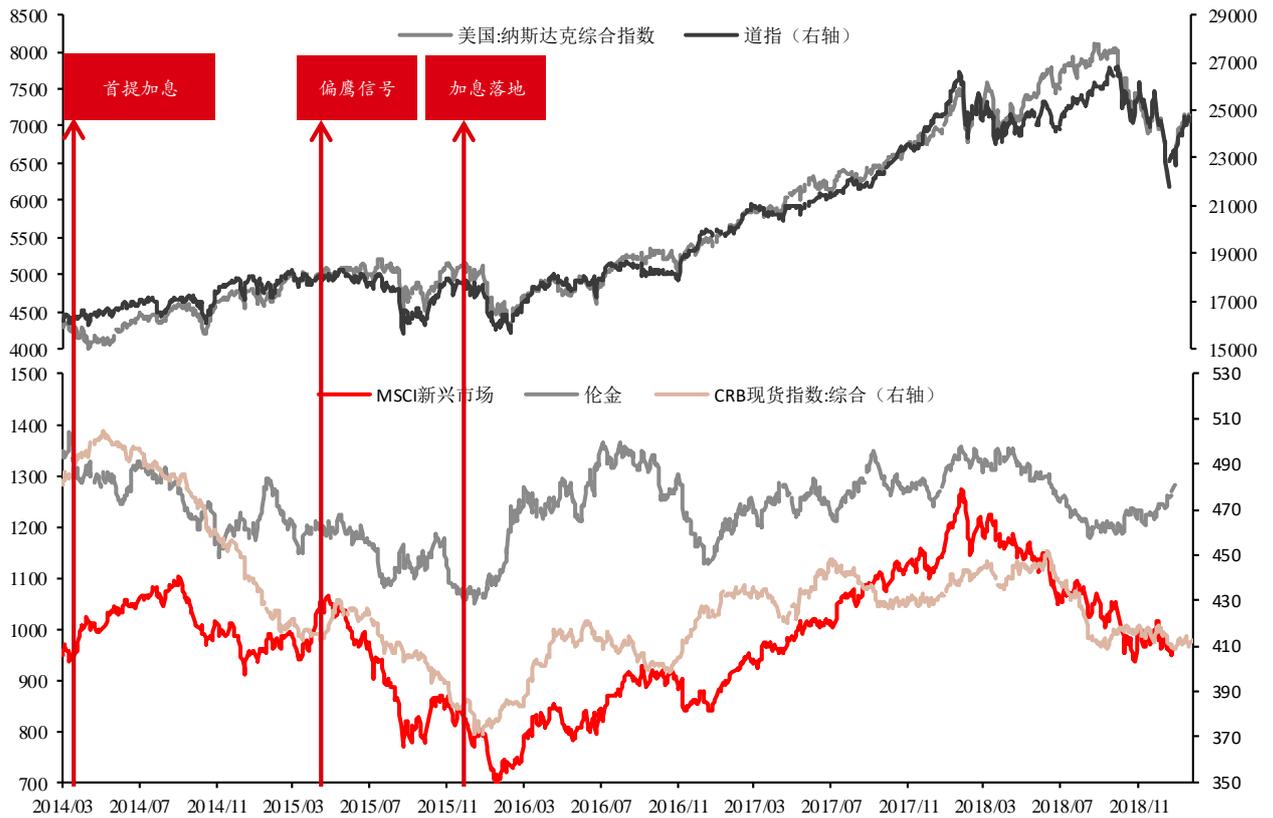
单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 4: 上轮加息周期下大类资产表现

单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 5: 上轮加息周期下大类资产表现

单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 6: 上轮加息周期下大类资产表现

单位: %

	美元指数	道指	纳指	CRB 现货 指数:综合	10Y 美债利率 (绝对值变化)	MSCI 新兴市场	原油	伦敦金
一周后	-0.05%	-0.41%	-3.89%	1.13%	-0.1	3.68%	1.42%	-2.34%
2014/3/20	80.00%	110.00%	110.00%	110.00%	2.80%	7.00%	110.00%	110.00%

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_36725



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn