宏观月报 20220126

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

加息 4 次+缩表，2022 年市场的不可承受之重？

2022 年 1 月 26 日

证券分析师 陶川
执业证号：S0600520050002
taoch@dwzq.com.cn
证券分析师 李思琪
执业证号：S0600522010001
研究助理 邵翔
shaox@dwzq.com.cn
研究助理 段萌
duanm@dwzq.com.cn

- **2022 年开年以来，在美联储货币政策加速收紧的预期阴影下，美股、美债出现了大幅回调，全球市场随之动荡。市场目光都聚焦在美联储 2022 年“首秀”会透露出怎样的信号。目前年内加息 4 次、年中缩表已基本成市场共识，我们认为以下三点内容值得市场重点关注：**
- **首先，缩表可能正式提上日程。**鲍威尔曾暗示，**需要召开“两次、三次或四次”会议来敲定缩表计划**，从 2021 年 12 月的初步讨论开始，可能会在 2022 年 1 月、3 月和 5 月的会议上进行讨论，这意味着可能 6 月正式宣布，7 月落地。
- **其次，可能暗示 3 月加息。**Taper 将在 3 月结束，而根据我们的测算美国通胀的高点可能也出现在 2 月（3 月公布数据，图 1），**美联储很可能在 1 月纪要中提及在未来的会议（upcoming meeting）中开启利率正常化，暗示 3 月开始加息**。
- **第三，通胀形势依旧严峻。**随着美国就业市场继续改善、逐步接近充分就业，由供给瓶颈和工资上涨带来的通胀压力依旧是在 1 月会议中居于重要地位，成为美联储加速收紧货币政策的主要风险。
- **我们认为美联储 2022 年内加息 4 次、年中开启缩表的可能性在上升。市场可能比较担心 4 次加息和缩表会不会让市场和经济无法承受，我们认为这种想法可能多虑了**，不过进一步超预期的紧缩则可能成为真正的“不可承受之重”。我们的观点主要基于以下几点观察：
- **参考上一轮紧缩周期（2015 年至 2018 年）来看，类似的市场环境下，美联储具备年内加息 4 次和缩表的空间。**2017 年 6 月，市场预期未来一年内加息 2 次，且缩表预期强烈（美联储在 6 月议息会议公布了缩表指引）。除此之外，当时 10Y-2Y 美债利差在 0.78%左右，近乎当前水平，而这一利差水平反映的是市场对于经济和政策的预期情况（图 2 和 3）。**2017 年 6 月之后，美联储于 9 月宣布开始缩表，12 个月内加息 3 次**。结合本轮与上轮加息原因的区别，**即通胀远超美联储目标区间、通胀上行压力依然较大，本轮紧缩政策相较更加激进是合理的，2022 年年内加息 4 次+年中宣布缩表可能并不如市场预期中那么不可承受**。
- **2017 年 6 月之后市场并未因加息和缩表而崩盘。**虽然当时加息预期不及 2022 年 1 月激进，但也可以作为大类资产表现的重要参考点（图 4 和 5）：

  股指方面，2017 年 6 月后，**美股、A 股和港股都发生了短暂的回调**，7 月美股和 A 股横盘震荡，但在强劲的经济基本面的支撑下，8 月各大股指重回上行态势，最终缩表“安全落地”。总体来看，**加息和缩表预期并未阻断各大股指后半年的上涨趋势，值得注意的是同期港股的表现更好、弹性更大**。

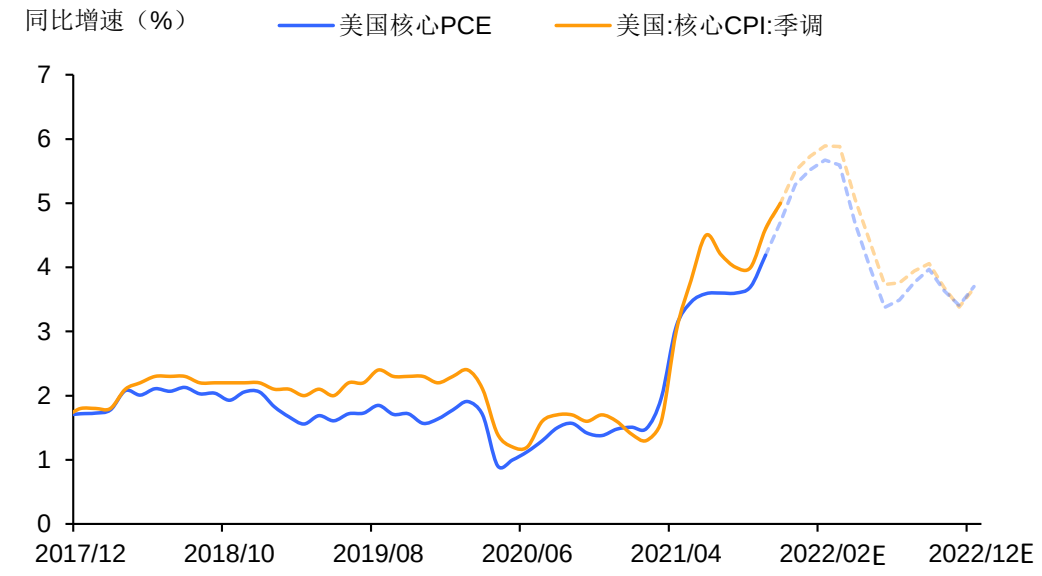
  债券方面，美债出现了“三段式”行情演绎，2017 年 6 月缩表预期渐浓时 10 年期美收益率上涨，随后的回落主要反映了该预期的阶段性降温，**9 月缩表落地后美债收益率重回上涨，这主要是由于缩表能明显削弱加息对期限利差的压缩效果。而这一典型的“三段式”行情演绎对于 2022 年的市场有一定的借鉴意义**（图 6 至 7）。

  汇率方面，2017 年美元指数整体偏弱，主要的原因是全球经济强劲复苏，以欧元区为代表的非美经济体纷纷开始边际收紧货币政策。这一重要基本面因素在 2022 年能否出现还存在较大不确定性，**不过缩表带来美债收益率（尤其是实际收益率）上涨，阶段性支撑美元指数走强，可能会在 2022 年年中再现**。
- **此外，从信用债市场来看，2022 年初以来的股市波动可能是过度的。**美国发达的信用债市场对于货币政策同样敏感，**从历史上看每次美股转熊必然伴随着高收益债期限利差的大幅走阔**。2022 年初以来标普 500 指数虽然已经下跌超过 8%，但这一信用利差依旧处于历史较低水平且保持稳定，也低于 2017 年加息和缩表时期（图 8）。**美联储政策的紧缩（预期）程度可能尚未突破市场的极限**。
- **退一步讲，对美联储来而言，“说”可能比“做”更重要。**回顾 2021 年，**美联储对于通胀“暂时性”的坚持导致市场对联储货币政策“可信度”产生较大质疑**，一个典型的表现是流入 TIPS（美国通胀保值债券）ETF 的资金创下历史纪录，10 年期 TIPS 利率并未随着 Taper 落地而脱离历史低位（图 9）。不过 2022 年初以来美联储官员的偏鹰似乎让市场相信了联储的决心，除了实际利率大涨外，市场通胀预期并没有随着油价创 7 年新高而继续上涨，反而有所回落（图 10）。**对于央行来说，如果政策可信度能够回归，“高高举起，轻轻放下”可能是更优的选择**，这可能也是市场更愿意看到的场景。
- **风险提示：**疫情变异和扩散超预期；供需紧张和地缘政治危机下商品价格超预期大涨

1、《宏观月报 20211213：2022 年美国通胀如何见顶回落？》2021-12-13
2、《宏观周报 20211211：中央经济工作会议释放的三条政策主线》2021-12-11
3、《宏观月报 20211209：11 月信贷：稳了地产，“冷”了谁？》2021-12-09
4、《宏观年度报告 20211209：宏观大年的三条政策主线和资产配置逻辑》2021-12-09
5、《宏观月报 20211209：就业的隐忧》2021-12-09

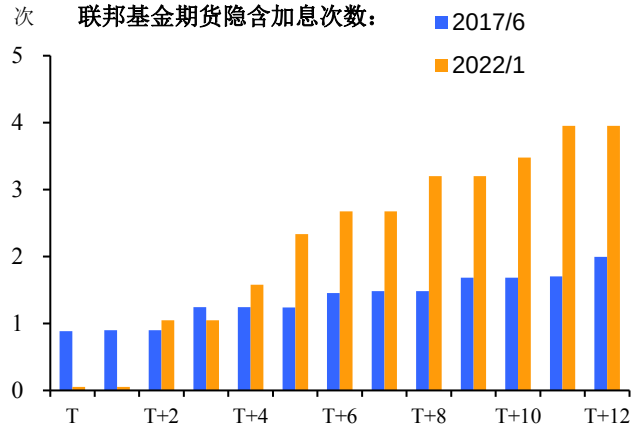
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 1：我们对于美国 2022 年通胀的预测



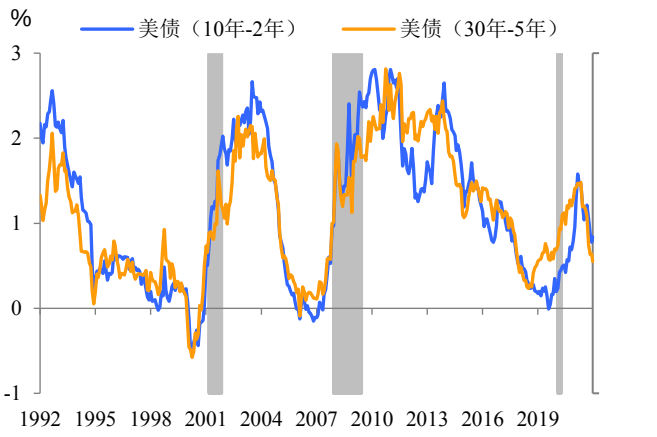
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所测算

图 2：2017 年 6 月和 2022 年 1 月市场对于美联储未来 12 个月内加息次数的预期



注：蓝柱 T 为 2017/06，红柱 T 为 2022/01。
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 3：美债收益率期限利差能够反映市场对经济和政策额度预期



注：阴影区域为美国经济衰退阶段，期限利差通常能较好地预测美国的经济衰退。
数据来源：Wind，东吴证券研究所

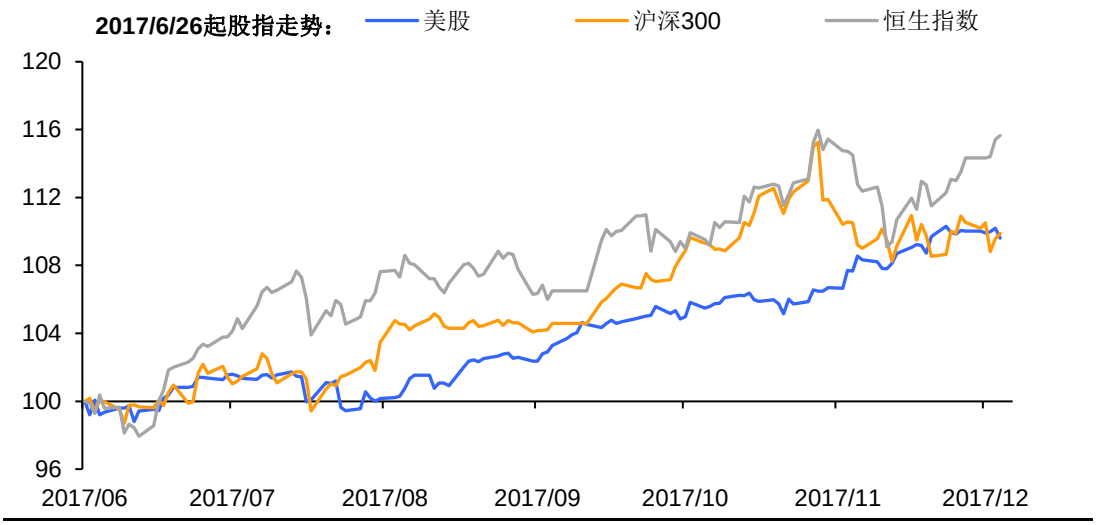
请务必阅读正文之后的免责声明部分

表 1：2017 年 6 月和 2022 年 1 月，美联储官员对于加息和缩表的指引

	官员	日期	美联储官员表态	职位
2017年6月	哈克	2017/6/2	预计美联储2017年加息3次，并将于年内开始缩表。	费城联储行长
	威廉姆斯	2017/6/1	当前美国经济状况非常好，失业率在4.5%以下，经济处于上好增长轨道。如果经济继续走强，美联储2017年可能会一共加息四次。	旧金山联储行长
	卡普兰	2017/6/20	由于美国10年期国债收益率处于目前的低位，美联储在进一步升息时需谨慎行事。资产负债表的收缩应该从2017年底之前开始。	达拉斯联储行长
	威廉姆斯	2017/6/26	由于美国经济处在充分就业状态，且通胀率有望在明年触及美国联邦储备委员会2%的目标，所以美联储需继续逐步升息，以保持经济稳步顺利发展。	旧金山联储行长
	哈克	2017/6/27	鉴于近期通胀疲弱可能是暂时现象，美国联邦储备委员会计划今年再加息一次是合理之举，预计通胀需要更长时间才能升至美联储的目标水准。	费城联储行长
	耶伦	2017/6/28	缩表的进行将是循序渐进地和可预测地，但不会出售资产，当前通胀水平持续低于预期目标。	美联储主席
2022年1月	布拉德	2022/1/6	美联储最早可能在3月升息，在12月重新设定政策后目前处于有利地位，可以在必要时采取更激进的措施抑制通胀，并在加息后不久开始缩表。	圣路易斯联储行长
	梅斯特	2022/1/11	美联储今年可能至少需要升息三次，并开始缩减资产负债表，以应对劳动力市场紧张和通胀持续高企且范围更广泛的局面。既然美国经济已经有所好转，美联储官员应该在不扰乱金融市场的情况下，尽快减持美联储持有的债券。	克里夫兰联储行长
	乔治	2022/1/11	美联储应提前而不是推迟缩表。在不久的将来，美联储应该开始减持新冠疫情期间积累的美国公债和抵押贷款支持证券。	堪萨斯城联储行长
	布拉德	2022/1/12	总体消费者价格数据高于预期，预计今年价格压力将有所缓解，年底个人消费支出价格指数将降至3%。现在美联储也许应该在2022年加息四次，并且应尽快开始加息。	圣路易斯联储行长
	布雷纳德	2022/1/13	理事会预计今年会有几次加息。在结束资产购买计划后就可以马上采取行动，在今年余下的时间里只需要看数据需要美联储采取多少次行动。	美联储理事
	沃勒	2022/1/13	加息三次对于今年来说是一个很好的基准线，但应根据具体通胀情况，来决定加息的次数，因此最终可能会更少，也可能多达五次。	美联储理事
	威廉姆斯	2022/1/14	在将利率从近零水平上调后，美联储应该采取行动减少债券持有量，决策者拥有平稳管理资产负债表所需的工具。决策者可能不会像之前那样等待很长时间才开始削减目前规模超过8万亿美元的债券持有量，目前的资产负债表规模比上一次金融危机后要大得多。	纽约联储总裁

数据来源：美联储官网，路透，彭博，东吴证券研究所

图 4：2017 年美国市场形成加息和缩表预期时各股指走势

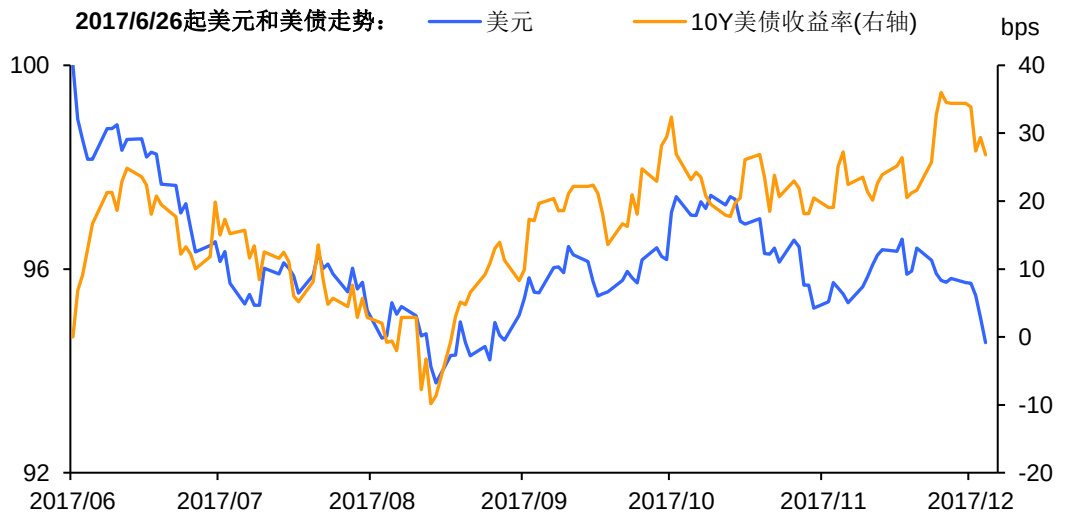


注：将起始点 2017/06/26 设为 100。

数据来源：Bloomberg，Wind，东吴证券研究所

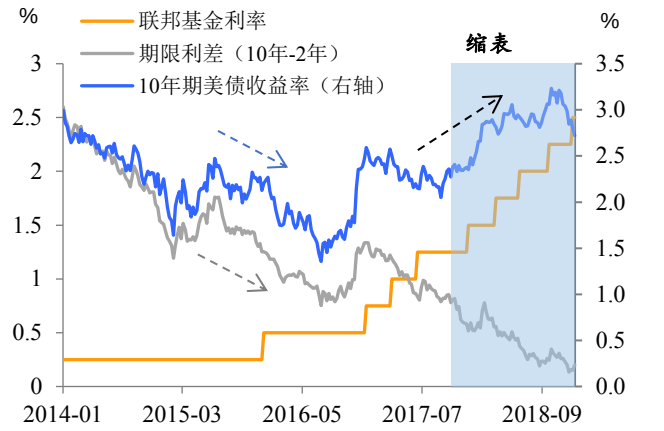
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 5：2017 年美国市场形成加息和缩表预期时美元和美债的走势



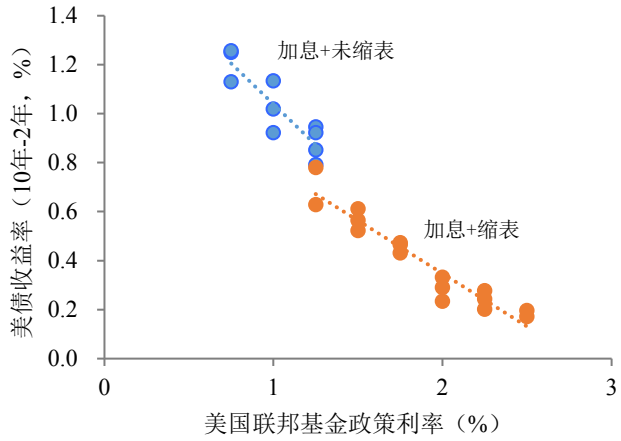
注：将美元指数起始点 2017/06/26 设为 100，美债收益率起始点 2017/06/26 设为 0。
数据来源：Bloomberg，Wind，东吴证券研究所

图 6：缩表会支撑 10 年期美债收益率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 7：缩表对美债收益率支撑主要体现在期限利差上



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 8：美国高收益债信用利差和美股的表现

数据来源：Wind，东吴证券研究所

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_36727