



# 张瑜：市场对美联储紧缩最关注什么？



意见领袖 | 张瑜

主要观点

前言

2020 年我们曾基于市场调研,汇总了市场对中美关系的一致预期在哪里?,勾勒了市场对中美关系关注点的全景图。

当下,美联储紧缩预期快速升温,年内加息预期已提升至 6 次,缩表操作也几乎板上钉钉。那么市场对美联储紧缩究竟关注哪些问题?一致预期的锚在哪里?在本篇报告中,我们再次基于对市场近 15 家头部机构的调研,共对约 200 位投资经理、投研总监和宏观研究员收集了上百个问题,从中为大家勾勒市场对美联储紧缩关注点的全景图。

通过整理可以看到,针对本轮美联储紧缩,机构预期存在两大特点:1、市场上对美联储紧缩的大部分问题存在“一致担忧”,但没有明确的“一致预期”,即普遍担忧美国通胀、美联储紧缩与资产价格的不确定性,但对具体波动的幅度与点位、甚至波动方向都未形成明确的一致预期,我们收集到的问题中以开放性问题为主(如美联储全年是否可能超预期加息?紧缩周期中如何降低全球配置风险? )。2、相比于货币政策本身,货币政策如何影响资产价格是机构更为关注的点。



机构的“一致担忧”有哪些？

一致担忧 1：市场普遍担忧加息超预期会对资产价格形成冲击，且从收集到的问题来看，对超预期紧缩的担忧多于超预期宽松的担忧；但对于美联储是否会超预期紧缩、以及其对市场冲击幅度有多大，市场未形成一致预期。

一致担忧 2：市场普遍担忧加息导致的外资流出可能会对国内资本市场形成冲击，不过对资本流动对我国资产价格的冲击方向与力度有多强，市场似乎未形成一致预期。

一致担忧 3：市场普遍担忧美联储能否有效控制通胀，以及美联储的紧缩行为是否会对经济形成损伤。

一致担忧 4: 对于美元指数走势, 机构更多提出是否有下行的可能性。或反映目前市场对美元指数持续上行的预期已出现了一定的分歧。

机构的关注点主要集中在哪些领域?

可以将机构的关注点大致分为 5 个领域: 资产、货币政策、通胀、资本流动、政治, 收到机构反馈关注问题数分别为 54、25、15、4、2 个, 显示机构普遍对资产、货币政策及通胀关注度较高, 且相比于货币政策本身, 政策如何影响资产价格是机构更为关注的点。

在“资产”领域, 美债未来的走势与点位是市场关注的焦点。机构在资产领域的关注点可分为 4 部分, 分别为货币政策对市场整体冲击、大类资产未来走势、资产配置策略、地区资产价格表现, 其中大类资产未来走势是机构关注的核心。大类资产中, 又以债券(美债为主, 关注美债短期交易策略与长期格局变化)及美元关注度较高。

在“货币政策”领域, 除美联储本身外, 市场也关注欧央行及英央行的政策动态、以及美欧央行紧缩对国内货币政策路径的影响。

在“通胀”领域, 可细分为三个类别: 未来走势、控制措施、对外影响。其中, 机构客户的核心关注点是美国通胀未来走势, 具体包括短期看何时见顶、长期看走势如何。

在“资本流动”与“政治”领域, 机构主要关注外资流动对国内市场的影响; 以及地缘政治风险及欧美关系。

风险提示：关注点的代表性会受到样本数量的限制。

## 报告目录

前言.....	5
<b>一、调研包含了哪些机构？</b> .....	<b>5</b>
<b>二、机构的“一致担忧”有哪些？</b> .....	<b>5</b>
(一) 一致担忧 1: 加息超预期对资产价格的冲击 .....	6
(二) 一致担忧 2: 资本流动对国内资本市场冲击 .....	6
(三) 一致担忧 3: 加息抑制通胀是否有效 .....	6
(四) 一致担忧 4: 美元指数走势 .....	7
<b>三、机构的关注点有哪些：更关注货币紧缩对资产价格的影响</b> .....	<b>7</b>
(一) 总览：机构的关注点主要集中在哪些领域？ .....	7
(二) 详解一：关于资产，机构具体在关注什么？ .....	8
1、货币政策对市场整体冲击 .....	9
2、大类资产的主要关注点：美债 .....	9
3、地区资产的主要关注点：新兴市场 .....	10
4、资产配置 .....	11
(三) 详解二：关于货币政策，机构具体在关注什么？ .....	11
1、美联储政策走向 .....	12
2、美联储政策的影响因素 .....	12
3、美联储的市场预期管理 .....	13
4、其他央行 .....	13
(四) 详解三：关于通胀，机构具体在关注什么？ .....	13
1、未来走势 .....	14
2、控制措施 .....	14
(五) 详解四：关于资本流动与政治，机构具体在关注什么？ .....	15

## 报告正文

## 前言

2020 年我们曾基于市场调研,汇总了市场对中美关系的一致预期在哪里?(详见《中美关系的一致预期在哪?——基于 300 位基金经理调研》),勾勒了市场对中美关系关注点的全景图。

当下,美联储紧缩预期快速升温,年内加息预期已提升至 6 次,缩表操作也几乎板上钉钉。那么市场对美联储紧缩究竟关注哪些问题?一致预期的锚在哪里?在本篇报告中,我们再次基于对市场近 15 家头部机构的调研,共对约 200 位投资经理、投研总监和宏观研究员收集了上百个问题,从中为大家勾勒市场对美联储紧缩关注点的全景图。

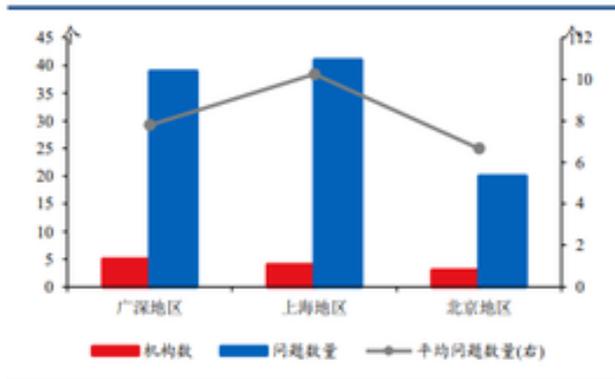
通过整理可以看到,针对本轮美联储紧缩,机构预期存在两大特点:1、市场上对美联储紧缩的大部分问题存在“一致担忧”,但没有明确的“一致预期”,即普遍担忧美国通胀、美联储紧缩与资产价格的不确定性,但对具体波动的幅度与点位、甚至波动方向都未形成明确的一致预期,我们收集到的问题中以开放性问题为主(如美联储全年是否可能超预期加息?紧缩周期中如何降低全球配置风险? )。2、相比于货币政策本身,货币政策如何影响资产价格是机构更为关注的点。下文我们将分别就机构的“一致担忧”与机构提出的各类关注点分布进行详细梳理。

—

调研包含了哪些机构?

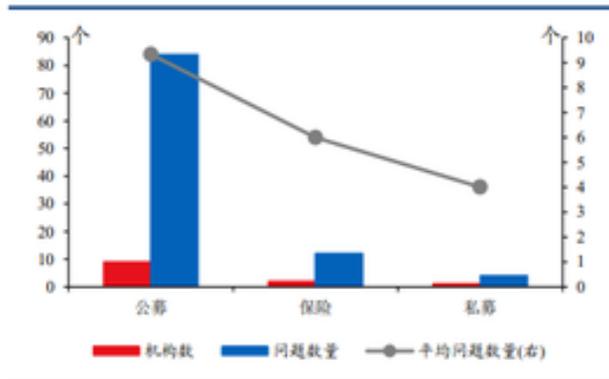
此次资本市场美联储紧缩调研共涵盖 12 家大型机构客户,包括近 200 位投资经理、投研总监和宏观研究员,一共搜集到 100 个与美联储紧缩相关的关注问题反馈。分机构所在地看,各地区机构平均反馈问题数量相近,调研机构中,有 4 家在上海,5 家在广深,3 家在北京,平均反馈问题数量分别为 10、8、7 个。分机构类型看,本次调研中有 9 家公募机构,共反馈 84 个关注问题,平均每家公募机构反馈 9 个;有 2 家保险机构,共反馈 12 个问题,平均每家保险机构反馈 6 个;还有 1 家私募机构,反馈了 4 个关注问题。

图表 1 各地区机构对美紧缩相关问题关注度均较高



资料来源: 华创证券整理

图表 2 公募对美紧缩相关问题反馈数量最高



资料来源: 华创证券整理

## 二

机构的“一致担忧”有哪些?

由于我们采用开放式形式收集机构对美联储紧缩感兴趣的问题,因此汇总得到的问题领域较为分散。我们通过将存在共性的问题进行分类,可以看到目前市场上对美联储紧缩的大部分问题存在“一致担忧”,但没有明确的“一致预期”。例如市场一致担忧美联储加息会造成全球资本流动

格局切换，并对中国等新兴市场带来冲击，但对加息后外资究竟会如何流动并无一致预期。因此这一部分我们将整理目前机构的“一致担忧”有哪些？

图表 3 市场对美联储紧缩的“一致担忧”

市场对美联储的“一致担忧”	一致担忧1: 加息超预期对市场的冲击对超预期紧缩的担忧多于超预期宽松	对超预期紧缩的担忧	美联储是否会比市场预期更激进吗？ 如果美联储更加激进，会有哪些表态的变化？会对市场造成更大的冲击？ 什么情况下，美联储会被迫紧急加息？ 美联储沟通频率似乎在下降，是否只能通过更激进的行动去修正市场预期？ 缩表的幅度是否会超预期，进而对资产价格形成额外的冲击？ 美联储加息是否会停留在预期管理上，实际加息没有那么激进？ 美联储是否会在上半年加息较快，下半年转向温和，从而带来资产价格在二季度出现低点？
		对超预期宽松的担忧	美联储是否会存在上半年加息较快，下半年转向温和，从而带来资产价格在二季度出现低点？
	一致担忧2: 加息带来的资本流动格局切换对国内资本市场的冲击	美联储加息后资本回流美国	美元利率上升，且美国全球地位没有太大变化，是不是会产生全球资本回流？ 这一轮周期中，中国的经济体量已经到了可以跟美国抗衡的地步，因此是否会出现如果美国走向衰退，资本反而会流向中国？过去美联储加息资本流出中国的格局会出现转变？
		美联储加息后资本继续流入中国	基于出口、国际资本流动趋势的转变，这轮紧缩是否对国内资本外流、人民币汇率不会产生过大的冲击？ 在美国加息前，外资从资产配置的角度是怎么看待中国市场的？ 欧洲利率转正，可能带来资金回流欧洲，这相当于又多了一个从中国吸收资金的渠道，是否会对中国资本市场形成更大的冲击？
一致担忧3: 加息抑制通胀是否会失效，并对美国经济形成损伤	欧元区加息带来资本流入欧元区	欧元区紧缩，带来欧元资本回流欧洲，是否会对新兴市场形成更大冲击？ 如果欧元区利率相对美元高出许多，会不会促成资本回流欧洲，构成影响美元的核心因素之一？	
	一致担忧4: 美元指数存在见顶回落的预期	美国本轮通胀在不伤害实体经济的情况下很难控制住？ 美债目前长期收益率比较低是不是与市场押注美联储失败有关？ 通胀是否在一季度达到高点？ 通胀是否会有提前回落的可能，进而导致美联储系统性措施失效，甚至引发新一轮的危机？ 对于通胀，未来欧美国家会不会走类似于沃尔克的方案，选择主动压低需求，而且会走得更快一些？ 市场对通胀的博弈是否比较强：如果通胀回落，那么美联储加息空间会被压缩，如果通胀被证实无法回落，美联储有鹰派的动作，那么未来半年市场是否会比较混乱的时期？ 美元指数是否在上一个高点之后，可能要进入新一轮下行的周期？ 美元指数是否会进入下行周期？	
典型的开放性话题，没有明确方向判断		作为一个投资者，现在的全球资产配置与国内资产配置该怎么选？ 我们可以做什么事情来降低今年大幅度亏损的风险，或者说今年还持点小钱？ 美联储利率可能上行到什么点位？ 资产价格到了什么点位后，市场可以乐观一点？ 如何看待今年通胀的强度和持续时间？ 如何看待中美利差的问题？	

资料来源：华创证券整理

(一) 一致担忧 1· 加息超预期对资产价格的冲击

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\\_38986](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_38986)

