



2022 年美国宏观、货币政策 和利率展望



【财新网】(专栏作家 王龙) 近期美债利率暴跌, 上周 10 年美债收益率暴跌近 30bps 到近期新低 1.34%, 市场恐慌 Omicron 新冠病毒再次施虐导致全球经济封锁。与此同时, 上周美国公布 11 月失业率 4.2% 大幅下降, 鲍威尔国会听证会讲话, 放弃通胀 “暂时论”, 未来几个月可能加快 Taper 进程, 同时 9 月份美联储 FOMC 会议点阵图和市场预期 2022 年美联储可能加息 1-2 次。

那么在 Omicron 新变异病毒压制利率和 2022 年美联储偏鹰派举动下, 2022 年美国宏观经济、通胀、失业以及美国国债利率走势如何?

回顾上一轮 Taper 周期、加息周期前、加息周期和加息停止到降息周期的利率和利差走势:

1. Taper 期间 (2013.04-2014.10): Taper 对短端利率冲击偏小, 对长期利率影响更大。期间, 2 年从 0.25% 上涨到 0.50%, 上行约 25bps, 长端 10 年从 1.6% 上升至 3.0%, 再小幅回落到 2.2%, 整体上升约 60bps。2013 年美债长端利率大幅上升主要源于 Taper 恐慌原因, 这也是因美联储当时和市场沟通较少。本轮 Taper 对于利率曲线整体影响偏温和。

2. 加息周期前 (2014.10-2015.12), 期间由于美联储的通缩风险较大, 长端利率走势疲软, 在 1.5%-2.5% 之间波动, 但短期利率持续走高, 从 0.5% 走高至 1.0%, 美债曲线利差持续从 185bps 下跌至 124bps。加息周期前, 短端利率走升幅度会大于长端利率, 利率曲线趋平。

3. 加息周期中 (2015.12-2018.12), 2015、2016、2017 和 2018 年分别加息 1、1、3 和 4 次, 加息步伐加快。期间发生了几件大事, 2016 年中英国脱欧、2016 年底特朗普当选, 2017 年 10 月美联储开始缩表, 2018 年 3 月中美贸易战爆发。加息周期的前半段往往加息缓慢, 后半年加息较快。加息周期中, 美债利率曲线进一步趋平, 利差水平持续走低。

4. 加息周期后 (2018.12-2019.12), 加息停止, 经济增速下滑, 中美贸易战等因素影响美债收益率大幅下行。加息周期后, 利率大幅回落, 利差上升。

5. 新冠病毒期间 (2019.12-至今), 通胀交易 (Inflation trade)。新冠病毒暴发, 美联储快速降息至 0, 但新冠病毒暴发期间, 全球通胀高企, 短期利率维持 0 附近, 长期利率随着通胀交易 (Inflation trade) 走高, 利差持续走扩到 150bps。

站在 2021 年, 当前所处的经济、货币政策周期环境和 2013 年颇为相似, 展望未来 2022-2024 是否走出 2013-2015 的类似行情? 当然当前环境和 2013 年有相似也有不同, 相同的点是美联储开始 Taper 和预期加息, 不同的是当前所处的通胀环境、新冠病毒 Omicron 对未来的影响却是 2013 年没有的。

今年 6 月份美国通胀高企, 但失业率仍然维持在 5.9%, 那时候美联储的核心焦点在就业情况, 而非通胀。美联储在 12 月以前也一直坚持通胀“暂时论”, 等待就业市场恢复。但随着 11 月失业率回落至 4.2%, 当前

美联储的核心焦点应该转移至通胀，而非失业率。同时 Omicron 病毒短期较大不确定性。

1. Omicron 的推演——高传染和低死亡率特征

当前美债利率部分反应了 Omicron 毒株对于全球经济和通胀反向作用力。Omicron 暴发前，2-10 年利差约为 100-110bps，暴发后 10 年美债利率大幅走低约 30bps，利差走低到约 75bps，当长期利率和利差对 Omicron 毒株的负面影响大约反应了 30bps。

市场之所以出现较大反应主要原因是 Omicron 的传染变异性极强，从 NextStrain 的统计上报数据来看，Omicron 的变异性显著高于过去的 Delta 和 Beta（如图 3），同时从所有病株上报频次来看，截至 2021 年 11 月 29 日，Omicron 病株的发现频次概率达到 68%，快速超过了 Delta(21J) 的频次概率。Omicron 的传染性和变异性确实极强（大概是原始新冠病毒的约 20 倍）。

但从 WHO 的发言人报道，Omicron 还未有死亡病例通报。Omicron 的感染者症状也相对较轻。根据南非医学会方面的信息，已接种过疫苗的 Omicron 感染者出现的症状轻微，未接种者有住院情况，患者的感觉为“极度疲倦”、身体疼痛、头疼。但与 Delta 及早期的新冠病毒不同，到目前为止还没有患者没有反映出现嗅觉或味觉丧失的情况，也没有出现血氧大幅下降的情况。

总结来看，基于目前的数据分析，Omicron 的传染力（或者变异性）较强，但症状较轻，致死率较低。对于未来 Omicron 的变化对市场推演如下：

(1) Omicron 毒株虽然传染力极强，但并未有很高致死率，更多向“流感”方向发展，那么长期利率可能反弹至之前水平 1.6%-1.7%，修复市场之前的过度负反应。

(2) Omicron 毒株继续大范围扩散，感染者症状突然加重，致死率大幅提升，并未引发较大的封锁措施，引发了大范围的经济封锁，那么长期利率可能进一步下跌。

总体而言，全球股市下跌、利率急跌更多是对于 Omicron 毒株的未知恐慌，担忧 Omicron 影响全球经济再次大面积封锁措施。从 Delta 毒株暴发对全球经济和资本市场影响的历史经验来看，以及当前 Omicron 表现出的高传染低死亡率，笔者预计 Omicron 导致经济再次全面封锁的概率较低，Omicron 对全球经济影响偏短期噪音。当然也不排除未来 Omicron 新毒株的特性发生再次变异，对资本市场带来更大的冲击。

2. 2022 年货币政策核心矛盾：通胀的推演

随着 11 月的失业率大幅下降至 4.2%（接近了美联储自然失业率水平），鲍威尔在 12 月的国会听证会删除了通胀是“临时性”的表述，通胀将成为当前美联储货币政策重点关注的变量。从彭博上 52 家全球金融机构预测的

通胀数据来看，2022 年全年平均核心通胀 PCE 约 3.0%，2022 年 Q3 和 Q4 通胀的预期数据逐步下降至 2.7%和 2.5%。从全球经济学家预测来看，长期通胀下移，但短期通胀快速下降的概率并不大，预计 2022 年美国通胀仍然保持较高水平，高于美联储的通胀目标。

通胀对于利率的影响非常明显，那么，短期利率和长期利率对于通胀敏感度如何？当前利率水平和利差水平是否充分反应了当前的高通胀压力？这里对核心通胀 PCE 与 2 年、10 年利率和利差进行历史回归分析。

(1) 通胀和美债利率曲线整体水平呈现较为明显的正向相关性。但短期利率对于通胀的敏感系数 (1.4963) 高于长端利率的敏感系数 (1.2945)。

(2) 通胀和美债曲线利差呈现较为明显的负向相关性 (-0.2018)。随着通胀走高，利差的整体水平反而越低，随着通胀走低，利差整体水平反而越高。在市场的演化过程中，当通胀持续走高时，美联储会采取紧缩的货币政策，曲线表现为熊平，当通胀走低时，美联储的态度理应变得相对更鸽派，曲线表现为牛陡。

(2) 随着通胀走向回归美联储的通胀目标 (2%)，对应的利差的商数

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_30839

