

美联储加速缩债 如何理解美股不跌反涨

事件：

北京时间周四（12月16日）凌晨3点，美联储公布利率决议，维持0-0.25%的利率不变，符合市场预期。美联储加速Taper，从明年1月起，将每月资产购买规模由减少150亿美元增加到减少300亿美元，即每月减少购买200亿美元的美国国债和100亿美元的机构住房抵押贷款支持证券（MBS）。

点评：

美联储如预期收紧。本次会议要点如下：一、**美联储加速Taper，2022年3月结束购债**，从明年1月起，将每月资产购买规模由减少150亿美元增加到减少300亿美元，即2022年3月结束购债。二、**点阵图进一步释放鹰派信号**。点阵图显示，三分之二官员预计2022年将加息三次，六成预计2023年再加息三次。但也需要指出的是，历史上美联储利率点阵图对实际加息路径的指示效应很差。三、政策声明已经不再提通胀是暂时的。将上次决议声明中的“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”改成“疫情相关的供需失衡和经济复工已经继续助长通胀处于高水平。”

会后鲍威尔的发言要点。“有望在明年3月中旬完成缩债。在缩债结束之前，美联储不会开启加息进程”“尚未针对完成缩债与开始加息的时间间隔做决定。缩债结束和开始加息之间不会间隔太长时间”“可能在实现充分就业前加息，预计2022年将实现充分就业”总体来讲，预计2022年3月会议才会释放“考虑讨论加息”的信号，实现充分就业可能是成为加息的条件。

目前市场正在计价通胀见顶回落。根据我们此前分析显示，目前种种线索指向市场正在计价通胀见顶回落逻辑，在12月10日公布的美国10月CPI刷新近39年新高后，10年期美债利率从1.52%的高点回落至1.47%，代表市场加息预期的美国联邦利率期货隐含利率也录得回落，此外美股也进一步冲高。而**本次议息会议结束后隔夜市场表现乐观**，会议后美股进一步走强，美债利率上行有限，美元指数走平，其中主要是计价通胀见顶回落，其次也有“卖事实”的影响。

12月16日的欧洲央行议息会议或将影响短期美元走势。近期欧洲央行官员更多的还是延续政策宽松的主张，结合近期欧洲新增确诊病例不断刷新历史新高，预计欧洲12月议息会议将不会提速紧缩进程。但也需要指出的是，持续走高的通胀也正压缩欧洲央行的政策空间，一旦超预期出现加速紧缩的言论，或将逆转短期美元的强势走势。

2022年下半年可以关注加息周期下的配置机会。在加息预期走强阶段，美元指数将走强、新兴市场股指、黄金、原油和整体商品均录得调整，美债利率并未出现明显上行趋势；在加息靴子落地后，美债利率开启上行趋势，美元指数见顶回落，新兴市场股指企稳反弹。

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

首先我们目前预计明年美联储仅加息一次。从联邦基金利率期货隐含政策利率来看，2015年-2018年的上轮加息周期中，市场在加息前期高估了加息幅度，而在加息后期低估了加息幅度：2015年年初市场预期全年将加息2次，联邦基金利率由0.25%上调至0.75%，然而事实是美联储知道2015年底才加息1次至0.5%。而2018年年初市场预期加息2次，联邦基金利率由1.5%上调至2%，而实际上2018年全年加息4次，联邦基金利率上调至2.5%。

从节奏上来看，明年3月的议息会议前后可以开始考虑加息预期配置，参考上轮加息周期，美联储在正式加息前会议措辞将经历“考虑讨论加息”“公布加息条件”“正式加息”三个阶段，预计在明年结束购债的当月会议或者前一次会议上将公布“考虑讨论加息”的措辞。

结合当下现实来看，美联储加息甚至Taper将面临重重障碍，包括流动性紧张对金融市场和企业债券的风险冲击，以及拜登中期选举保障民主党支持率的诉求，甚至在美国新财政主义的实践过程中，也需要一个相对宽松的货币环境来提供财政长期扩张的空间，因此我们认为2022年仅将实际加息一次。

从加息影响来看，首先我们选取美联储官员的重要发言，以及加息事实来作为定价锚来分析加息预期的影响：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综指调整等表现（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、大宗商品企稳反弹，黄金并未明显调整。

其次，我们引入美国联邦利率期货隐含政策利率作为加息预期做进一步分析。从上述加息预期和资产价格相关性来看，美债利率、原油与加息预期的正相关性较高；美元指数、黄金于加息预期存在偏弱的负相关性；而股指、商品、新兴市场股指和加息预期存在弱正相关性。和前文的分析结论相吻合。

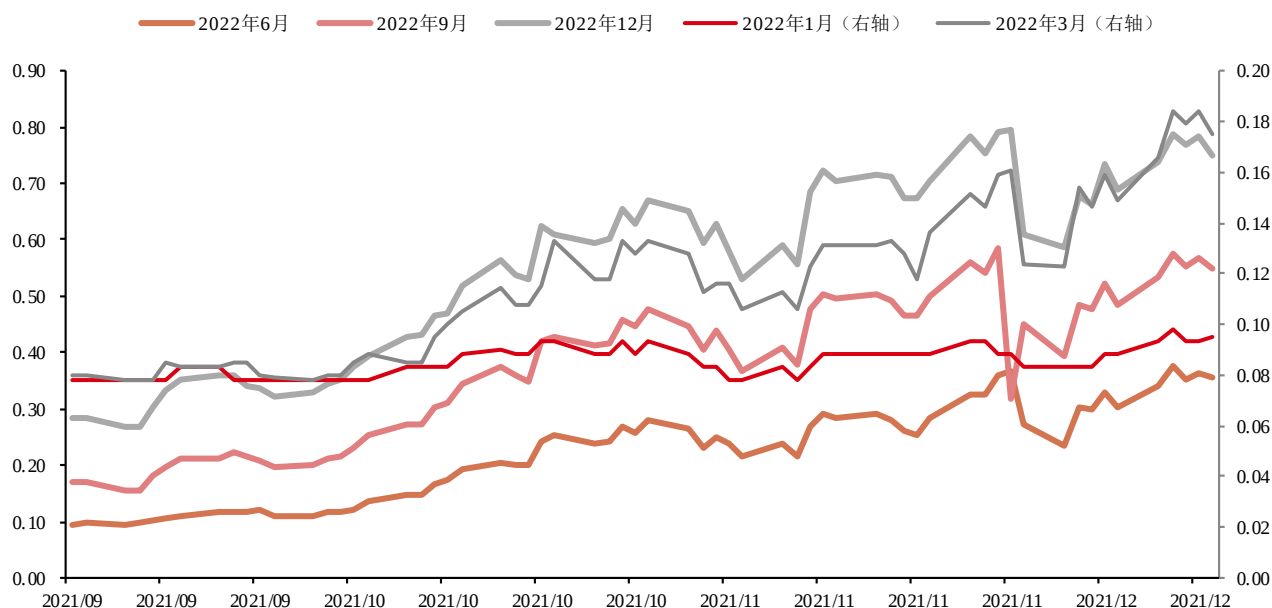
图 1: 近期美联储官员接连“放鹰”

时间	官员	关键词	摘要
12/1	克利夫兰联储主席梅斯特	加速 Taper 会给美联储在未来带来更多选择，并对明年加息保持开放态度	“加速 Taper 对美联储来说无疑是更保险的举措，能让美联储有更多的选择权。考虑到目前通胀高企，就业强劲的经济数据，我非常支持这一举措。此外，若明年通胀无显著回落，美联储可以在必要的时候选择加息。”“鉴于我们对经济的了解，我支持在明年第一季度或第二季度初完成 Taper。”
11/30	美联储主席鲍威尔	加速 Taper，放弃“暂时性通胀”措辞	称“是时候放弃通胀‘暂时性’这个词了”，并表示可能提前几个月完成 Taper。
11/28	亚特兰大联储主席博斯蒂克	2022 年加息两次，第一季度末第二季度初完成 Taper	认为美联储可能会在 2022 年加息两次以应对通胀。他表示：“如果通胀继续比我们预期的高，那么二次采取行动将是很有必要的。同时，我们可能需要更快地采取行动。”“从我的角度看，在 2022 年第一季度末第二季度初完成 Taper 是一个合理的选择。如果此时通胀大幅上升，美联储将有更多的选择。”
11/25	旧金山联储主席戴利	支持加快 Taper	如果通胀仍然高企且就业增长保持强劲，她将对加快美联储缩减资产购买的步伐持开放态度。“如果情况继续按照现在这样进行，那么我将完全支持加快缩减的步伐。”关于加息，戴利表示，她想先看看明年第一和第二季度的经济表现如何，然后再做决定。
11/20	美联储理事沃勒	支持加大减码购债力度	如果就业增长保持强劲，通胀率远高于美联储 2% 的目标，美联储可能不得不加快 Taper 进程（购债缩减），并尽快调整政策利率。

数据来源：华泰期货研究院根据公开信息整理

图 2: 当前美国联邦利率期货隐含的政策利率

单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 3: 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				2015/6/17 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。
2015/7/29	按兵不动	议息会议		
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 4： 2015 年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	伦金
2014/3/20	一周后	-0.05%	-0.41%	-3.89%	1.13%	-0.1	3.68%	1.42%	-2.34%
	一月后	-0.36%	1.12%	-3.65%	2.21%	-0.06	7.23%	3.18%	-3.03%
2015/4/29	一周后	1.75%	-0.14%	0.92%	1.31%	0.06	-5.22%	-0.18%	-1.46%
	一月后	2.88%	0.95%	3.06%	-0.17%	-0.13	-3.48%	-2.84%	-0.24%
	一周后	-0.01%	-0.83%	-0.50%	0.16%	-0.03	1.62%	1.80%	-0.65%
	一月后	0.56%	-9.92%	-11.49%	1.33%	-0.27	-10.27%	-21.20%	1.72%
2015/12/16	三月后	-3.36%	-0.83%	-5.43%	7.63%	-0.42	4.61%	11.75%	16.45%
	半年后	-4.80%	0.31%	-4.61%	12.38%	-0.63	3.90%	35.70%	19.21%

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_31310

