



孙彬彬：海外加息预期上升， 该如何看待？



意见领袖 | 孙彬彬 / 许锐翔 / 廖翊杰



摘要：

当前美国高通胀与顽固通胀的风险已经不可忽视，如果联储不及时加以应对，后续可能导致更大的政策转向、以及金融与经济动荡风险。所以，即使联储加速缩减购债，加息预期上行，但市场仍反映积极。

综合考虑联储货币政策框架与政策规则，抑或是参考历史、以及英国央行行动，明年联储加息的概率确实有明显上升。目前看来，明年联储至少加息一次的可能性较大。但是否会连续加息还有待观察，历史没有给出明确答案。

对美债而言，鉴于我们判断，明年美国仍将面临较高的通胀压力，联储存在延续当前收紧货币政策趋势的可能。总而来看，我们认为明年美债大概率走平，加速上行后续前期高点突破 1.8% 的可能性仍不大，参考当前

2.5%左右的通胀预期位置，后续 TIPS10 年突破-0.7%的可能性较低，实际美元流动性大概率仍将维持平稳。美元指数企稳概率也较高。

至于风险，我们提示两方面，如果明年美国经济表现出超预期的强劲动能，抑或是中国经济有退出表现，在联储加速收紧货币政策的基础上，不排除长端美债走熊的可能。

对国内债市而言，央行信用稳固，货币政策独立性较高，人民币避险属性提升，联储转向不必然制约央行货币政策宽松。央行是否选择降息降准，更多是出于对国内基本面的考虑。

从这个逻辑外推，国内利率定价还是立足内因为主展开对应定价，外围或有扰动，但是方向无虞。

风险提示：国内外疫情发展超预期、国内外经济增长超预期、国内外政策调整超预期。

12月16日联储议息会议声明，将加速缩减购债规模，加息预期上升。同时，英国央行宣布加息。怎么看外围形势变化？

1. 如何理解联储决议？

加速缩减购债意味着联储已经将货币政策重心转向防通胀。

联储声明不再提及暂时性通胀，鲍威尔也在发布会上坦言，高通胀与顽固通胀的风险迫使联储加快收紧货币政策。

为何联储加速收紧货币政策反而会受到市场欢迎？

从发布会后美国股市涨幅扩大、债市收益率回落的表现看，市场反映无疑是偏积极的。

原因在于，首先，数据表明，高通胀与顽固通胀的风险已经升至不可忽视的地步。如果联储当前仍不加以应对，通胀风险将进一步上行，进而侵蚀经济复苏，并最终迫使联储更大力度的转向，造成难以预计经济与金融动荡。

其次，联储决议基本符合市场预期。不论是决议将每月缩减购债规模翻倍，还是加息点阵图显示的，多数委员预计明年加息三次，均符合市场预期。

整体而言，联储正视通胀风险，降低了未来政策的不确定性，得到了市场的积极回应。

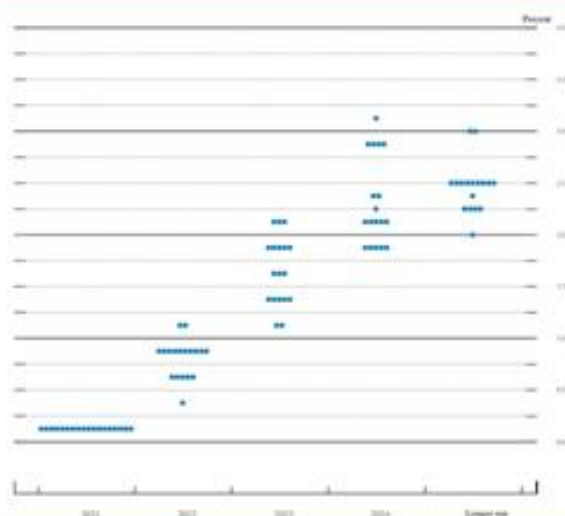
当然，市场之所以反映积极，根本原因还是市场预计，即使联储加速转向，流动性仍将维持在相对较低的、对市场友好的水平。

图 1: 议息会议前联储观察工具显示的明年加息情况



资料来源: WIND、天风证券研究所

图 2: 加息点阵图



资料来源: FED、天风证券研究所

2. 联储会如期加息吗？

明年加息是否满足联储规则？

决定美联储货币政策立场的，首先是货币政策框架，即《长期目标与货币政策政策》。

今年修订的新框架主要有两方面指引：一是促进最大水平就业，新框架基于的是对当前就业与最大水平就业的缺口的评估，而不是对当前就业与最大水平就业的偏离。

二是价格稳定，新框架注重平均通胀目标，允许通胀在一定时期低于 2% 的目标后，在一定时期适度高于 2%，最终目标是将长期通胀预期锚定在 2% 的目标上。

联储声明表示，劳动力市场与通胀发展均取得了进一步改善。因此从

框架出发，联储收紧货币政策的决议是符合规则的。

联储收紧货币政策是否意味着加息临近？答案是并不一定。

引入简单规则，目的在于促进公众对政策制定者目标和战略的理解，使得货币政策按照可预测的方式对经济状况的变化做出反映。但政策执行者如何决策，力度如何把握，美联储仍有较高的灵活性。

联储在今年 7 月发布的《货币政策报告》中明确，简单规则将政策利率与少数其他经济辩论联系其他，通胀包括通胀与其他衡量经济的指标。政策制定者参考从各种政策规则（例如泰勒规则）中的得出的政策利率作为指导，而不是机械地遵循任何特点规则的规定。

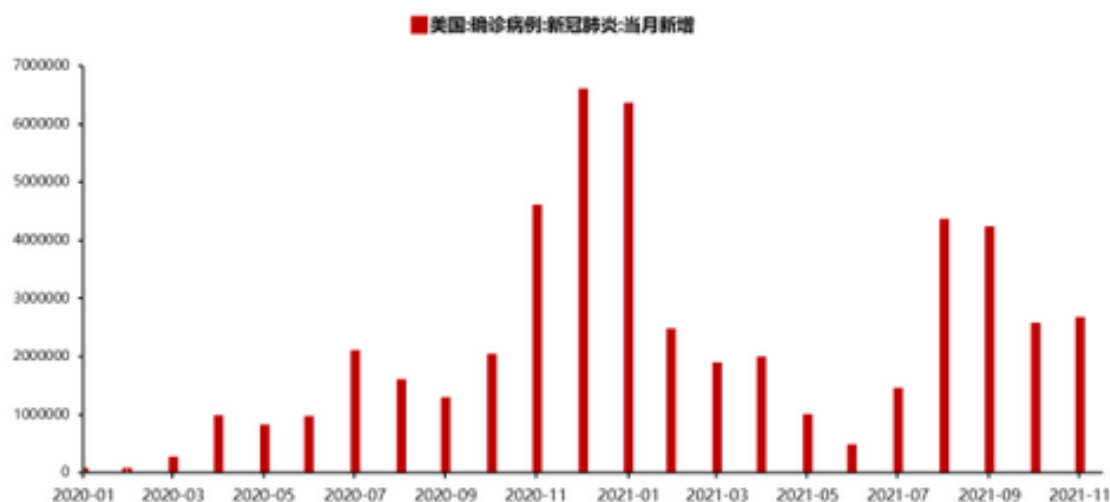
联储收紧货币政策到何种程度？最终是否加息？还将考虑包括疫情、劳动力市场状况、通胀压力和通胀预期、金融稳定和外部风险在内的广泛信息。

其一，疫情发展。对此我们不做过多讨论，只是转述当前市场的初步共识。目前多数经济体仍未再度采取封锁措施。而且从陆续披露的实验数据看，虽然奥密克戎可能提高免疫突破的风险，但其重症率与死亡率并没有明显提升，当前治疗手段也仍有效果。

我们认为，奥密克戎可能加剧未来疫情发展与对经济冲击的不确定性，但疫情对经济的负面冲击估计仍将进一步趋弱。未来可能不再是制约联储货币政策的重要因素。

鲍威尔在发布会上也表示，美国民众要学会与疫情共存。

图 3：美国疫情（例）



资料来源：WIND、天风证券研究所

其二，劳动力市场状况。促进最大水平就业是美联储的双重法定目标之一；就业问题事关民生，是政治家最关注的经济数据之一；就业读数能够综合反映经济状况，其松紧程度是评估经济供需是否平衡的最重要数据之一。

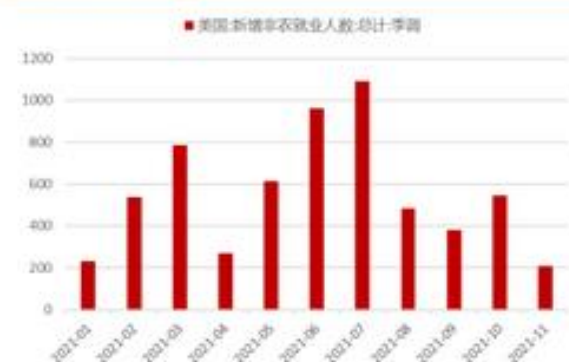
所以劳动力市场状况的表述看似简单，其实包含了非常多的不确定性。对劳动力市场状况的评估，是联储灵活性的最主要来源。

议息会议声明，在劳动力市场最大就业水平前，维持当前利率区间水平是合适的。但鲍威尔随即在发布会上表示，预计明年将实现充分就业，为明年加息扫清障碍。

根据数据评估，以近三个月平均新增非农就业人数约 55 万人计算，

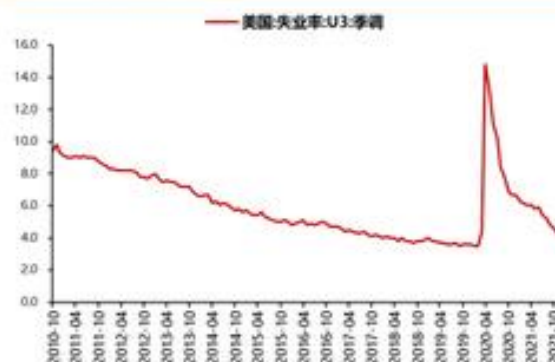
乐观情况下，明年二季度末美国就能够抹平非农就业缺口。所以市场对美联储明年可能加息，并且可能多次加息的预测仍是合理的。

图 4：美国新增非农就业人数（千人）



资料来源：WIND、天风证券研究所

图 5：美国官方失业率（%）



资料来源：WIND、天风证券研究所

还有就是，虽然美国劳动参与率距离疫情前仍有差距，不过财政刺激与居民薪酬水平的快速增长，实际上保证了居民收入水平的稳定，减少了加息对消费的冲击。这或是鲍威尔做出加速收紧货币政策的重要支持。

我们认为，虽然存在不确定性，未来美国劳动力市场的持续改善是可以期待，政策端对劳动力市场的评估仍是较为正面的。乐观情况下可能在明年二季度实现充分就业，届时预期如果能够实现，将不会成为制约联储货币政策的因素。

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_31457

