

如何解读 FOMC 12 月会议？——我们需谨防 2022 年上半年全球风险资产的分子分母双杀

FOMC 背景

2021 年 12 月 15 日，美联储召开 12 月 FOMC 会议。此次会议备受关注。伴随着美联储货币政策不确定性上升，美国国债市场的波动率上升到 2021 年年内最高点。债市的动荡反映了投资者之间存在分歧。同时，美债长端收益率曲线自 10 月起倒挂，收益率曲线倒挂通常被认为是经济衰退前兆的信号，这更加剧了市场的不确定性，进而带动了全球资本市场出现剧烈波动。

12 月 FOMC 决策主要内容

- 美联储宣布从 2022 年 1 月起加速缩减，每月购债减少量从 150 亿美元升至 300 亿美元，缩减速度翻倍。按此速度，购债结束时间将从 2022 年第二季度提前至第一季度。
- 美联储对利率的展望中枢明显上移。FOMC 利率预测点阵图显示：对 2022 年预测由 9 月预测 0.29% 提升至此次的 0.81%，对 2023 年预测由 9 月 0.89% 提升至此次的 1.65%，2022 年及 2023 年分别上升约 52bps 及 76bps，隐含此次美联储 FOMC 会议相较 9 月的预判，2022 年额外增加 2 次加息及 2023 年额外增加 3 次加息。
- 进一步上调通胀预期，并下调失业率预期至疫情后新低。针对市场目前所最为关注的通胀指标，此次 FOMC 进一步上调了 2022 年及 2023 年 PCE 和核心 PCE 预测。其中 2022、2023 年 PCE 预测上调至 2.6% 和 2.3%，较 9 月的预测分别上升了 0.4 和 0.1 个百分点。2022、2023 年核心 PCE 预测上调至 2.7% 和 2.3%，较 9 月的预测分别上升了 0.4 和 0.1 个百分点。不难看出，美联储最为关注的核心 PCE 指标来说，即使 2023 年也依旧高于 2% 的目标值水平，这无疑显示了美联储对于通胀的担忧进一步上升。
- 下调 2021 年和 2023 年的实际 GDP 增速预期，仅上调 2022 年的预期。其对于 2021 年的实际 GDP 增速预测由 6 月的 7.0% 下降至 9 月的 5.9%，此次则进一步下降至 5.5%，2022 年的实际 GDP 增速有 3.8% 上调至 4.0%，2023 年预测由 9 月的 2.5% 下调至 2.2%。

蔡瑞，CFA

策略分析师

carl_cai@spdbi.com
(852) 2808 6437

2021 年 12 月 17 日

相关报告：

[《2022 年中国股市策略展望：先下后上，上半年需谨慎》](#) (2021-12-03)

[《全球股市资金流动能有筑顶迹象，建议投资人继续保持谨慎》](#) (2021-09-20)

[《大幅下挫后的互联网板块是否已到抄底的时候？——见微知著》](#) (2021-07-22)

[《2021 年中期策略：高处不胜寒，审慎中前行》](#) (2021-06-04)

[《板块四分法——市场预期的共识与分歧？》](#) (2021-05-31)



扫码关注浦银国际研究

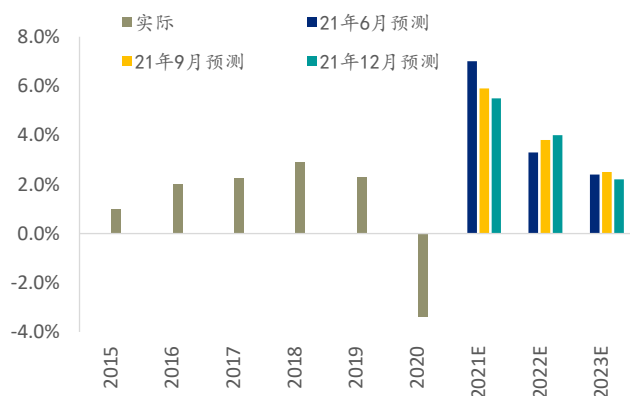
图表 1：近三次 FOMC 会议对各项指标的预测

指标	预测时间	中位数 (%)			
		2021	2022	2023	长期
实际 GDP 增速	2021 年 12 月	5.5 ▼	4.0 ▲	2.2 ▼	1.8
	2021 年 9 月	5.9	3.8	2.5	1.8
	2021 年 6 月	7.0	3.3	2.4	1.8
失业率	2021 年 12 月	4.3 ▼	3.5 ▼	3.5	4.0
	2021 年 9 月	4.8	3.8	3.5	4.0
	2021 年 6 月	4.5	3.8	3.5	4.0
PCE	2021 年 12 月	5.3 ▲	2.6 ▲	2.3 ▲	2.0
	2021 年 9 月	4.2	2.2	2.2	2.0
	2021 年 6 月	3.4	2.1	2.2	2.0
核心 PCE	2021 年 12 月	4.4 ▲	2.7 ▲	2.3 ▲	—
	2021 年 9 月	3.7	2.3	2.2	—
	2021 年 6 月	3.0	2.1	2.1	—

注：▼=下调预测；▲=上调预测；

资料来源：美联储，浦银国际

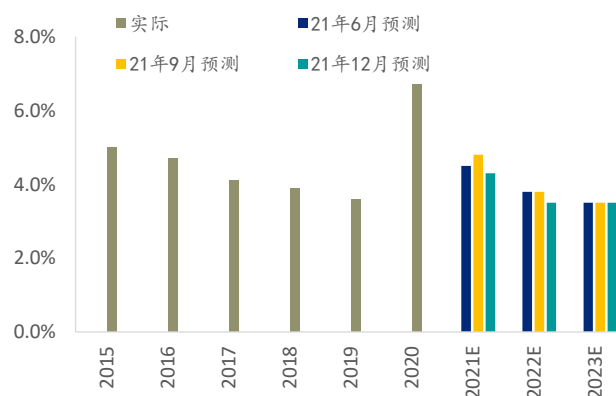
图表 2：美国实际 GDP 增速及 FOMC 的预测



注：E=美联储预测

资料来源：美联储，浦银国际

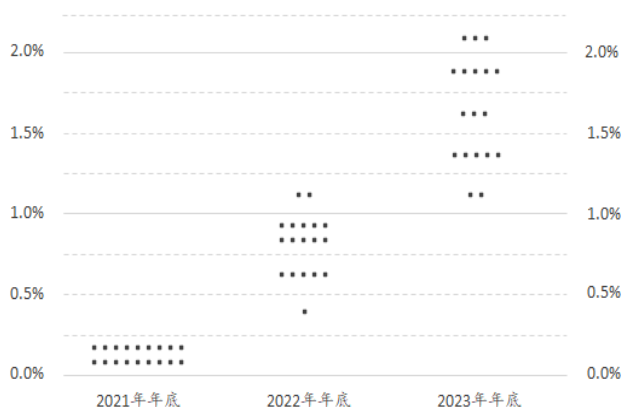
图表 3：美国失业率及 FOMC 的预测



注：E=美联储预测

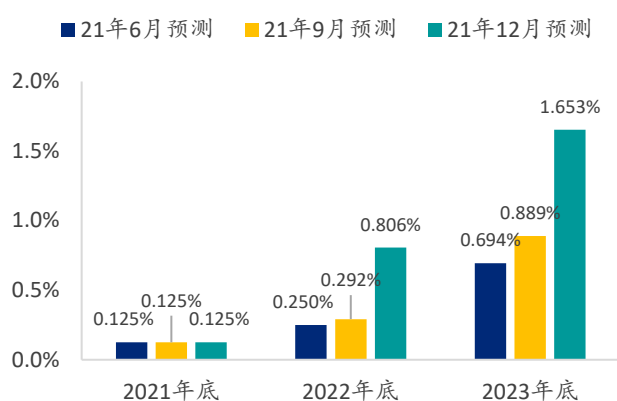
资料来源：美联储，浦银国际

图表 4: 此次 FOMC 的点阵图



资料来源: 美联储, 浦银国际

图表 5: 2020 年 9 月至今, FOMC 的利率预测均值



资料来源: 美联储, 浦银国际

12 月 FOMC 决议出炉后的市场利率预期

在 12 月 FOMC 决议出炉后, 利率期货出现大幅变化, 市场对于美联储的加息时点预期进一步提前。市场预期 2022 年 6 月美联储加息的概率飙升至 82.24%。2021 年 10 月, 市场认为 2022 年累计加息幅度的基准场景为 25-50bps (即 1-2 次加息), 但目前, 市场却认为 2022 年累计加息幅度的基准场景为 75-100bps (即 3-4 次加息)。市场的加息预期已经非常满了, 因为这个加息节奏已经堪比 2015 年美联储开启加息周期后最快的加息节奏 (2018 年加息四次)。

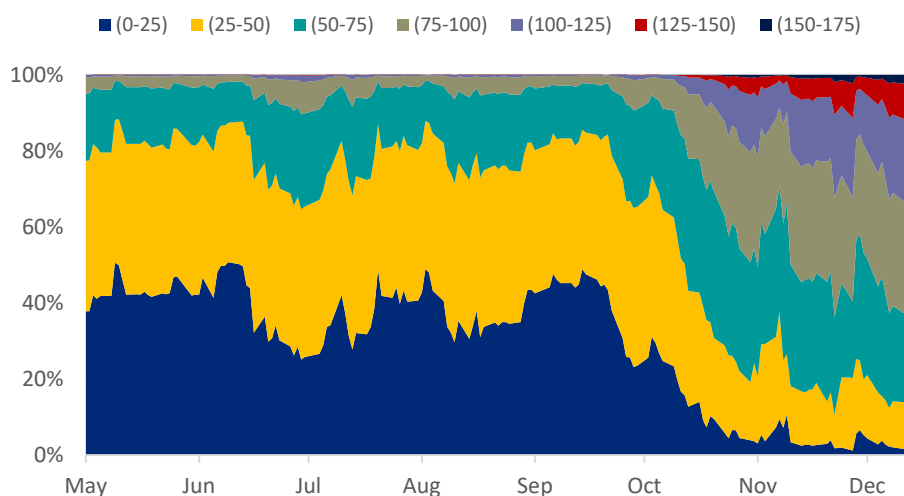
图表 6: 基于利率期货所隐含的美联储加息概率

FOMC 会议日期	加息概率
2022 年 1 月 26 日	4.96%
2022 年 3 月 16 日	39.95%
2022 年 5 月 4 日	59.89%
2022 年 6 月 15 日	82.24%
2022 年 7 月 27 日	87.53%
2022 年 9 月 21 日	91.65%
2022 年 11 月 2 日	93.72%
2022 年 12 月 14 日	97.31%
2023 年 2 月 1 日	97.91%

注: 截至 2021 年 12 月 16 日

资料来源: CME Group, 浦银国际

图表 7：市场预期 2022 年的累计加息幅度（bps）的概率分布



注：基于 CME 利率期货价格测算
资料来源：CME Group，浦银国际

解读：

- 此前美联储主席鲍威尔改称通胀并非是“暂时”的，并进一步上调未来数年的通胀预期，因此此次加速 QE 退出、可能在 2022 年提早且更大幅度的加息背后的最主要推动力是通胀问题的凸显。我们通过环比进行估测，美国 PCE 大概率会在 2022 年上半年见顶回落，而随着全球供应端问题逐步缓解，通胀问题大概率会有所缓解。但在 2022 年上半年全球市场很可能不得不忍受由于通胀高企而带来的货币政策加速收紧的难题。
- 另一方面，美联储连续下调 2021、2023 年的 GDP 增速预期，从风险资产的角度来说是利空因素，因为通胀高企却叠加了经济基本面走弱，这对于股票市场的盈利端来说很可能会造成下行压力。
- 宏观经济基本面对应 DDM 模型中的分子—企业盈利端，而流动性则对应了 DDM 模型中的分母端，流动性的紧缩并不可怕，因为只要分子的扩张大于等于分母端的扩张，那么市场仍有可能走牛。但如果通胀高企、宏观经济基本面的走弱（DDM 模型中分子企业盈利端走弱）再叠加流动性的加速紧缩（DDM 模型中分母流动性紧缩）的场景出现，我们无疑需要警醒，这很可能佐证了我们在 2022 年度策略报告中所提到的“海外市场至少在 2022 年上半年很可能面临分母分子双杀的尴尬局面”，因此我们对于 2022 年上半年的风险资产需要保持谨慎。

如果 2022 年上半年美国的通胀出现见顶回落，届时将带来通胀预期的再修正、加息预期的再修正，方能带动全球风险资产的企稳回升。但在此之前都需要对全球风险资产保持谨慎。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明:(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写 ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

王奕旻

stephy_wang@spdbi.com

852-2808 6467

浦银国际证券财富管理团队

华政

sarah_hua@spdbi.com

852-2808 6474

陈岑

angel_chen@spdbi.com

852-2808 6475

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

