

宏观周观点

2022 年 9 月 27 日

美国加息终值上调，多国货币承压

宏观周观点 20220927

核心内容：

- **美联储上调加息终值，衰退可能加大：**9月21日，美联储FOMC会议在8月核心CPI超预期后继续加息75bps，联邦目标基金利率达到3.00%-3.25%。美联储宣称将继续执行量化紧缩（QT）计划，9月QT上限将从475亿美元/月提升至950亿美元/月。经济预测（SEP）中，美国的GDP增速被再次下修，2022年仅0.2%，2023年1.2%。而失业率也有上调，2022年将达到3.8%，未来两年保持4.4%。8月核心CPI意外上行推动了新终点至4.50%-4.75%（4.6%）；同时，2022年末的利率预期中位数上升了100bps至4.25%-4.50%（4.4%）。如此，美联储年内保持高压加息，在2023年初达到“利率终点”并在上半年坚持不降息的格局基本确立。
- **日本干预外汇市场，恐难改日元颓势：**美联储9月FOMC会后美元兑日元一度跌至145.76，为1998年7月以来首次。随后，日原则突然升值，汇率高回升至140.89，而日本财务省晚些时间承认在市场中卖出美元（日经测算数据额约250亿美元/3.6万亿日元），对汇率进行了干预，而上一次干预还是在1998年6月。目前来看，YCC使得数量不明的利差交易更易卖空日元套利，仅靠外汇市场干涉是无法稳定日元币值的，即使日元在干预下有所升值，也大概率会在强美元之下远高于近年来110-120的区间。日央行的货币政策受到严重挑战。
- **英国计划大规模减税，英镑重挫：**英央行于9月22日宣布加息50bps至2.25%并于10月开始量化紧缩（QT），但其目前在遏制通胀的战役中“腹背受敌”，因为新首相特拉斯的“涓滴经济学”会进行50年来的最大幅度减税、扩大国防支出。在新财长科沃滕公布了由债务扩张支撑的450亿英镑的减税计划后，市场反应激烈：10年金边债券上行27bps至3.77%，英镑同样遭到抛售，兑美元跌破1.09，为1985年以来最低。
- **市场利率下行，人民币继续贬值：**公开市场投放1000亿，回笼80亿，净投放920亿；国内流动性整体环境宽松，市场利率整体下行，继续低于同期政策利率：DR007本周五依然低于7天逆回购利率44.46bps。人民币汇率短期面临较大贬值压力，国内降息受到限制，降准概率更大。
- **猪菜价格上行：**全国瘦肉型生猪出栏均价9月25日价格24.04元/公斤，比上周上行2.34个百分点。本周寿光农产品物流园蔬菜价格环比上涨0.72%。
- **大宗商品下跌，库存下行：**9月23日布伦特原油86.15美元/桶，WTI原油78.74美元/桶，分别较上周下行5.69%和7.48%。国内煤炭价格回升，钢厂开工率上行，钢铁价格回升。

核心风险：疫情超预期变化，中美欧经济更快下行

分析师

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515030003

特别感谢：

于金潼

国家	日期	事件或数据
中国	9月27日(周二)	中国8月规模以上工业企业利润率-YTD(%)
	9月30日(周五)	中国9月官方制造业 PMI, 中国9月财新制造业 PMI
欧洲	9月26日(周一)	---
	9月27日(周二)	---
	9月28日(周三)	德国10月 GfK 消费者信心指数, 瑞士9月瑞信/CFA 经济预期指数
	9月29日(周四)	欧元区9月经济景气指数, 欧元区9月消费者信心指数终值, 德国9月 CPI 年率初值(%)
	9月30日(周五)	欧元区9月调和 CPI 年率-未季调初值(%), 欧元区8月失业率(%), 欧元区9月核心调和 CPI 年率-未季调初值(%), 德国8月实际零售销售月率(%), 德国9月季调后失业率(%), 英国第二季度生产法 GDP 年率终值(%), 瑞士8月官方储备资产(亿瑞郎)
	9月26日(周一)	---
美国	9月27日(周二)	美国8月营建许可修正数据, 美国8月耐用品订单月率初值(%), 美国9月谘商会消费者信心指数, 美国8月季调后新屋销售年化总数(万户)
	9月28日(周三)	美国8月批发库存月率初值(%), 美国8月季调后成屋签约销售指数月率(%), 美国当周 API 和 EIA 原油、汽油变动
	9月29日(周四)	美国第二季度实际 GDP 年化季率终值(%), 美国第二季度 GDP 隐性平减指数季率-季调后终值(%), 美国截至9月24日当周初请和续请失业金人数(万), 美国第二季度核心 PCE 物价指数年化季率终值(%)
	9月30日(周五)	美国8月 PCE 和核心 PCE 物价指数年率(%), 美国8月个人支出月率(%), 美国9月芝加哥 PMI, 美国9月密歇根大学消费者信心指数终值
其他	9月30日(周五)	日本8月失业率(%)

目录

一、新的利率终点浮现, 美国衰退可能很大	3
二、日本干预外汇市场, 但恐难改日元颓势	4
三、英国特拉斯政府开启减税计划, 英镑重挫	6
四、市场利率略有下行, 人民币继续贬值	7
五、猪菜价格上行	9
六、大宗商品下跌, 社会库存下行	11
(一) 原油大跌, 煤炭上涨	11
(二) 钢铁价格回升, 社会库存下行	12

一、新的利率终点浮现，美国衰退可能很大

9月21日，美联储FOMC会议在8月核心CPI超预期后继续加息75bps，联邦目标基金利率达到3.00%-3.25%。美联储宣称将继续执行量化紧缩（QT）计划，9月QT上限将从475亿美元/月提升至950亿美元/月。

鲍威尔在发布会中表示家庭、商业和市场调查预测都显示长期通胀预期锚定较好，近期出现了下行趋势，虽然这并不足以让美联储沾沾自喜；当下通胀高位时间越长，高通胀预期就越容易根深蒂固。同时，在被问及衰退概率时，鲍威尔终于承认在持续的紧缩下，“软着陆”可能显著下降，这体现了美联储认为衰退概率已经很大，但在通胀控制面前是可以接受的代价。

经济预测（SEP）中，美国的GDP增速被再次下修，2022年仅0.2%，2023年1.2%。而失业率也有上调，2022年将达到3.8%，未来两年保持4.4%。美联储对失业率预测虽然上调，还是偏乐观的，经济研究则偏向于5%以上的失业率才能导致通胀更快走弱，可以看出目前美联储对就业市场并不担忧。2022年PCE与核心PCE的预期分别为5.4%和4.5%，2023年为2.8%和3.1%；这一方面反映出美联储判断核心通胀年内不会有太大变化，且韧性将持续至2023年，另一方面，2023年能源由于高基数可能出现负增长，因此名义通胀面临的压力会小于核心通胀。另外，衰退的更快来临可能使我国出口近期面临更大下行压力。

图 1：长期通胀预期较为稳定（%）

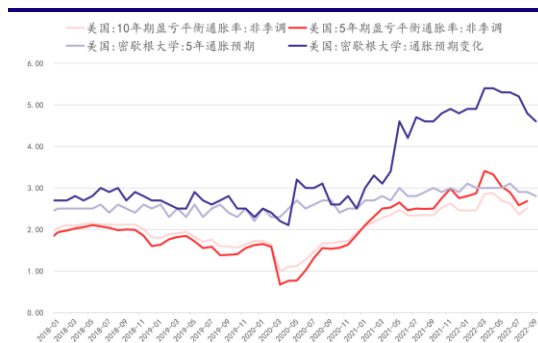


图 2：SEP 对经济展望更悲观（%）

	2022	2023	2024	2025	长期
实际GDP增速	0.2	1.2	1.7	1.8	1.8
6月预测	1.7	1.7	1.9		1.8
失业率	3.8	4.4	4.4	4.3	4
6月预测	3.7	3.9	4.1		4
PCE通胀	5.4	2.8	2.3	2	2
6月预测	5.2	2.6	2.2		2
核心PCE通胀	4.5	3.1	2.3	2.1	
6月预测	4.3	2.7	2.3		
预测联邦基金利率路径：					
联邦基金利率	4.4	4.6	3.9	2.9	2.5
6月预测	3.4	3.8	3.4		2.5

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

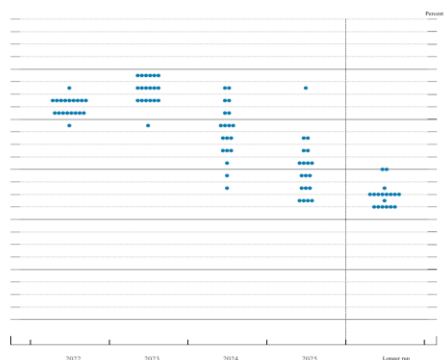
资料来源：FRB，中国银河证券研究院整理

FOMC会议声明和发布会稿件的信息实际上在8月鲍威尔Jackson Hole会议后显得有些老生常谈，旨在体现美联储坚定控通胀的导向，更值得关注的还是经济预测（SEP）中给出的加息预期。

6月名义CPI超预期后，SEP将“利率终点”上调至3.75%-4.00%（3.8%）之间，而8月核心CPI意外上行推动了新终点至4.50%-4.75%（4.6%）；同时，2022年末的利率预期中位数上升了100bps至4.25%-4.50%（4.4%）。如此，美联储年内保持高压加息，在2023年初达到“利率终点”并在上半年坚持不降息的格局基本确立，市场情绪转好至少要等到利率达到4.5%左右。而按照年内达到4.4%目标，11月FOMC会议再加息75bps的可能性不低，前置的加息也给美联储在年末至明年初放缓加息幅度留出空间。降息则可能至少要等到2023年下半年才会出现，但美联储2024年末的利率中位数仍有3.9%，所以明年下半年及时降息，幅度也将较为有限。

图 3：点阵图出现上调（%）

图 4：CME 加息预期（%）



资料来源：FRB，中国银河证券研究院整理

MEETING DATE	MEETING PROBABILITIES					
	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475
2022/11/2	0.0%	31.5%	68.5%	0.0%	0.0%	
2022/12/14	0.0%	0.0%	0.0%	29.1%	65.8%	5.1%
2023/2/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	28.5%	65.0%
2023/3/22	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	15.4%	48.3%
2023/5/3	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	14.5%	46.2%
2023/6/14	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	16.2%	45.6%
2023/7/26	0.0%	0.0%	0.1%	3.7%	21.7%	43.1%
2023/9/20	0.0%	0.1%	1.3%	9.8%	29.0%	37.8%
2023/11/1	0.0%	0.5%	4.1%	16.0%	31.8%	31.8%
2023/12/13	0.3%	2.3%	10.2%	24.2%	31.8%	22.6%

资料来源：CME，中国银河证券研究院整理

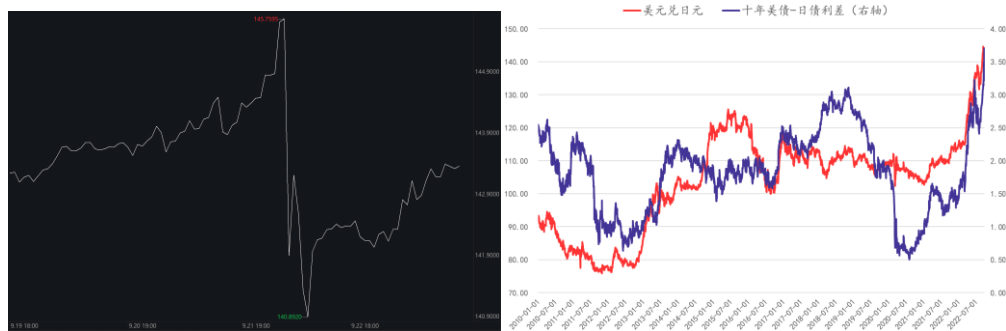
美股的向下调整还未结束，一方面新的利率风险定价还不完全，另一方面，美国企业三季度财报盈利预测出现了较大幅度的下调；随着紧缩继续，盈利的萎缩和部分企业的破产会继续发酵，压制美股表现。美债则更早更快计入了利率风险，但是在市场情绪紧张、流动性偏紧以及通胀仍存在个别月份超预期的情况下，收益率年内还有上行空间。而美元将继续保持强势，至少可以持续到明年欧洲安全过冬后的明年春天，那时加息也将达到“利率终点”。

二、日本干预外汇市场，但恐难改日元颓势

9月22日，也即美联储加息次日，日央行公布了货币政策会议最新决定，依然坚持收益率曲线控制（YCC）和超宽松政策，继续以0.25%的收益率无限量购买10年期国债。虽然日央行认为通胀压力和预期可能抬升工资增速，日本经济也处于继续回复中，但是在其他全球主要央行加息周期中逆势而行，强制压低利率的代价是美日利差扩大导致的汇率急跌和资本外流。截至9月23日，10年期美债和日债利差已经扩大至340bps以上，日债由于YCC收益率仅有0.2870%，这也不可避免地冲击了外汇市场。美联储9月FOMC会后美元兑日元一度跌至145.76，为1998年7月以来首次。随后，日原则突然升值，汇率高回升至140.89，而日本财务省晚些时间承认在市场中卖出美元（日经测算数据额约250亿美元/3.6万亿日元），对汇率进行了干预，而上一次干预还是在1998年6月，首相岸田文雄也表示在外汇市场剧烈波动下会采取必要的行动。尽管短暂遏制了贬值趋势，但是美元兑日元很快回升至143.33，目前仍有约70亿美元的日元净卖空头寸，投资者并不认为干预可以挽救日元近期的颓势。

图 5：美元兑日元在日本干预外汇市场后下跌

图 6：美日利差处于相当高位（%）



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

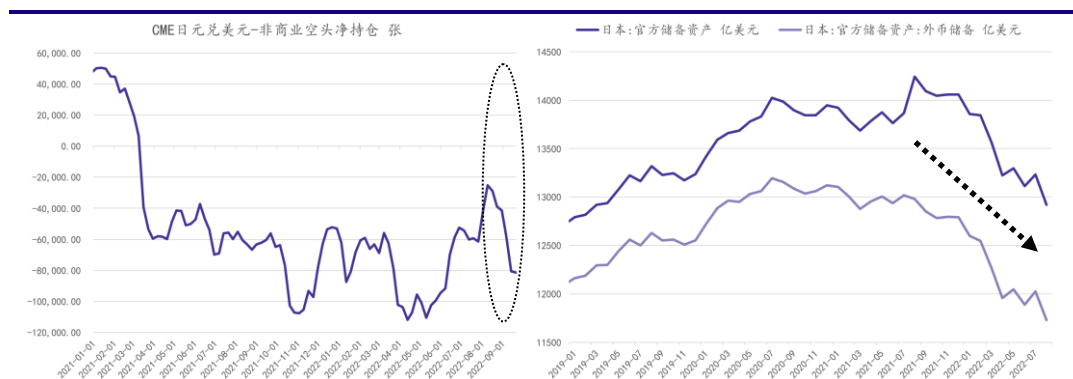
只要日央行不改变 YCC 和负利率, 美日利差就还有扩大的空间, 这就会导致资本净流出, 利率市场和外汇市场的联动在资本流动高度自由的市场不可避免; 按美联储目前给出的加息路径, 美元在美国经济不出现严重问题的情况下至少在 2022 年二季度前保持相当强势。这意味着即使日本干预外汇市场, 在 YCC 和强美元组合下, 美元兑日元即使回落, 也会维持在相当高的水平, 对依赖制造业并需要大量进口的日本经济来形成巨大压力。8 月日本贸易逆差进一步恶化, 达到 2.37 万亿日元, 虽然季调出口同比增速仍有 19.35%, 但进口增速高达 47.40%, 同样不利于日元。《开放经济学评论》中的文章反映了对日元更传统的立场: 日元走强会给政策制定者和制造商带来困扰, 其汇率变动对多达七个工业部门产生重大影响。受益于日元疲软的行业希望其位置在 110 日元 (0.90 美元) 至 115 日元 (0.94 美元) 之间, 而那些因日元疲软而处于不利地位的行业则希望其位置在 105 日元至 110 日元之间。根据 Mizuho 的研究, 日元贬值带给日本企业和劳工的负面效应已经远远大于正面效应。70% 的行业和 60% 的劳工受损于日元贬值。

当前日本外汇储备在外流后仍处于 1.17 万亿美元的较高水平, 约为东京交易所日均交易量的 2.4 倍, 高于 1998 年干预时的 1.4 倍, 看似相对安全; 但需要注意的是 1998 年 6 月日本仅耗资 25 亿美元的成功干预是有美国的配合的¹, 而且最终日元升值还受到了利差交易反向回流日本的影响: 1998 年 6 月, 美国加入日本在市场中购买日元 (且此时美国没有连续加息), 短暂稳定了汇率, 但还是难挡日元的继续下行, 8 月份时日元已经再次贬值至 148 附近。而最终日元在 1998 年 10 月份的升值其实是由于利差交易在亚洲金融危机后反向、大量海外资金回流日本所导致, 并不是外汇干预的成果。目前来看, 日本即难以得到美国配合, YCC 又使得数量不明的利差交易更易卖空日元套利, 仅靠外汇市场干涉是无法稳定日元币值的, 即使日元在干预下有所升值, 也大概率会在强美元之下远高于近年来 110-120 的区间。

日本央行正面临选择: 改变日元贬值趋势和预期的最好方法就是放弃 YCC, 使长端利率再次由市场定价, 但这可能意味着巨大的债务压力和超宽松政策在现实中的尽头。而如果继续坚持 YCC, 那么贬值的日元同样会给日本贸易和经济带来巨大痛苦, 外汇储备也会受到挑战。面对看空日元、毫不退缩的国际投资者, 日央行做出货币政策范式转变的可能性显著上行了。

图 7: 投资者维持今年 6 月以来最大的空头头寸 (张) 图 8: 日本外储连续下行 (亿美元)

¹ History of Japan's intervention in currency markets | Reuters



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

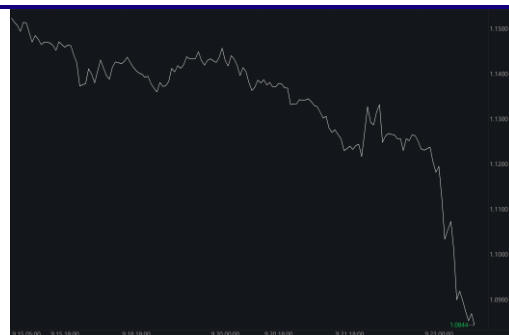
三、英国特拉斯政府开启减税计划，英镑重挫

英央行于9月22日宣布加息50bps至2.25%并于10月开始量化紧缩(QT)，但其目前在遏制通胀的战役中“腹背受敌”，因为新首相特拉斯意在模仿撒切尔政府的“涓滴经济学”，进行50年来的最大幅度减税、扩大国防支出。在新财长科沃腾公布了由债务扩张支撑的450亿英镑的减税计划后，市场反应激烈：10年金边债券上行27bps至3.77%，英镑同样遭到抛售，兑美元跌破1.09，为1985年以来最低。

特拉斯政府目前的计划包括1500亿英镑的能源补助(约900亿用于控制家庭能源支出，400亿支持能源企业)，支持国防支出每年增加200亿英镑，以及450亿英镑的税收减免(1. 取消将公司税上调至25%，维持在19%不变；2. 取消国民保险税1.25%的增幅；3. 将所得税的基本税率从20%降至19%；4. 将年收入超过15万英镑职工征收的最高税率由45%降低至40%；5. 大幅削减印花税；6. 设立新的“投资区”，放松对创业者的监管；7. 采取措施减少土地使用规划限制；8. 发布游客退税方案；9. 取消酒类税收上调计划；10. 取消银行家奖金上限，并对银行利润征收8%的税)。

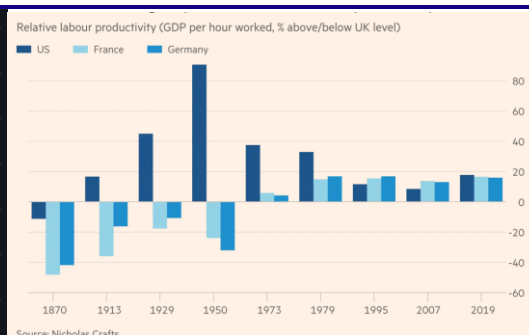
简而言之，英国政府在收入减少的同时需要大幅支出，这中间的差额则需发债弥补。英国债务管理办公室将2022-23财年计划发行国债上调624亿至1939亿英镑，这也意味着政府会在通胀居高不下时大幅举债，寄希望于英国经济增速达到2.5%目标，不然财政会面临严重压力。

图 9：英镑对美元汇率在减税计划公布后迅速下跌



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 10：英国劳动生产率1979年后显著落后于美法德



资料来源: Nicholas Crafts, 中国银河证券研究院整理

特拉斯政府的政策在经济学界广受恶评，已有多位经济学家公开抨击其计划不切实际。首先，涓滴经济学的减税在收入分配不平衡下的效果甚微，也无法改变英国更低的劳动生产率，撒切尔时代削弱工会和加大市场竞争对经济增长实际起到更大作用；其次，在控制通胀时期进行财政扩张的后果在上世纪 70 年代已有前车之鉴，时任财长巴伯 (Barber) 减税后，公众信心出现问题，英国通胀一度暴增至 24%；在强美元背景下，弱英镑会加大输入性通胀压力，且英国不断上升的举债成本也将成为新风险点。另外值得担忧的是，特拉斯政府的外交政策可能在北爱尔兰协定上和欧盟（以及美国）产生冲突，和中国关系也可能恶化。

英镑和日元在各自政府（央行）的政策下都面临极大挑战，两者成为发达经济体中对美元最敏感的货币。英央行未来加息预期已经提高至 75bps，但投资者对其控制通胀的信心已有严重下滑。在全球紧缩周期中实行货币宽松或财政刺激性政策对汇率的冲击依然十分明显，这对汇率已经破 7 的人民币也是一个警示，未来的潜在的降息已经受到严重限制。

四、市场利率略有下行，人民币继续贬值

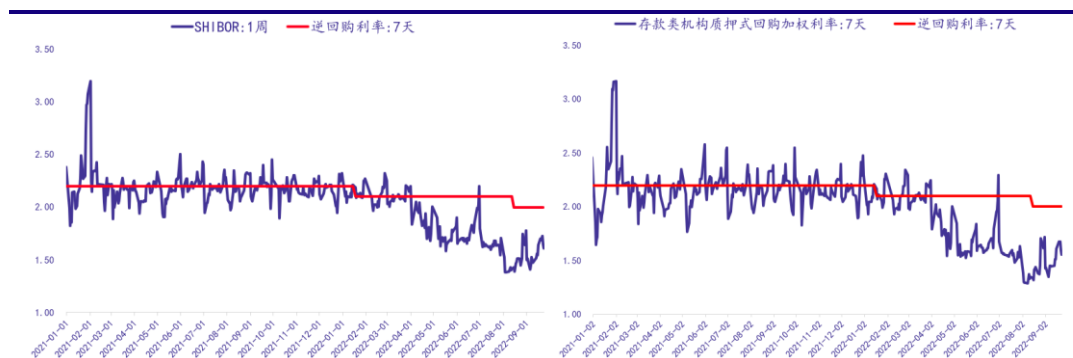
本周短期流动性依然相对宽裕，公开市场投放 1000 亿，回笼 80 亿，净投放 920 亿；国内流动性整体环境宽松，市场利率整体下行，继续低于同期政策利率：DR007 本周五依然低于 7 天逆回购利率 44.46bps。10 到 12 月 MLF 的到期量较大，累计 2 万亿，央行依然可能缩量续作到期 MLF，引导市场利率向政策利率靠拢。季末央行重启 14 天逆回购，国庆后到期，主要为了在季末金融机构 MPA 考核时对冲流动性收紧的压力。9 月疫情再次反复，多个重要城市出现全域或局部静默，房地产困境仍然在继续发酵，政策见效还需时间，未来的经济不确定性仍然较强，债券收益率暂时难上行。

9 月 23 日，SHIBOR 隔夜收于 1.4290%，比上周同期上行 1.9bps，7 天利率收于 1.6080%，比上周下行 5.43bps。存款类机构质押式回购 7 天加权利率收于 1.5554%，比上周下行 3.50bps。9 月 23 日 1 年期、3 年期、5 年期国债分别收于 1.8381%、2.2429% 和 2.4646%，分别比上周变化 +2.71bps、+7.55bps、+4.56bps，10 年期国债收益率收于 2.6634%，比上周下行 1.39bps。

债券收益率小幅下行，但货币市场流动性依然非常宽裕。在经济没有明确好转、信贷渠道不畅的情况下，货币市场大概率仍然保持整体宽松，边际收紧，通胀并不成为问题，债券市场仍然保持多头。由于人民币汇率压力，近期降息可能性较低，在外汇储备流出的背景下，通过降准补充资金缺口的可能性更大。

图 11：SHIBOR 利率 (%)

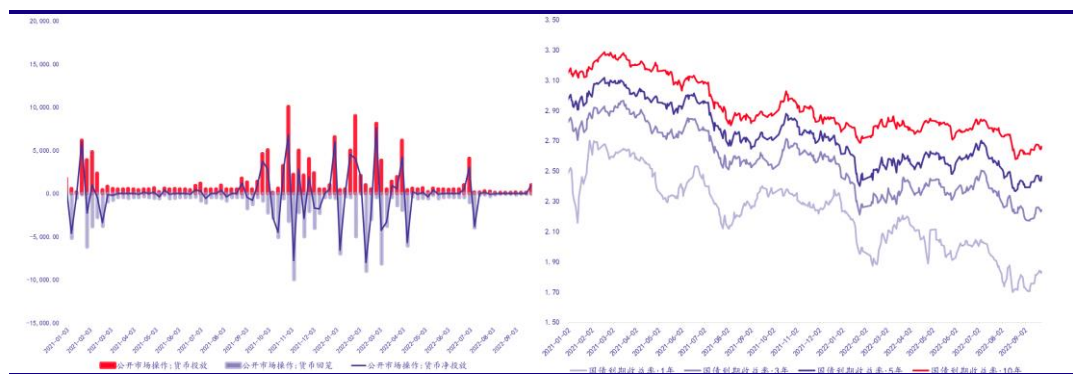
图 12：DR007 利率 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

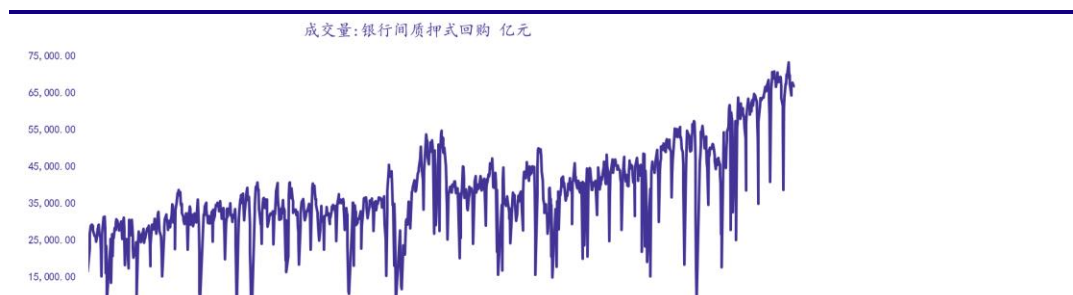
图 13: 央行公开市场业务投放回笼周度统计 (亿) 图 14: 国债收益率 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 15: 银行间质押式回购成交量 (亿)



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_46507

