

宏观点评

2022 年 11 月 3 日

加息幅度可能放缓，利率终点还要上调

宏观点评 20221103

核心内容：

- **12 月加息可能放缓，2023 年利率终值还要上调：**11 月 2 日，美联储 FOMC 会议在 9 月核心 CPI 超预期后继续加息 75bps，联邦目标基金利率达到 3.75%-4.00%。本次会议对于加息路径最直接的两个表述就是鲍威尔第二次重申“未来放缓加息节奏是合适的”以及“近期数据显示利率终值可能比此前预测的更高”。放缓加息节奏基本意味着在名义通胀边际下行，核心通胀不再上升的情况下，12 月将加息 50bps。而利率终值可能比 9 月会议经济预测中的 4.6% 更高意味着 2022 年 2 月可能进一步加息 50bps 而非 25bps。我们暂对联邦基金利率的路径做出三种假设，基准为 12 月和 2023 年 2 月加息 50bps，利率终值 4.75%-5.00%。美联储在 12 月加息前还有两份通胀和就业数据可以观测，最终利率的路径还是取决于通胀的变化，失业率暂不是问题。
- **通胀韧性凸显，“软着陆”渐行渐远，美联储愈发关注货币政策效果的滞后：**FOMC 会议声明和发布会中对经济、就业和通胀表述仅有细微变化，主要包括（1）经济放缓更加明显；（2）通胀数据超预期；（3）劳动参与率较年初仅有微弱改善；（4）美联储更加关注货币政策对通胀和经济滞后的效果。第四点可以被理解为一个边际鸽派的信号：近期部分委员已经表示了对过度加息的担忧，这表明尽管利率终值比 9 月 SEP 中 4.6% 的还要再提高，但 5% 在没有新因素推升通胀之下可能就是顶部，只是这种高利率对通胀和经济的打击还需要更长时间反映在数据上。
- **缩表继续，财政部可能回购国债改善流动性：**缩表按计划进行，货币市场基金（MMF）将流动性囤积在美联储逆回购账户中，银行存款准备金继续消耗。相比 2021 年 12 月末的峰值，银行存款准备金到 2022 年 10 月底已经下降约 1.23 万亿美元，既加重银行间市场的流动性压力，也不利于国债市场的稳定。美国财政部针对国债市场的问题正在考虑以发行新债券的方式回购部分老债券：如果财政部能在债券上“以新换旧、以短换长”，那么新发债券更高的收益率就可能吸引货币市场基金将资金转出逆回购（RRP）而购买新发国债，减轻银行间压力并改善国债市场的流动性。在这种情况下，虽然没有新的基础货币投放，市场流动性会得到改善，收益率曲线也可能出现一定下行。当然，此计划是否能获得支持以及具体的操作方式还有待明确。
- **美股向下调整未结束，美债可能上探，美元强势：**除了通胀超预期造成利率风险外，美股的盈利底和潜在的破产潮还没有被充分定价，美股尚不会迎来反转。短债利率跟随市场预期的联邦基金利率较紧，因此有靠近 5% 的可能，定价基础包含短债收益率的长债有望突破 4.3% 的前高。美元将继续保持强势，加息见顶后还会在一定时间内受缩表支持。

核心风险提示：通胀韧性和经济下行速度超预期，市场出现严重流动性危机

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

11月2日，美联储FOMC会议在9月核心CPI超预期后继续加息75bps，联邦目标基金利率达到3.75%-4.00%。量化紧缩（QT）计划继续执行，QT上限950亿美元/月，流动性继续快速收紧。结合新闻发布会上鲍威尔的态度，预计美联储将在12月考虑放缓加息幅度，但是2023年加息的频次可能增加，利率终点也会在5%以上。目前市场预期的加息路径是12月50bps，2023年2月50bps，3月25bps，但最终还是要取决于通胀的下行斜率。由于能源冬季的紧张、劳动市场超预期的韧性和居住成本的统计滞后，年内通胀显著走低的可能性不大，预计明年一季度后才会基数影响下较快下行。在此之前，美联储的鹰派立场不太容易发生变化，失业率的上行是通胀走弱的先决条件，短期不会对紧缩形成掣肘。资产方面，由于加息可能“更高更长”，美股在信用风险和流动性风险充分体现前仍有下行空间；美国短债可能向5%靠拢，长债有望达到4.3%以上；即使加息停止，美元也可能在缩表下维持一段时间的强势。会议重点内容如下：

一、通胀韧性凸显，“软着陆”渐行渐远，美联储愈发关注货币政策效果的滞后

FOMC会议声明和发布会中对经济、就业和通胀表述仅有细微变化，主要包括（1）经济放缓更加明显；（2）通胀数据超预期；（3）劳动参与率较年初仅有微弱改善；（4）美联储更加关注货币政策对通胀和经济滞后的效果。第四点可以被理解为一个边际鸽派的信号，也即在通胀不连续超预期下，5%左右的利率终值可能已经够高，只是见效还需时间。

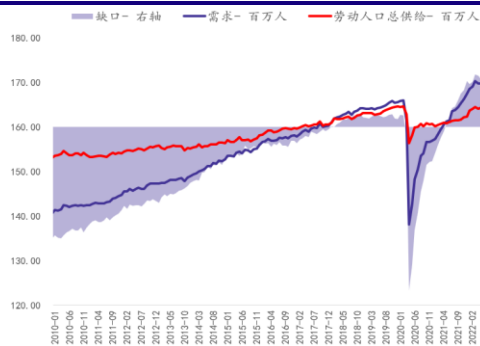
美国经济更快放缓：在金融环境紧缩下，房贷和其他利率的寻上行导致房地产相关的商业固定资产投资快速下行，制造业投资同样边际放缓；消费虽然放缓，但仍然受到名义工资上行、低负债和信贷的支撑，在前三季度维持正增长；出口的改善可能依赖能源品出口。总体上，投资已经对高利率做出反应，服务消费是货币政策打击的重点。

通胀方面，8、9月份的CPI和PCE价格指数连续超预期，核心支出粘性凸显，9月核心CPI更是创下6.6%的新高，是推动美联储考虑更高加息终值的最重要原因。通胀在年内仍会面临较大压力。（1）随着冬季到来，能源部分难以继续下滑，有反弹可能；（2）尽管商品下滑快，服务部分有名义工资接近5%的增速以及劳动力短缺的支撑，运输和医疗服务冬季显著走弱概率较低；（3）居住部分由于统计滞后（8-14个月），整体的上行将持续至2023年二季度。因此，通胀整体的更快下行可能要等到2023年一季度末非核心部分进入负增长。

就业方面，职位空缺率和失业率之比位于1.8的高位，粗略估算的劳动供给缺口仍接近500万人。美国PMI数据显示制造业和服务业下滑偏慢，因此需求年内还难以大幅下行。同时，供给再劳动参与率没有显著改善的情况下难以增加，这种格局下ECI反映的工资增速还在5%附近。诚然，就业对利率和经济的反应都是滞后的，但目前核心通胀走弱的先决条件就是失业率走高与工资增速下跌。失业率在上行至4.4%以上后就有望引起美联储重视，但这并不意味着失业率增加在通胀显著回落前可以改变美联储的政策路径，关键还是通胀。

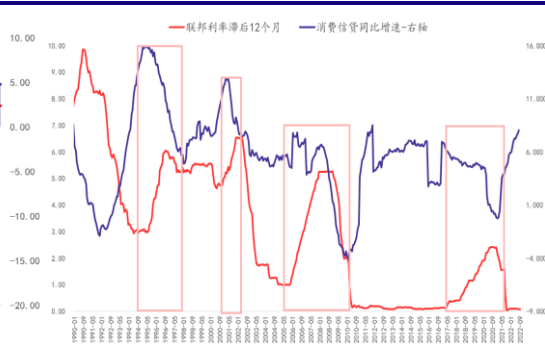
最后，美联储强调了对货币政策在通胀和经济方面的滞后影响，这是新增的表述。近期部分委员已经表示了对过度加息的担忧，这表明尽管利率终值比9月SEP中4.6%的还要再提高，但5%在没有新因素推升通胀之下可能就是顶部，只是这种高利率对通胀和经济的打击还需要更长时间反映在数据上。

图 1：劳动缺口创造的工资通胀是美联储的难题



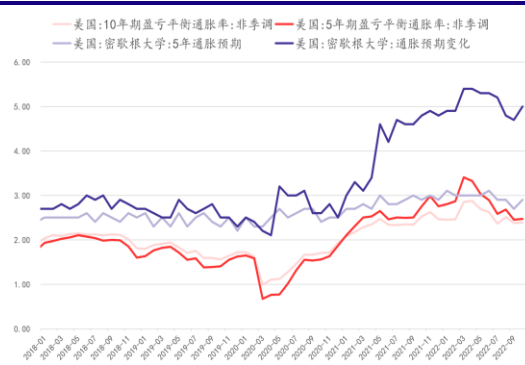
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 2：信贷仍在支持消费（%）



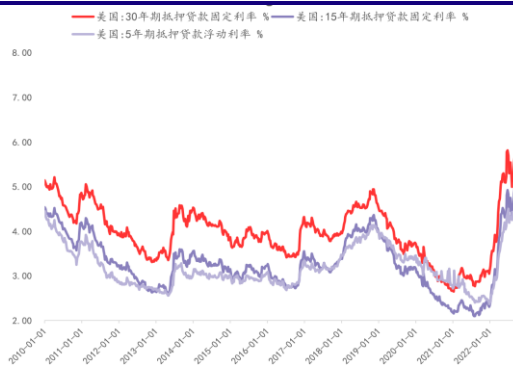
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 3：长期通胀预期较为稳定（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 4：高利率率先打击房地产部门（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

二、12 月份加息放缓，2023 年利率终点上调

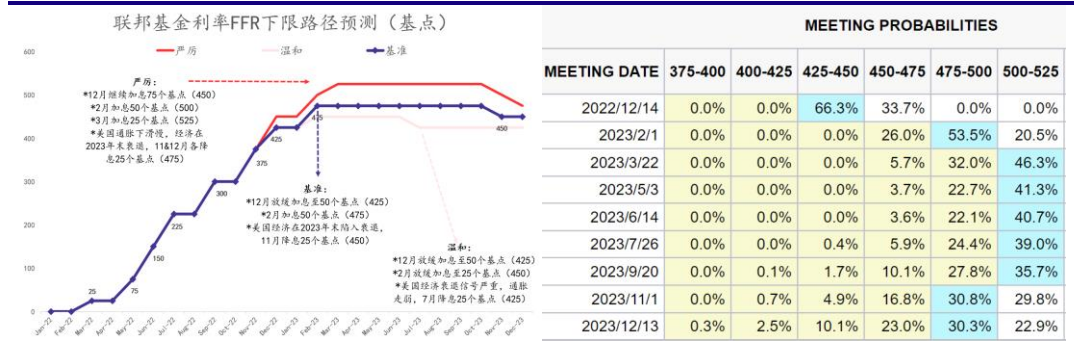
本次会议对于加息路径最直接的两个表述就是鲍威尔第二次重申“未来放缓加息节奏是合适的”以及“近期数据显示利率终值可能比此前预测的更高”。放缓加息节奏基本意味着在名义通胀边际下行，核心通胀不再上升的情况下，12 月将加息 50bps。而利率终值可能比 9 月会议经济预测中的 4.6% 更高意味着 2022 年 2 月可能进一步加息 50bps 而非 25bps。结合美联储对货币政策滞后效果的强调，我们暂对联邦基金利率的路径做出三种假设。

- （1）基准情况：通胀粘性保持但不再超预期，美联储将在 12 月放缓加息至 50bps，达到 4.25%-4.75%，2023 年 2 月加息 50bps，达到 4.75% 到 5.00%，略高于 4.6% 的早先预期并保持一段时间不降息，直至通胀回落（或严重金融风险爆发）。
- （2）严厉情况：通胀由于冬季能源问题和工资粘性超预期，美联储在 12 月继续加息 75bps，达到 4.50%-4.75%，2023 年 2、3 月份分别加息 50bps 和 25bps，达到 5.25% 到 5.50%，并保持一段时间不降息。
- （3）温和情况：通胀粘性年内维持，2023 年较快下行，美联储在 12 月加息 50bps，4.25%-4.50%，2023 年 2 月加息放缓至 25bps，达到 4.50% 到 4.75%，同时美国上半年陷入严重衰退，7 月可能降息。

我们认为基准假设目前实现的概率最大，但要警惕严厉情况，温和情况发生的可能性较低。同时，美联储在 12 月加息前还有两份通胀和就业数据可以观测，最终利率的路径还是取决于通胀的变化。

图 5：联邦基金利率路径展望 (%)

图 6：CME 加息预期上行 (%)



资料来源：中国银河证券研究院整理

资料来源：CME，中国银河证券研究院整理

三、量化紧缩 (QT) 基本按照计划进行，银行间流动性收紧，财政部可能回购国债做缓冲

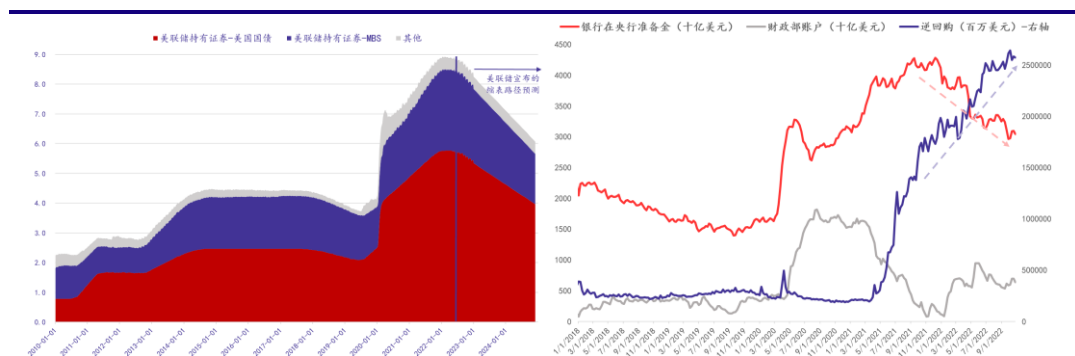
美联储自 9 月份以来将计划的量化紧缩规模从 300 亿美元国债和 175 亿美元 MBS 提高至 600 亿和 350 亿。我们曾经计算国美联储 6-8 月缩表的规模，发现美联储在技术条件允许的情况下严格按照计划推动 QT。从估算的 10 月份执行情况来看，美联储缩减大约 840 亿美元，包括 600 亿美元的国债和 240 亿美元左右的 MBS。MBS 执行少于 350 亿的原因是当月到期量和延迟入账数目少于目标，在不主动出售 MBS 的情况下技术上无法达到，并非美联储主动放缓了缩表。

通胀仍存超预期的风险以及利率终值上行的预期依然不支持货币市场基金 (MMF) 将流动性从美联储逆回购账户中撤出去承接利率过往发行的收益率并无吸引力的债券 (特别是长债)，银行在继续消耗存款准备金，债市流动性下降。相比 2021 年 12 月末的峰值，银行存款准备金到 2022 年 10 月底已经下降约 1.23 万亿美元，尽管准备金总量依然充足，但快速的下行会进一步加重银行间市场的流动性压力，也不利于国债市场的稳定。

美国财政部针对国债市场的问题正在考虑以发行新债券的方式回购部分老债券，尽管这会加大财政的付息压力。如果财政部能在债券上“以新换旧、以短换长”，那么新发债券更高的收益率就可能吸引货币市场基金将资金转出逆回购 (RRP) 而购买新发国债，减轻银行间压力并改善国债市场的流动性。在这种情况下，虽然没有新的基础货币投放，市场流动性会改善，收益率曲线也可能出现一定下行。当然，财政部的赤字上限是受国会管理的，在利率如此之高的时刻发行新债券置换旧债券会重加大财政压力，因此财长耶伦的计划是否能获得支持以及具体的操作方式还有待明确。

图 7：美联储计划缩表大致路径 (万亿美元)

图 8：银行在美联储准备金持续下滑 (%)



资料来源: FRB, 中国银河证券研究院整理

资料来源: FRBNY, Fred, 中国银河证券研究院整理

四、相关资产未来的表现？

由于美联储对 2023 年利率终值的引导再度上行，股债市场双双下挫。标普全天下跌 2.5% 至 3760；美债收益率继续上扬，3 月期达到 4.22% 并于 10 年期的 4.10 倒挂，2 年期升至 4.61%；美元指数维持在 112 的高位。

我们认为美股向下的调整没有结束，除了通胀超预期造成的潜在利率风险外，美股的信用和流动性风险更值得关注。虽然美国三季度消费类公司财报表现尚可，但猛烈加息最终会重创消费（科技已经遭到冲击），因此美股的盈利底和潜在的破产潮还没有被充分定价，美股尚不会迎来反转。

在财政部不干预国债市场的情况下，收益率预计还有上探风险。短债利率跟随市场预期的联邦基金利率较紧，因此有靠近 5% 的可能。长债的定价因素虽然更加复杂，但按照短债收益率+风险溢价的模式也会上行，有望突破 4.3% 的前高。结合财政部干预美债市场以及美国更快衰退的可能，美债仍展现出一定配置价值，但从规避风险角度考虑，在 2023 年一季度末加息接近顶部后配置更加安全。

美元将继续保持强势：当前欧央行虽然跟随紧缩，但面临货币政策传导碎片化和能源危机等风险，日央行还在坚持 YCC，其他美元指数一揽子货币也难有强力表现。因此，美元的强势至少可以保持到明年欧洲安全过冬后的明年春天。在美联储加息见顶后，美元虽然大概率边际下行，但其强势在缩表继续之下还可能保持一段时间，大幅回落恐要等待降息预期的形成。从历史规律看，美联储大滞胀以来降息时，联邦基金利率的上限通常高于 CPI，这一预期的达成恐怕至少要等到 2023 年下半年。

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_48274

