



宏观专题

证券分析师

芦哲

资格编号: S0120521070001

邮箱: luzhe@tebon.com.cn

联系人

张佳炜

资格编号: S0120121090005

邮箱: zhangjw3@tebon.com.cn

相关研究

#FedNote 系列

《美联储剧透了 1 月 FOMC 哪些鹰派信号——FedNote#1》

《市场对美联储的紧缩预期何时反转——FedNote#2》

《一次加息 50bps 的可能性与影响——FedNote#3》

《3 月 FOMC: 经济下修难改加息路径——FedNote#4》

《为何全年加息预期升到了 9 次——FedNote#5》

《5 月 FOMC: 如期加息, 官宣缩表——FedNote#6》

《本轮加息预期见顶了么? ——FedNote#7》

《6 月 FOMC: 意料中的 75bps 加息——FedNote#8》

《9 月 FOMC: 通胀不熄, 加息不止——FedNote#9》

《如何刻画与跟踪美元流动性——FedNote#10》

加息终点 5% 以上, 降息或待 1 年之后 2023 年度展望之美联储篇

投资要点:

- **核心观点。**保守估计下, 2023 年 2→3→5→6→7→9→11→12 月美联储政策利率路径为 50→25→0→0→0→0→0→-25bps, 首次降息或在明年 12 月。假定今年 12 月美联储加息 50bps, 则政策利率将于明年 3 月触顶[5.0%, 5.25%]。通过分析市场预期与泰勒规则, 我们认为当前市场对美联储后续的政策利率路径预期相对保守, 这种保守体现在: ①对短期紧缩终点的预期过低; ②对中期紧缩久期的预期过短; ③对长期宽松幅度的预期过少。而这些预期差或在后续不同阶段对资产价格带来更大的扰动。
- **2022 年美联储货币政策回顾。**从美联储自身的执行节奏来看, 本轮美联储的货币政策紧缩可分为三个阶段: 错判期(2021.10-2021.12)→启动期(2022.1-2022.5)→加速期(2022.6-2022.11)。除去美联储自身的执行节奏外, 市场对美联储货币政策紧缩预期的交易节奏也在反复摇摆, 这种反复体现为交易员“美联储货币政策终将向经济衰退风险妥协”宏观旧范式的执念被美联储不断强调的“物价稳定是无条件的”理念不断纠正的过程。但无论对美联储紧缩的交易短期如何反复, 最终兑现的都是今年以来 25→50→75→75→75→75bps 的加息路径, 联邦基金利率也从初始的[0%, 0.25%]区间提升至[3.75%, 4.00%], 由此构成大缓和时代以来最激进的加息路径。
- **2023 年美联储货币政策展望。**预测 2023 年美联储货币政策或将经历紧缩减码期(2022.12-2023.3)→紧缩维持期(2023.5-2023.11)→宽松启动期(2023.11+)三个阶段。从风险维度思考, 短中期来看, 通胀的风险仍然是双向的, 上行风险来自供给侧(生产防疫政策边际调整或引发新一轮全球商品通胀冲击、俄乌冲突对能源通胀冲击尚未结束、高通胀久期强化通胀黏性与通胀螺旋), 而下行风险则来自不可预知的流动性风险的提前兑付向实体经济层面传导并引发经济衰退。中长期看, 风险更趋于下行, 即总需求加速收缩让美国通胀加速回落至美联储的目标, 实现了通胀目标的美联储将迅速掉头处理经济衰退问题, 届时将出现更显著的流动性宽松。
- **更长期的货币政策目标: 美联储通胀目标或有所上调。**从长期总供给的角度去讲, 美国长期总供给曲线 LRAS 是在收缩的。而在经历完这轮衰退、美国经济重新在美联储的宽松货币政策刺激下开启新一轮复苏周期后, 市场或看到与大缓和时代以来不同的修复场景, 即通胀修复斜率快于经济修复斜率。而为了维持住相对合意的经济增长水平, 美联储将不得不提升总需求, 而这也意味着美联储将忍受更高的通胀中枢。
- **风险提示:** ①美国通胀失控; ②新冠病毒变异引发新的疫情冲击; ③美联储加速紧缩货币政策引发宏观流动性与金融条件的极致收紧; ④全球供应链修复延后。

内容目录

1. 2022 年美联储货币政策回顾	4
2. 2023 年美联储货币政策展望	7
2.1. 当前市场对美联储利率路径的预期	8
2.1.1. 联邦基金相关衍生品	8
2.1.2. 彭博调查分析师预期	9
2.1.3. 泰勒规则建议政策利率路径（Bullard 版）	10
2.2. 市场预期可能存在的预期差	11
2.3. 更长期的货政目标：美联储通胀目标或有所上调	13
3. 风险提示	13

图表目录

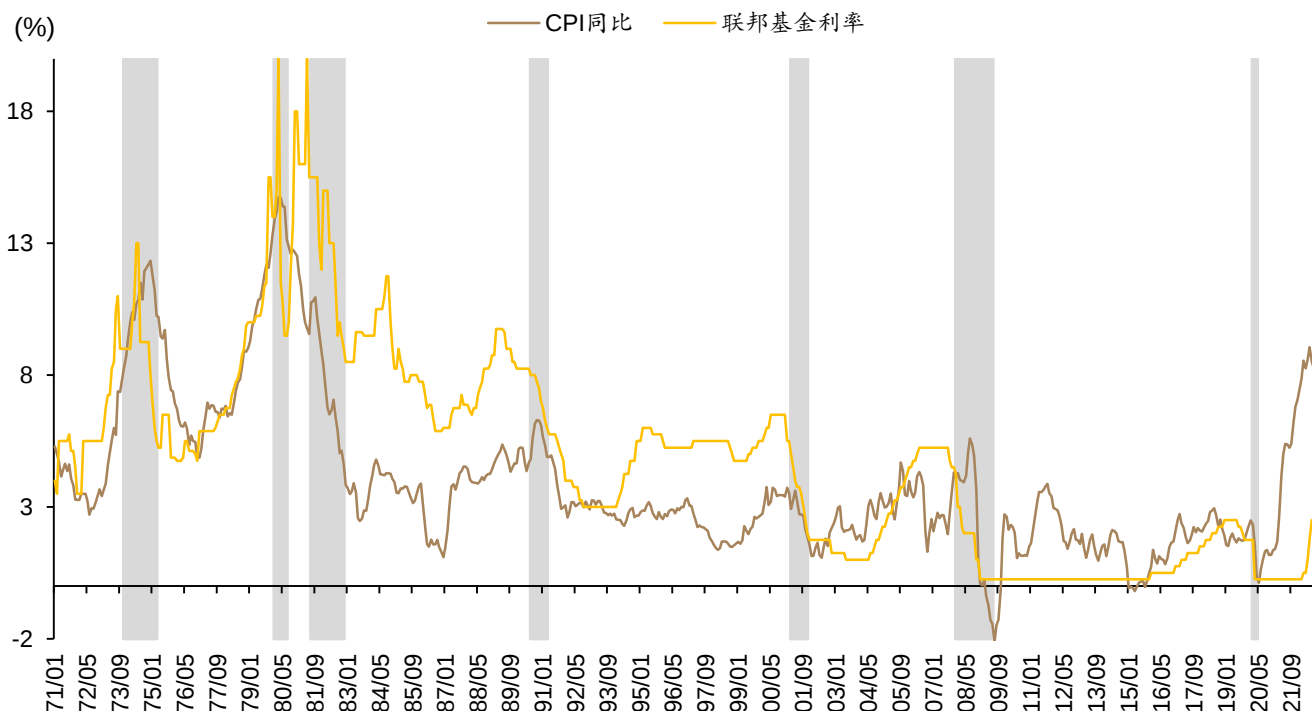
图 1: 联邦基金利率与 CPI 同比增速	4
图 2: 联邦基金利率上限与部分联邦基金期货合约隐含政策利率预期	5
图 3: 本轮美联储政策利率路径与历史上的对比	6
图 4: 本轮美联储政策利率路径与历史上的对比	7
图 5: 联邦基金期货与隔夜指数互换隐含美联储政策利率	8
图 6: 联邦基金期货交易与持仓量	8
图 7: 彭博 11 月分析师调查问卷对美联储后续不同季度的政策利率上限预测的分布图	9
图 8: 彭博 11 月分析师调查问卷对美联储后续不同季度的政策利率上限预测的最大值、最小值与中位数	10
图 9: 基于 Bullard 展示的泰勒规则所示的建议政策利率下限	10
图 10: 基于 Bullard 展示的泰勒规则所示的建议政策利率下限及预测	11
图 11: 不同通胀环比增长中枢下对未来 1 年美国 CPI 同比增速的预测	12
图 12: 美国 PCE 通胀及三大主要分项同比增速	13

1. 2022 年美联储货币政策回顾

我们在 2023 年度展望的前篇《通胀下行道阻且长，23Q2 或破 6%——2023 年度展望之美国通胀篇》中提到，2022 年美国的主线交易逻辑是通胀超预期引发的美联储货币政策超预期。通胀路径 π 决定货政路径 (Monetary Policy, MP)，进而影响资本市场中的流动性风险溢价 (Liquidity Risk Premia, LRP)，即：

$$LRP = f[MP] = f[g(\pi)]$$

图 1：联邦基金利率与 CPI 同比增速

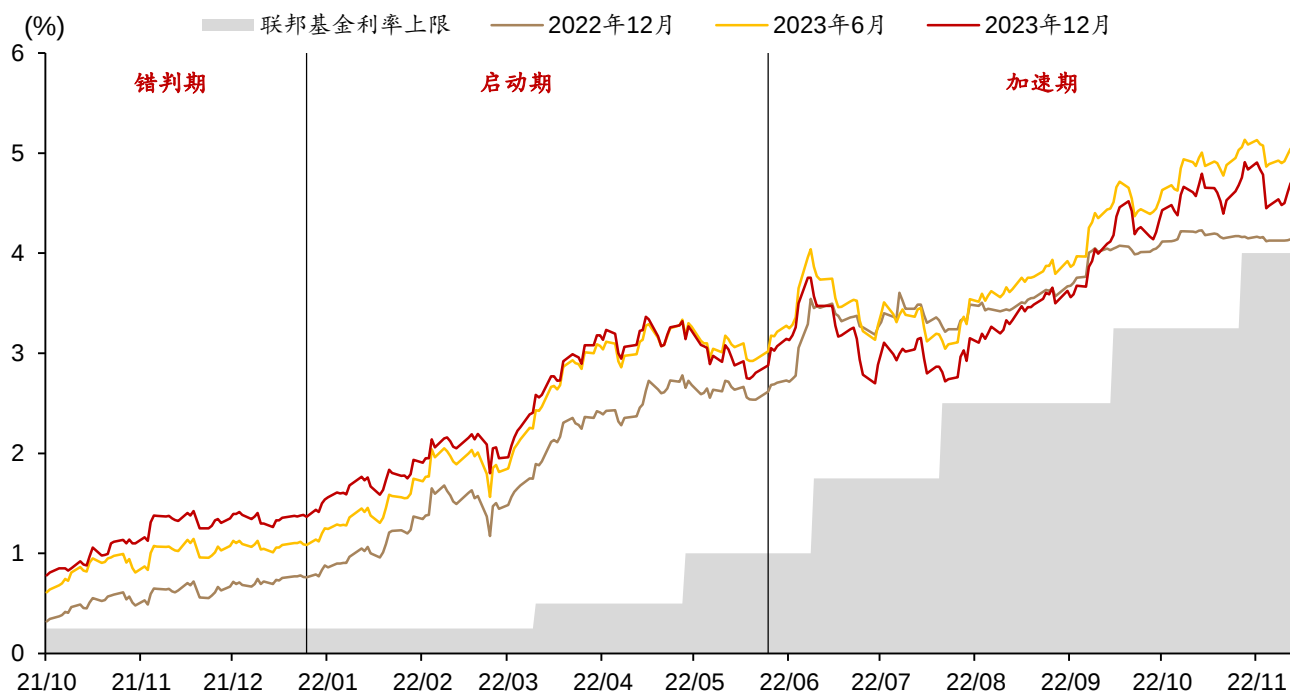


资料来源：彭博，德邦研究所；阴影部分为 NBER 界定的美国经济衰退区间

从美联储自身的执行节奏来看，本轮美联储的货政紧缩可分为三个阶段：

- ① **错判期：2021 年 10 月至 12 月，期间开启并加速 taper。**这一阶段市场与美联储仍然沉浸在低通胀的宏观旧范式中。虽然 Powell 在 11 月的国会听证会上撤销了“通胀暂时论”的评估，但彼时的美联储货币政策仍然在宽松减码的阶段，11 月 FOMC 会议上开启 taper，12 月加速 taper 并于当时预计在 2022 年 3 月份结束 taper。由于货币政策尚在宽松减码的逐步退出阶段，因此市场一致预期 2022 年启动的紧缩货币政策是温和渐进 (accommodative) 的。联邦基金利率期货显示，彼时市场对 2022、2023 年底的政策利率预期分别是 0.76%、1.365%；
- ② **启动期：2022 年 1 月至 5 月，期间于 3、5 月分别加息 25、50bps。**以 1 月 6 日公布的 2021 年 12 月 FOMC 会议纪要作为（参考专题报告《缩表讨论浮上纸面，美债再破 1.7%——12 月 FOMC 纪要点评》）信号枪，市场开始预期美联储将在年内采取更激进的紧缩货币政策，截止 5 月底，市场对 22H2、23H1、23H2 的政策利率预期分别为 2.615%、3.02%、2.88%，较年初显著提升；

图 2：联邦基金利率上限与部分联邦基金期货合约隐含政策利率预期



资料来源：彭博，德邦研究所

- ③ **加速期：2022 年 6 月至今：期间 4 次 FOMC 会议均加息 75bps，并正式启动缩表。**在 CPI 与 UoM 消费者通胀预期再度超预期后，6 月 13 日，即 6 月 FOMC 会议召开前两日，有美联储“喉舌”之称的 WSJ 记者 *Nick Timorous* 突然发报表示美联储将在 6 月 FOMC 会议上加息 75bps，而非此前一直向市场指引的 50bps。大滞胀以后美联储最激进的货政紧缩也由此开启：幅度上这是 1994 年以来最大力度的加息，时间上 75bps/次的加息幅度目前已累积 4 次，分别兑现在 6、7、9、11 月的 FOMC 会议上，且美联储此后也表示不再进行任何预期指引(*forward guidance*)，市场对美联储加息路径的定价能力(*forward pricing*)愈发失效；

除去美联储自身的执行节奏外，市场对美联储货政紧缩预期的交易节奏也在反复摇摆，这种反复体现为交易员“美联储货币政策终将向经济衰退风险妥协”宏观旧范式的执念被美联储不断强调的“物价稳定是无条件的”理念不断纠正的过程。从图 2 可见，本轮紧缩周期中一共发生了四次这样的摇摆：

- ① **3 月俄乌冲突。**在俄乌冲突出现前，市场曾一度预期美联储将在 3 月的首次 FOMC 会议上加息 50bps（参考《一次加息 50bps 的可能性与影响——*FedNote#3*》）。而随着俄乌冲突发酵，避险情绪升温，市场对 2022 年 12 月的政策利率预期一度跌至 1.175%，而美联储最终还是处于谨慎考虑，在 3 月仅仅进行了 25bps 的加息（参考《3 月 FOMC：经济下修难改加息路径——*FedNote#4*》）；
- ② **5 月通胀诈现拐点。**5 月公布 4 月 CPI 同比+8.3%，虽然高于+8.1%的一致预期，但市场一致认为美国通胀应已见顶，美联储加息最紧缩的时候已经过去，对 2022 年 12 月的政策利率预期边际下行至 2.555%（参考《本轮加息预期见顶了么？——*FedNote#7*》）；
- ③ **7 月经济技术性衰退。**7 月底公布的美国二季度 GDP 季调年率初值-0.9%，衰退预期升温对紧缩预期再度构成压制，市场对 2022 年 12 月的政策利率预期边际下行至 3.19%，而对 2022 年 6 月的政策利率预期则下修至 3.09%，即市场预期 23Q2 将出现降息；

图 3：本轮美联储政策利率路径与历史上的对比



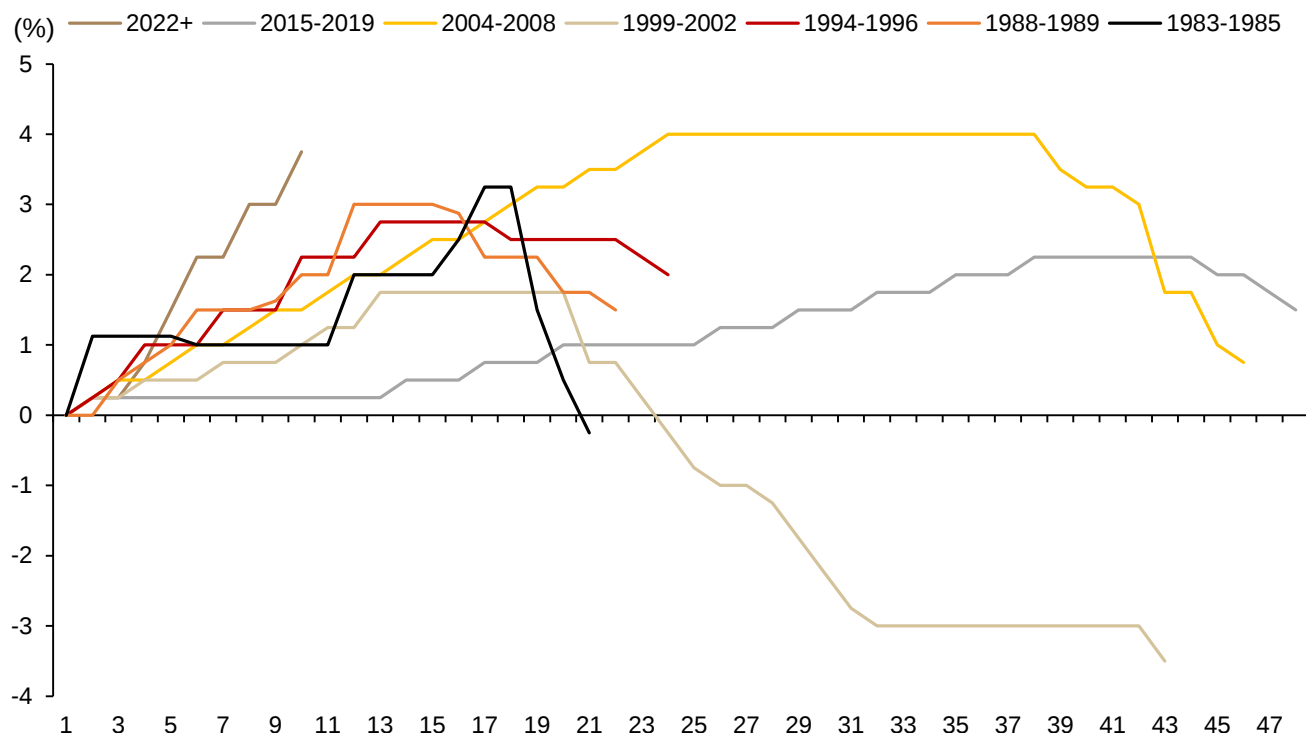
资料来源：彭博，德邦研究所

- ④ **11 月核心 CPI 首现拐点。**11 月公布的 10 月核心 CPI 同比+6.3%，从 +6.6% 的前值回落，且跌穿分析师最低预期的 +6.4%。从结构上看，健康保险分项的负增长大概率延续 1 年，而二手车分项后续或追跌批发价格指数进而出现更显著的调整。由于此时市场对 2022 年 12 月的加息预期基本锁死 50bps，因此对美联储政策路径的宽松修正更多体现在 2023 年的预期上，如对 2023 年 12 月的利率预期由 4.8% 大幅下调至 4.5%。

但是四次紧缩减码的预期都被证实为是错误的交易。从图 3 可见，尽管刻画广义金融流动性的高盛金融条件指数与刻画利率市场的美国国债流动性指数（参考《如何刻画与跟踪美元流动性——FedNote#10》）在四次紧缩减码交易中均有明显的改善，但最终还是被高通胀与美联储对遏制高通胀坚定不移的态度给修正：

- ① **3 月俄乌冲突：真正冲击的是弹性通胀而非经济预期。**在交易惯性思维的引导下，俄乌冲突在早期促成的是市场的避险交易，而最终引发的却是能源与商品的供应链冲击，这直接导致美国弹性通胀再度上冲，延后了指数通胀的拐点，加剧了通胀的扩散性，最终启动了黏性通胀（《通胀下行道阻且长，23Q2 或破 6%——2023 年度展望之美国通胀篇》）；
- ② **5 月通胀诈现拐点：低估了黏性通胀的分量。**6 月公布的 5 月 CPI 同比 +8.6%，较 3 月 +8.5% 的高点再度上调，“通胀见顶→加息预期见顶”的呼声哑火。随后 7 月公布的 6 月 CPI 同比 +9.1%，再度击穿分析师预期；
- ③ **7 月经济技术性衰退：依然沉浸在美联储货政的旧范式中。**8 月 J-Hole 央行年会上，Powell 很明确地表达了货政在经济与通胀之间的抉择，认为物价稳定是经济与就业市场长期可持续增长的保障，因此短期内必须让实体经济忍受阵痛以实现物价稳定的目标，且吸取了大滞胀时期的教训后，Powell 亦表示需要等到通胀回落到 2% 的目标后才会开启降息；
- ④ **11 月核心 CPI 首现拐点：尚未被充分纠偏的交易。**11 月核心 CPI 同比增速似乎确认了下行拐点，而市场仍然在忽视通胀或有的上行风险兑现与美联储对通胀风险的确认是平均增速回落至 2% 而非加速改善。

图 4：本轮美联储政策利率路径与历史上的对比



资料来源：彭博，德邦研究所，横轴为月份，纵轴为加息幅度

但无论对美联储紧缩的交易短期如何反复，最终兑现的都是今年以来 25→50→75→75→75→75bps 的加息路径，联邦基金利率也从初始的[0%, 0.25%]区间提升至[3.75%, 4.00%]，由此构成大缓和时代以来最激进的加息路径（图 4）。

2. 2023 年美联储货币政策展望

展望 2023 年，美联储的货币政策路径大概率会从前述的错判期→启动期→加速期逐步过渡至如下阶段：

- ① **紧缩减码期：2022 年 12 月至 2023 年 3 月，基准情形下预测路径为 12→2→3 月分别加息 50→50→25bps。**在基于 12 月初公布的非农和 CPI 数据没有显著超预期的假设下，我们认为 12 月 FOMC 会议决议或加息 50bps，由此结束 75bps 的紧缩加速期。但 2 月 FOMC 拿到的 1 月非农与 CPI 数据大概率将延续经济的韧性与通胀的黏性，因此我们更倾向于认为 2 月加息 50bps，加息幅度的再度降档要等到 3 月 FOMC 会议兑现；
- ② **紧缩维持期：2023 年 5 月至 2023 年 11 月，基准情形下预测美联储停止加息，货币政策将维持高位紧缩。**一方面，由于今年 3 月高基数效应影响，明年 4 月公布的 3 月 CPI 同比增速存在加速下行的可能，这或影响美联储在 5 月 FOMC 会议上做出停止加息的决定。另一方面，正如 11 月 FOMC 声明所述，美联储的货政紧缩将开始考虑绝对利率水平的高度与对经济金融的时滞影响，但我们认为这更多是为了预防金融流动性冲击而在战术层面上做出的“时间换空间”调整，而非对“物价稳定是无条件的”战略目标进行修改。但鉴于短期经济韧性、通胀黏性与长期总供给收缩之间始终无法兼容，美联储实现通胀目标的结果大概率将对应为一场经济衰退，即兑现为“货政过度紧缩→总需求大幅下行→通胀大幅下行”的路径（参考《慎言通胀顶，勿觉衰退浅——衰退启示录#3》）；

- ③ **宽松启动期：2023 年 12 月及以后：**一旦通胀不再成为掣肘，美联储将启动同样猛烈的降息周期。如果美联储对 2%通胀目标的实现路径是被迫引爆一场经济衰退，则当通胀风险被美联储判定为完全缓释后，美联储亦将不遗余力地开启新一轮的降息周期。从时点上看，衰退初期将对应为宽松货币政策的启动期，而从幅度上看，考虑到外生性货政紧缩的时滞性与内生性经济周期的规律性（从过热向滞胀/衰退切换）或出现共振，届时经济的下行压力将更加显著，真实的经济衰退较当前分析师预期的/资产价格已经定价的或更加剧烈，这也对应美联储的降息幅度将类似于本轮的加息幅度一样剧烈；

2.1. 当前市场对美联储利率路径的预期

资产价格变动来自预期交易，而与市场之间的预期差决定了未来资产价格变动的方向与幅度。本部分中，通过分析联邦基金衍生品、彭博调查分析师预期与 St.Louis 主席 Bullard 近期展示的泰勒规则，我们认为当前市场对美联储后续的政策利率路径预期相对保守，这种保守体现在：①对短期紧缩终点的预期过低；②对中期紧缩久期的预期过短；③对长期宽松幅度的预期过少。

2.1.1. 联邦基金相关衍生品

衡量美联储政策利率的两个主流的衍生品分别是联邦基金期货（FFF, Fed Fund Future）与隔夜指数互换（OIS, Overnight Indexed Swap），基于二者建模可反推出交易员对美联储政策利率变动的预期（参考《为何全年加息预期升到了 9 次——FedNote#5》）。图 5 可见，当前 FFF 与 OIS 所隐含的政策利率路径非常相似，而 FFF 的远期合约更长。以 25bps/次作为加息单位，当前 FFF 对美联储 12→2→3→5→6→7→9→11→12 月的政策利率预期分别为 2→3.5→4.3→4.7→4.7→4.6→4.3→3.7→3.1 次，即 FFF 反映交易员预测美联储将于明年 5 月结束加息，对应政策利率峰值为[4.75%, 5.00%]，并预测将在 9 月开始启动幅度为 25bp/次的连续降息。

图 5：联邦基金期货与隔夜指数互换隐含美联储政策利率

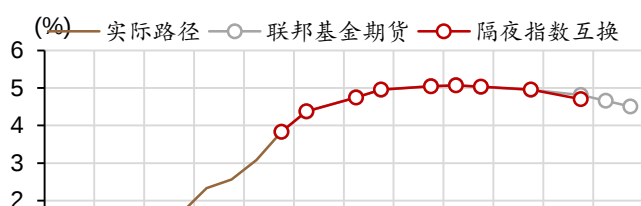


图 6：联邦基金期货交易与持仓量



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_49100

