

美联储大概率12月加息50bp, 关注美债波动

2022年12月2日

宏观经济 事件点评

——海外周评

分析师 | 康明怡 电话：021-25102911 邮箱：kangmy@dxzq.net.cn 执业证书编号：S1480519090001

事件：

一周点评。

主要观点：

- 1、鲍威尔讲话重申 FOMC 纪要内容，12 月加息 50bp，未来加息路径更慢更长。控制通胀仍未第一要务。我们预计后续美联储加息幅度依次为 50bp，25bp，25bp 至 4.75%~5%。
- 2、美国金融条件收紧明显，垃圾债利率过高，褐皮书亦显示经济放缓。
- 3、美十债上限维持 4.1~4.35%，在目前经济数据下，最新 ISM 制造业 PMI 下潜至 49，美十债暂时不会超过 4%。
- 4、鲍威尔讲话刺激美股反弹，货币政策放缓，美股中短期反弹合理。长期中性，长期是否见底取决于后续是否进入衰退及幅度，债市表现暂不支持股市趋势性上涨。

鲍威尔讲话基本重申了上周纪要内容，态度属于委员会中位数水平。他表示通胀仍是首要问题，需要放缓总需求增长低于长期趋势一段时间以恢复供需平衡。鉴于疫情放开和大流行财政政策效应衰减、俄乌冲突对全球的影响以及美联储政策，经济增长已于四季度温和放缓。已有的货币政策收紧了金融条件并正在影响经济活动，特别是利率敏感部门，比如住房。认为需求增长已放缓，并希望这种增长更慢并保持一段时间。他没有提及衰退的可能，可以认为美联储仍然希望能够软着陆。通胀方面，认为商品通胀已快速回落，这在最新的 ISM 制造业 PMI 物价分项中得到印证；住宅通胀将持续至明年下半年才会见顶，但新租约同比已显著下降；非住宅服务通胀趋势不明，其最重要的通胀来源于人力成本，当前劳动力市场虽然紧缺有所缓和，但总体仍旧强劲。受人口老龄化、移民数量减少以及新冠影响，劳动力供给短缺短期内难以解决。认为重塑价格稳定仍有很长的路要走。

货币政策有滞后效应，加息将更慢更长。当接近足够降低通胀的水平是，放缓加息速度是有意义的。明确提出放缓最早在 12 月，同时强调相对于利率最终水平，放缓的时间点并不重要，非常可能需要在在一个限制性水平保持一段时间。历史教训显示提前放松往往没有好的结果，将保持限制性政策直至抗击通胀工作完成。**我们认为 12 月加息 50bp 为大概率事件，预计后续美联储加息幅度依次为 50bp，25bp，25bp 至 4.75%~5%。基本情景下，政策至少接近 5%，预计加息将延续至明年一季度末。**我们在点评 9 月 CPI 时指出在加息周期末期每次以 50bp 较为稳妥，这一点得到印证；而长期通胀水平应在 2.3~2.5% 左右，如果美联储仍旧致力于回到 2%，将造成后期货币政策过紧的风险。急速加息周期结束并保持耐心有助于避免出现不必要的深度衰退和不必要的金融市场波动，美国经济温和衰退概率提升。

本周经济数据方面，欧洲略有好转，美国制造业进一步进入荣枯线以下。全球经济活动进一步收缩，欧洲 PMI 在荣枯线以下略有好转，而美国 ISM 制造业 PMI 首次陷入 50 以下，其中物价分项亦低于 50，显示商品通胀压力的进一步缓解。褐皮书显示美国多地经济增长放缓至温和，企业通胀压力增加经济悲观预期。周五晚将出台非农数据，预计继续温和增长。

美十债利率与 FFR 倒挂，并一路下跌；垃圾债利率保持高位，债市波动值得持续关注。从 10 月 20 日至今，美十债从高点 4.34% 一路回落至 3.6%。这一回落有加息放缓的预期，也有英国国债风险解除的原因。但无论如何，美十债利率低于联邦基金利率 FFR 尚属本周期首次。虽然我们一直提及这一情况可以参考 1978~1980 年，即高通胀下可能出现长期利率曲线倒挂，但在加息预期并未停止的背景下，美十债利率一路下跌不太常见，上次出现这一现象在 2018~19 年钱荒时，大约维持了 5~6 月。由于受到英国国债事件的干扰，尚不能明确判断下跌是否是避险原因，应保持高度关注。此外，垃圾债市场实际利率虽然跟随美十债利率回落，但整体仍在高位。美国本土公司 BBB 级别的实际收益率目前与 Baa 级别的名义利率相差无几，两者利差并未受利率回落而回落，这亦是债市的负面信号之一。最后，短端货币市场正常。

维持美十债上限 4.1%~4.35%，在当前经济数据下，很难超过 4%。受通胀回落带动加息节奏放缓、风险度下降以及本周新出炉的制造业 PMI 不及预期进入收缩区间的影响，本周美十债利率继续跌至 3.6% 以下。目前看美十债上限 4.1%~4.35% 得到印证，继续维持美十债利率位于 4% 以上的时间不会太长的观点。

美股中短期反弹合理，美股长期中性，长期是否见底取决于后期是否陷入衰退。我们在今年 1 月美联储缩表预期提前出现后即对美股从积极转向中性，并提示泡沫风险。当前，美股长期趋势上的泡沫已经消失，指数已落入长期趋势线上沿以下。如果说前期股市回落是加息带来的利率回升引起，则由经济疲软或是否衰退将决定是否继续下跌。此外，前债市负面信号尚未解除，我们仍维持美股长期中性。中短期方面，按照以往经验，当加息刚刚进入高位平台期时，加息节奏放缓带来的短期风险度下降，股市均会有所反弹。

风险提示：海外通胀回落不及预期，海外经济衰退，冬季能源危机、

表1：本周美联储官员讲话

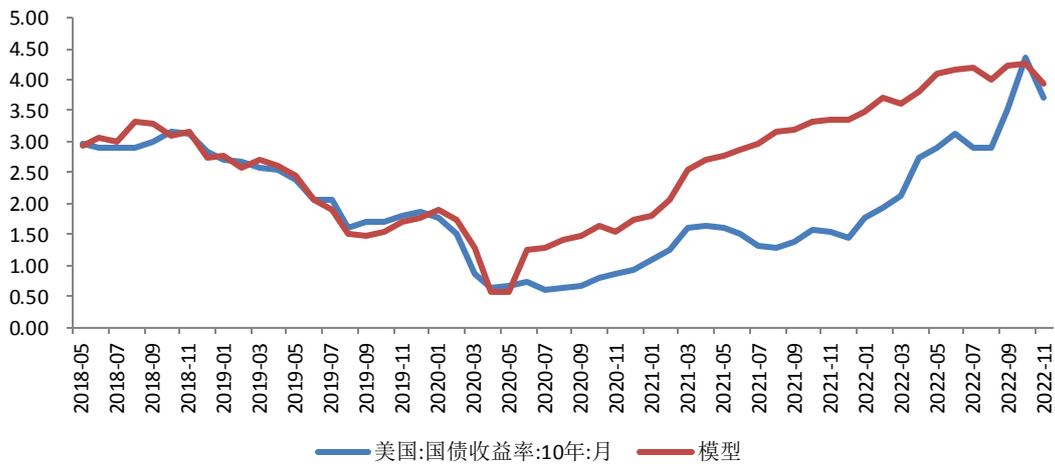
人物	本周讲话	态度	上次讲话
1 Jerome H. Powell (美联储主席)	<p>通胀仍是首要问题，需放缓总需求增长明显低于长期趋势一段时间以恢复供需平衡。</p> <p>没有发现通胀放缓的明确趋势。核心商品价格下降很快，住宅通胀持续上升。由于存量租约更新较慢，住宅预计明年下半年才会见顶。劳动力市场强劲，除住宅以外的核心服务通胀见顶回落趋势不明。尽管有所进展，但是里重塑价格稳定还有很长的路要走。</p> <p>政策有滞后效应，当接近足够降低通胀的水平时，放缓加息速度有意义，最早在12月放缓加息幅度。放缓的时间点比利率最终到达的水平而言并不重要。非常可能需要在限制性水平停留一段时间。历史教训显示提前放松没有好结果，将保持到通胀抗击工作完成。</p>	合理	
2 John C. Williams (纽约)	<p>需进一步加息以抑制通胀，让利率充分高于通胀。美联储的工作是让需求放缓，保持供需平衡，当前经济需求强于预期。预计明年通胀将大幅下降，明年年底失业率上升至4.5-5%之间。</p> <p>基本假设是不会衰退，但前景面临大量下行风险。至少需要一年时间才可能会降息。</p>	合理 偏鹰	加息专注于经济目标，避免将金融稳定风险纳入其考虑范围。
3 Loretta J. Mester (克利夫兰)	<p>尚未接近暂停加息阶段，放慢加息有意义。</p> <p>避免过度紧缩和紧缩不足。衰退不符合其对2023年的预期。</p>	合理	同意放缓步伐，但停止加息还很远。利率刚进入限制性区域，政策正在进入新的“节奏”，会对经济造成压力。降低通胀仍是首要任务，尚未结束。劳动力需求仍高于供应。
4 James Bullard (圣路易斯)	<p>收益率曲线倒挂不一定是衰退信号，不太相信工资-价格螺旋，不认为衰退不可避免。12月最有可能加息50个基点。</p> <p>市场低估了FOMC为遏制高通胀激进加息的可能。重申加息至少到5%-7%区间底部才能限制经济增长，从而遏制通胀。</p>	鹰派 5-7%	已有加息对通胀影响有限，政策利率尚未达到足够水平，需进一步提高至5%-7%，5-5.25%是本轮加息周期的最低利率峰值。为避免70年代错误，宁可更长时间内保持较高的利率。
5 Esther L. George (堪萨斯)		合理 略鹰	<p>数据表明各个领域的储蓄水平都有所提高，或进一步推动消费。很可能需要一段时间来提高利率，以说服家庭坚持储蓄。</p> <p>但低收入家庭正在更快的耗尽储蓄缓冲。</p>
6 Susan M. Collins (波士顿)		合理	利率敏感行业已对政策做出反应，其他领域尚未。仍乐观认为可能失业率只适度上升少许就能重建劳动力市场平衡，还可避免大范围的经济衰退。2%的通胀目标不是为出现明显经济衰退。12月75bp的可能性存在。
7 Neel Kashkari (明尼阿波利斯) (2023投票委)		合理 略鹰	需要确信通胀至少已经停止攀升，政策没有进一步落后于曲线，然后才会主张停止加息。目前情况还没到那一步。10月通胀数据提供了通胀至少已趋于稳定的一些证据，但不能被一个月的数据所过度说服。在多大程度上降低利率才能最终降低需求，这是悬而未决的问题。
8 Patrick Harker (费城分行) (2023年投票委)		鸽派 4.5%	<p>预期明年失业率4.5%，GDP 1.5%。预计美联储将放慢加息，明年某时保持利率不变，让货币政策自己发挥作用。只要通胀持续下降，就可以停止加息。如果情况不对，总能继续紧缩。不想要大幅提高利率后大幅调低利率。与其冒险过度紧缩，不如在适当的时候暂停加息。认</p>

人物	本周讲话	态度	上次讲话
			为 4.5% 的位置可以停一下，看经济如何进展。
9	Lorie K. Logan (达拉斯) (2023 年投票委)	合理	支持放缓加息速度，以评估紧缩效果。不应混淆放缓加息速度与宽松之间的区别。
10	Charles Evans (芝加哥，年底退休) (2023 年投票委)	略鸽 合理	接近利率峰值时，可能会降低加息幅度至 25bp。尽快调整行动节奏有好处，并对通胀很快开始缓解充满希望，利率大幅上升可能危及美联储对就业的职责。
11	Mary Daly (旧金山)	合理 4.75 ~5.2 5%	若通胀没有降温，利率可能提高至 5% 以上，尽管不是她期待的结果。当前金融市场的反应好像是利率已经升到 6%。注意到政策利率和金融市场紧缩状况的差别是非常重要的。
12	Rafael Bostic (亚特兰大)	合理	政策不足以抑制企业活动进而抑制通胀。近期商品价格涨幅放缓，但尚未出现明确证据表明服务价格涨幅也放缓，劳动力市场紧俏导致薪资持续上涨。即使经济面临放缓风险，仍需上调利率直至通胀稳定在 2% 的长期目标。
13	Thomas Barkin (里士满)	合理	预计就业将持续保持强劲。通胀比想象中更加顽固，必须控制住，并在发表任何关于放松政策的言论前确保这一点。 支持更慢但可能更高的加息路径。行动慢一点是更好的风险管理。没有踩油门，脚放在刹车上了。
14	Lael Brainard (美联储副主席)	合理	住房通胀可能到明年见顶。短期内放缓加息速度合适，但不会停止加息。紧缩政策实施需要时间，调整加息步伐至谨慎的态度有意义。
15	Christopher Waller (美联储理事)	合理 略鹰	担心新冠长期存在将对劳动力的影响比预计的更大。相对当前通胀水平，利率并没有很高，现在勉强处于限制性范围。可开始考虑放慢加息步伐。12 月加息 50bp 持开放态度，之后也可能 50bp。在抑制需求方面看到了进展，但还不够。企业正大规模提高工资令人紧张，没有看到压制通胀和造成失业之间需要权衡，明年还需提高利率，不会在接下来的一两次会议中结束，并在一段时间内保持高位。市场对 10 月 CPI 报告反应过度。发出加息步伐放缓同时并没有放松的信号，一直是沟通上的挑战。
16	Philip N. Jefferson (美联储理事)	合理	低通胀是实现长期持续扩张的关键。 高通胀对低收入家庭的伤害最大。
17	Lisa D. Cook (美联储理事)	合理	通胀趋势变得更加友好为时过早，高通胀对弱势群体打击相当大，劳动力市场强劲。 加密货币困境尚未演变成金融危机。没有理由认为收益率曲线倒挂具有预测能力。当前的经济形势非常不确定。未来加息应谨慎地采取“小幅度”加息。
18	Michelle	合理	利率会继续提高，但加息放慢步伐。终端利率高于 9 月预期。

人物	本周讲话	态度	上次讲话
W.Bowman (美联储理事)			
18 Michael S.Barr (美联储理事)	利率已处于限制性领域，但是否有足够的限制性尚未有定论。最快12月加息50bp，不应被误认为美联储降低通胀的决心减弱。将在足够高的利率保持足够长的时间。	合理	无

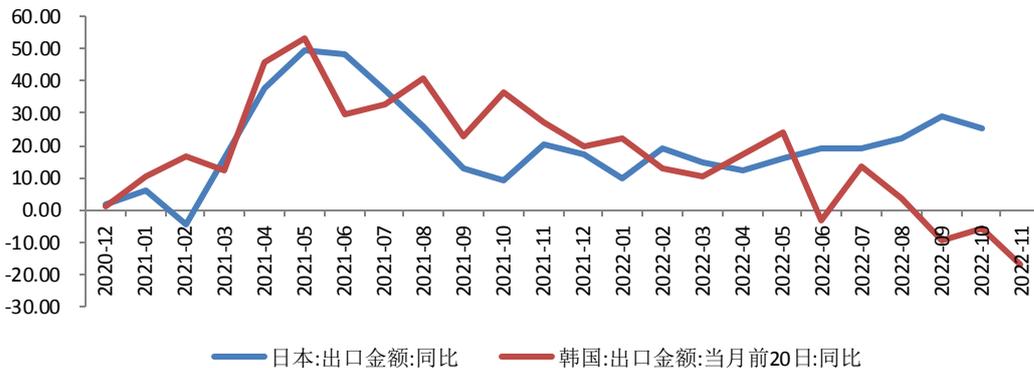
资料来源：wind，东兴证券研究所 注：加粗加底色的为本年度投票委

图1：美十债模型



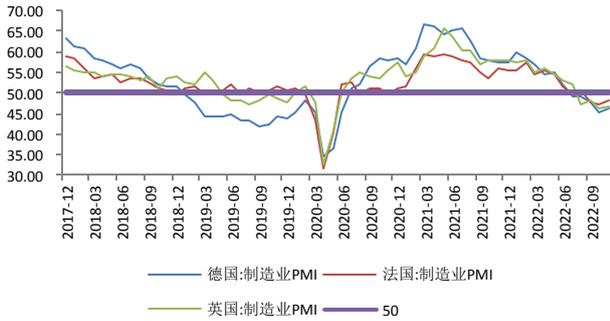
资料来源：wind，东兴证券研究所

图2：韩国出口同比仍在负值区间



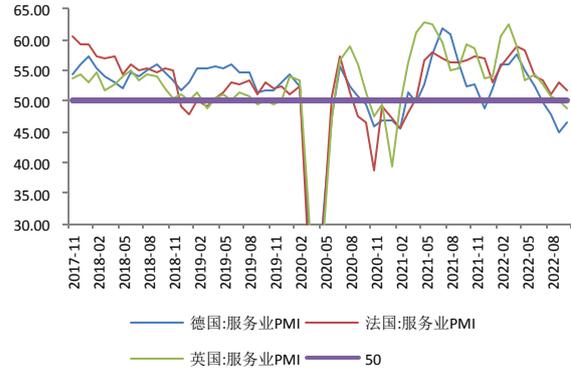
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图3：欧洲制造业处于荣枯线以下略有回升



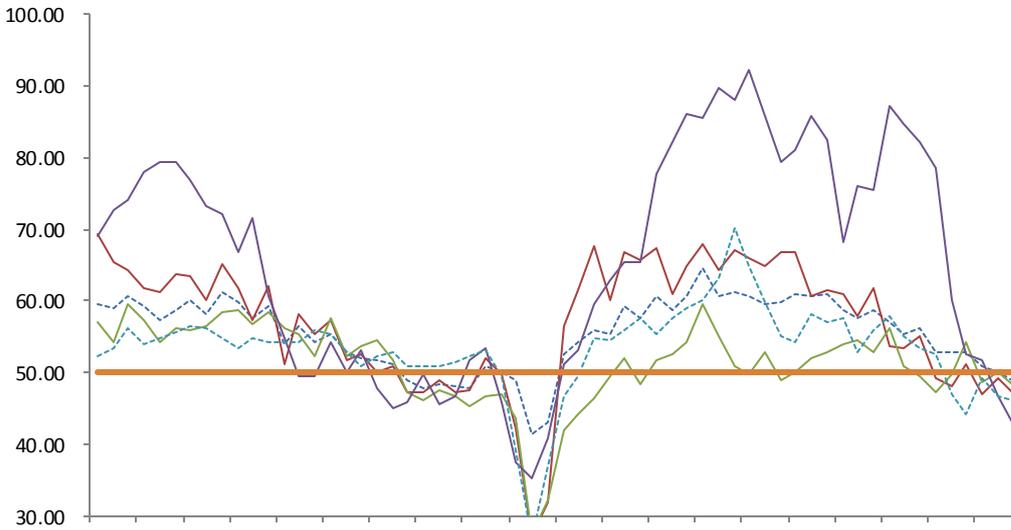
资料来源：iFinD, 东兴证券研究所

图4：欧洲服务业接近或处于荣枯线以下



资料来源：iFinD, 东兴证券研究所

图5：美国 PMI 全线进入荣枯线以下，制造业物价下降



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_49688



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn