

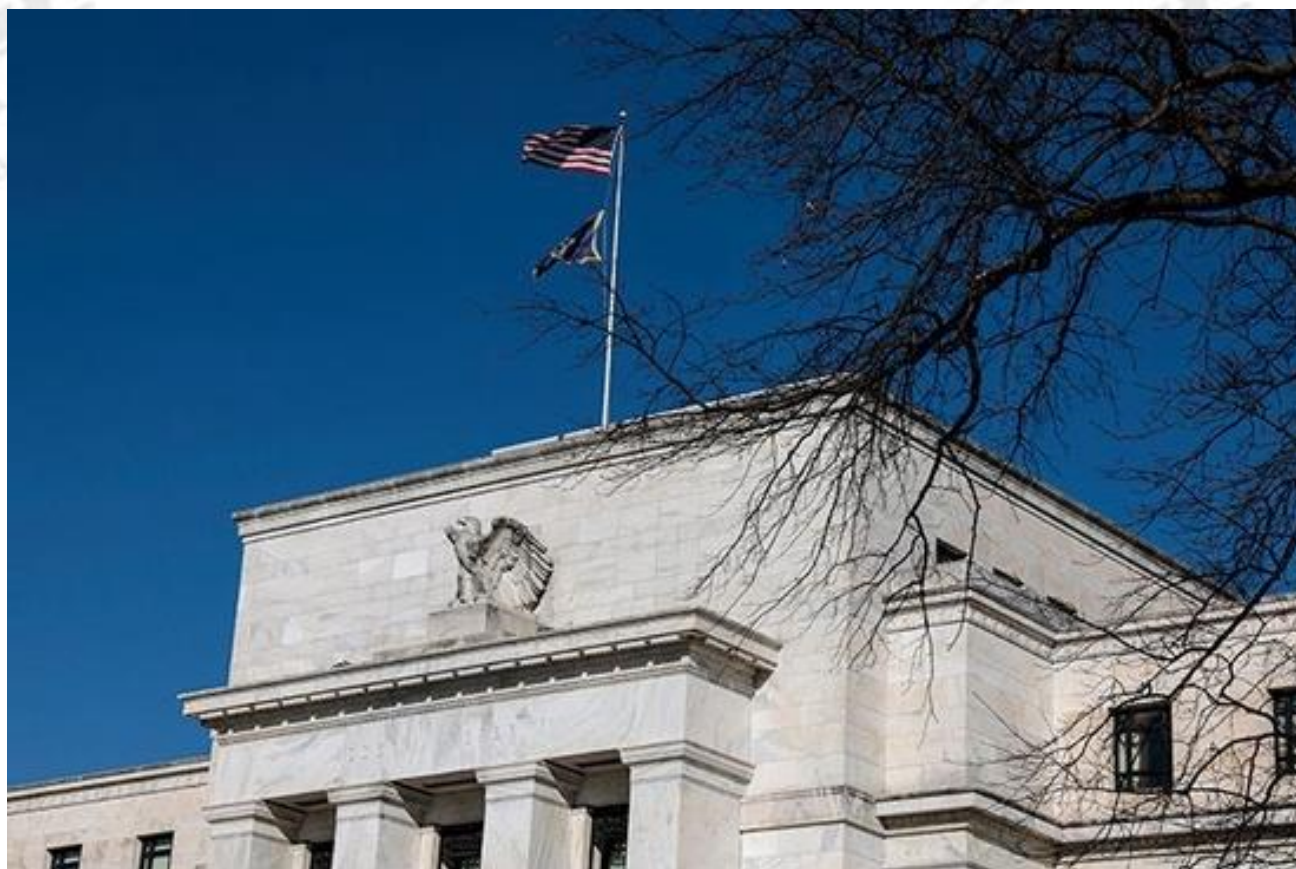


任泽平：美联储采取 40 年来 最猛烈的加息方式，开启全球 衰退周期



意见领袖 | 任泽平团队

1 美联储连续三次大幅加息 75BP: 全球经济开启新一轮衰退周期, 中国经济有望走出低谷、重新引领全球



美联储议息会议要点:

1) 9 月美联储加息 75bp, 将联邦基金利率抬升至 3.0%-3.25% 区间, 连续三个月加息 75bp。此前已作出充分的市场预期引导。

2) 市场更关注全年加息终点, 委员会预计今年的利率中位数应在 4.25%-4.5% 之间, 2023 年在 4.5%-4.75% 区间, 并在 2024 年开启降息。今年只剩下 2 次加息窗口, 推测有两种操作选择: 75bp-50bp, 或

100bp-25bp。会后 CME 显示 11 月加息 75bp 的概率为 64.5%。

3) 按原计划加速缩表进程。9 月起每月 950 亿缩表上限：国债 600 亿、MBS 350 亿；较前三月规模扩大一倍。

4) 美联储再次调低了美国经济整体增长预期、调高了通胀和失业预期。

鲍威尔发言表示：美联储将延续其在 JH 会议中的鹰派观点，并强调利率将升至足额限制水平。同时，在就业和通胀间，鲍威尔再次强调了物价稳定是长期充分就业的基础，再次明确了优先抗通胀的政策目标。在提到美国经济是否能软着陆时，鲍威尔表示软着陆非常具有挑战，并明确表态软着陆的机会大小取决于就业市场中劳动人口的供给以及通胀下降的速度。

在美联储会议结束后，美元指数报收 110.8，上涨 0.17%；10 年期美债收益率 3.54%，上涨 0.74%；2 年期美债收益率 4.1%，上涨 2.6%；而 Comex 黄金受到普京与 9 月 21 日发表的讲话影响，出现小幅上涨，报收 1679.5，上涨 0.23%。

本次鲍威尔发言偏鹰，旨在建立美联储的信誉，坚定降通胀的长期预期。在美国经济增长预期严重放缓的背景下，鲍威尔持续的强调抗通胀，无疑是在扭转市场此前对其的鸽派印象。此外，美联储也进一步表示了大宗商品等供给端的不确定性所带来的挑战。整体来看，美联储似乎不仅在就业和通胀间选择了抗通胀，在软着陆和通胀之间也暂时表明了其抗通胀

到底的决心。

对于美国经济基本面，我们认为：1) 美国软着陆概率进一步降低。PMI 数据显示美国经济整体下行，但制造业和服务业 PMI 均出现下滑；美国真实库存基本恢复疫前水平，步入主动去库阶段；部分利率敏感型交易已经出现疲软或下滑现象。2) 美国通胀短期难降，主要有两方面原因。一方面，连续高强度加息对核心 PCE 抑制作用不大；另一方面，美国通胀已经扩散，且核心分项看不到下降逻辑。3) 就业市场供需基本恢复至疫情前，但个别接触性行业缺口可能演化为永久性就业缺口。薪资涨幅尚未完全启动，未来有上行压力。

为何通胀这么高？长期来看，全球宏观范式正发生转变。当下，不平等问题导致逆全球化、人口增速导致全要素生产率下滑、能源格局重塑导致绿色溢价，正在冲击供给端。供给侧出了问题，却在需求侧吃药，实体经济无法吸收美元超发，引发剧烈通胀，美联储采取 40 年来最猛烈的加息方式。

预计全球经济可能在今年底-明年上半年开启一轮深度衰退，主要原因是美联储从无上限 QE 到无下限收紧货币的政策剧烈摆动，以及地缘冲突引发能源价格暴涨推升全球通胀以及生产生活成本。

如果能够推动新基建、新能源、民营经济重获信心、平台经济完成整改进入常态化监管重新出发、房地产软着陆等，中国经济有望走出低谷、重新引领全球。

2 美联储议息会议释放以下重要信息：

鲍威尔表示其延续 JH 会议中的主要观点，即坚定地抗通胀。至于未来何时停止加息，鲍威尔并未给出明确的判断。会议中鲍威尔强调，“年化 PCE 通胀水平，可以观察到通胀仍徘徊在 4.5-4.8 之间，因此我们将继续加息”。此外，鲍威尔也明确表示，“不会通过一两次的数据就认为通胀已经转好，将关注长期数据”。缩表方面，鲍威尔未在会议中过度提及，仅表示目前缩表速度较好，暂不考虑改变缩表速率。

美联储认为劳动力供需虽出现了一定缓解，但仍非常紧张。新增就业岗位出现下降，但目前职位空缺与失业人数的比例约为 2:1。当被问及是否可以接受预测中 4.4% 的失业率时，鲍威尔表示，“据我们了解，目前通胀对人们生活影响很大，若我们想在长期保持低失业率就必须解决通胀问题”。再次强调了在物价稳定和充分就业的双目标下优先抗通胀的政策纲领。

美联储再次调低了美国经济整体增长预期、调高了通胀和失业预期。2022 年 9 月的经济预测显示，2022 年美国 GDP 增速预计全年 0.2%，前值为 1.7%；而通胀预测为 5.4%，前值 5.2%；失业率为 3.8%，前值为 3.7%。同时，鲍威尔也在会议中明确，“我们提到美国经济会经历一段趋势之下（under trend）的增长，但这是让通胀回归的必要条件”。在谈论到软着陆与衰退时，鲍威尔表示，“本轮通胀与以往通胀有很多不同点，其中，1）目前的就业市场异常强劲，2）长期通胀预期平稳，3）通胀多半源自供给

冲击”。同时，鲍威尔表示，“软着陆非常具有挑战性，软着陆的机会大小取决于就业市场中劳动人口的供给，以及通胀下降的速度”。结合目前经济数据来看，美国经济下行趋势在所难免。8月美国 PMI 制造业和服务业均出现不同程度的下滑，其中制造业 Markit 制造业 PMI 较上月下降 0.9 个百分点，为 51.3%，服务业 PMI 下降 3.2 个百分点，为 44.1 %。

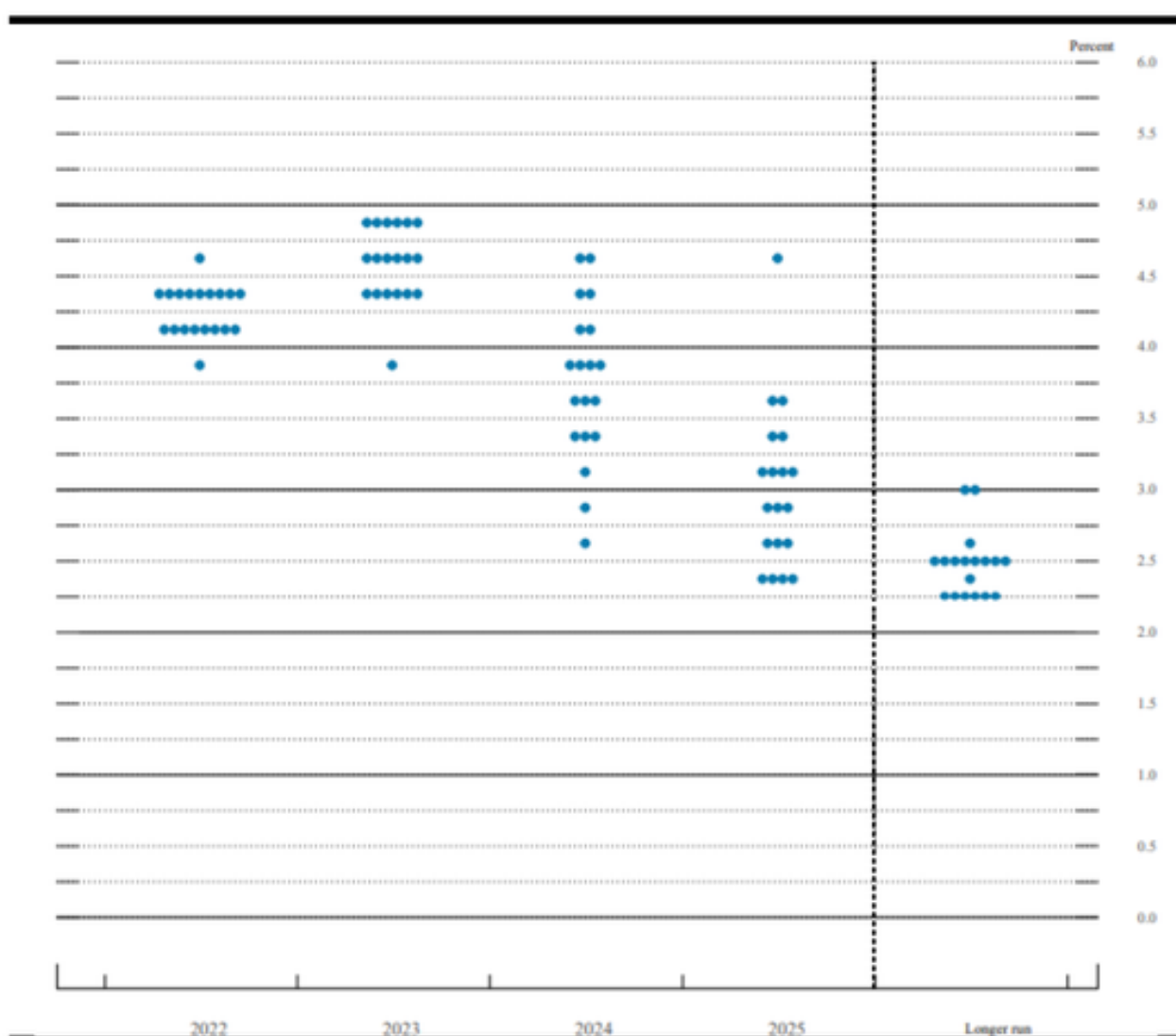
美联储加息符合预期，但鲍威尔发言仍旧偏鹰，市场反应较强烈。与会前 CME 观察显示 84% 的概率加息 75 个 bp，16% 的概率加息 100bp。因此从加息幅度来看并未超出市场预期。但鲍威尔讲话仍然偏鹰。美国股票市场在决策公布后出现下跌。其中道指跌 1.7%；标普 500 跌 1.71%，纳指跌 1.79%。会后，美债 10 年期利率升至 3.55%。截至 2022 年 9 月 22 日 2 时，美元指数上升 0.99 个百分点，报 111.42。

CME 数据显示，议息会议后市场认为 11 月加息 50 个 bp 的概率为 35.5%，75 个 bp 的概率为 64.5%；全年利率目标区间为 4.25%-4.5% 的概率最大。较上次会议后数据而言，市场与美联储的分歧逐步缩窄，全年利率预测处于同一区间。从仅剩的 2 个加息窗口来看，未来仍有 100 个 bp 的缺口，考虑到美联储明确通胀优于就业的态度、通胀数据不会出现大幅改善，9 月美联储加息力度大概率维持在 50 个 bp。

本次会议整体维持了美联储自 JH 会议以来的鹰派作风，我们认为旨在保证其对通胀预期的稳定。目前根据点阵图，预计未来还有 100bp-125bp 的加息空间，但时间窗口所剩无几。因此，若此后的数据没

有出现较大波动，美联储未来或将维持 75bp 的加息幅度。此外，从缩表的进程和规模来看，缩表传导到实体经济尚需时日。主要是 ON RRP 账户仍有一定规模，且 NBFI 类机构在美债拍卖市场中的份额较大。因此缩表的影响有待进一步观察。

图表：预测区间提升至 4.25%-4.5%



资料来源：Wind，泽平宏观

图表：美联储调低经济增长预期，调高失业和通胀预期

Percent

Variable	Median ¹				
	2022	2023	2024	2025	Longer run
Change in real GDP	0.2	1.2	1.7	1.8	1.8
June projection	1.7	1.7	1.9		1.8
Unemployment rate	3.8	4.4	4.4	4.3	4.0
June projection	3.7	3.9	4.1		4.0
PCE inflation	5.4	2.8	2.3	2.0	2.0
June projection	5.2	2.6	2.2		2.0
Core PCE inflation ⁴	4.5	3.1	2.3	2.1	
June projection	4.3	2.7	2.3		
Memo: Projected appropriate policy path					
Federal funds rate	4.4	4.6	3.9	2.9	2.5
June projection	3.4	3.8	3.4		2.5

资料来源：Wind，泽平宏观

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_46500

