

“长痛不如短痛”的抉择

美联储 9 月议息会议点评

点阵图隐含“终局”利率更高，美债倒挂加剧，对国内冲击有限。

- 季末议息会议，前瞻指引重于加息幅度。75bp 的加息幅度符合市场预期，但更重要的前瞻指引超出市场预期，点阵图显示的 2023 年“终局利率”显著提升至 4.5%。
- 实际利率为正成为加息路径的量化指标。鲍威尔表示，需要将实际政策利率提升至正值，而历史经验也显示每一次加息结束时，联邦基金利率均高于通胀水平。这意味着美国通胀的韧性将决定“终局利率”的水平，考虑到 8 月美国 CPI 显示出扩散和韧性的特征，点阵图预示的 4.5% 较为合理。
- 对美债影响：加剧倒挂，长端震荡。当前美国通胀的根源是紧张的劳动力市场和能源粮食涨价，货币紧缩并不对症，只能通过打压短期总需求来防止长期通胀预期固化。9 月议息会议加深了市场对于美联储“衰退换通缩”的认知，衰退预期加深将带来倒挂加剧，并抑制长端利率的上行。
- 对国内债市影响：中债“以我为主”。本轮人民币贬值过程中，结售汇整体呈现顺差，外汇市场“高抛低吸”下，资本流动是稳定力量。汇率关键不在点位，而在资本流动。当前人行可以较为从容的实行“以我为主”的政策，中债也将主要跟随国内政策和基本面。中美利差走扩是中美政策背离的结果，而不是推动中债利率上行的原因。
- 风险提示：国内外实体经济出现超预期变化，通货膨胀过快上行，政策超预期收紧。

相关研究报告

《债市的短期调整与长期韧性——经济修复与远期趋势》20210617
 《企业利润与利率周期——前两轮周期的经验参考》20210809
 《跨周期的“两阶段宽信用”》20210825
 《单向度的宽信用并不容易》20210908
 《跨周期的长债收益率分析》20210930
 《如何看待“宽松预期落空”》20211021
 《货币条件率先启动》20211111
 《降息的宽信用作用——MLF 降息点评》20220117
 《宽信用趋势进一步明确——LPR 降息点评》20220120
 《通胀压力或被平缓消化——3 月通胀数据点评》20220411
 《上游价格盘整、下游传导不畅——5 月通胀数据点评》20220613
 《大通胀的终结？》20220817
 《高频周报-美联储两难困境加深》20220612
 《高频周报-美国加息：更高或更久》20220918

中银国际证券股份有限公司
 具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略：固定收益

证券分析师：肖成哲

(8610) 66229354

chengzhe.xiao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300520060005

证券分析师：张鹏

peng.zhang_bj@bocichina.com

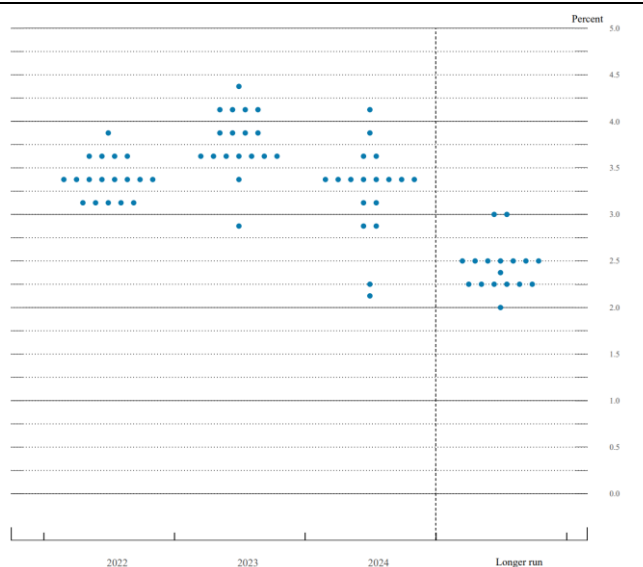
证券投资咨询业务证书编号：S1300520090001

事件：北京时间9月22日凌晨，美联储公布9月议息决议，连续第三次将基准利率上调75bp，联邦基金利率（FFR）的目标区间升至3%至3.25%。同时发布的9月《经济预测概要》(SEP)显示，美联储显著下调对未来两年真实GDP增长的预测，对通胀的预测区间则有所上调。利率预测点阵图显示，多数FOMC委员预测到2023年的FFR将超过4.5%，较6月有明显提高。

点评：

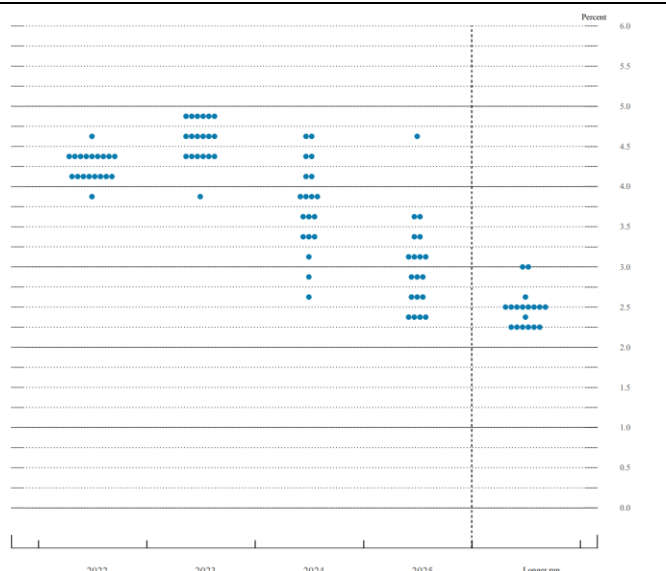
1、季末议息会议，前瞻指引重于加息幅度。75bp的加息幅度符合市场预期，但对于季末的议息会议而言，更重要的前瞻指引方面，超出市场预期：从量化指标来看，点阵图明显变化，对于2022年底和2023年底的利率预期显著抬升：2022年底利率预期从3.5%抬升至4%以上，而2023年的“终局利率”由4%抬升至4.5%；从措辞和态度来看，鲍威尔避免正面回答何时减缓加息的问题，维持了Jackson-Hole会议以来，通胀是第一要务的态度。前瞻指引的“鹰派”，也是美股未能走出“利空落地”走势的重要原因。

图表 1.6月点阵图



数据来源：美联储，中银证券

图表 2.9月点阵图



数据来源：美联储，中银证券

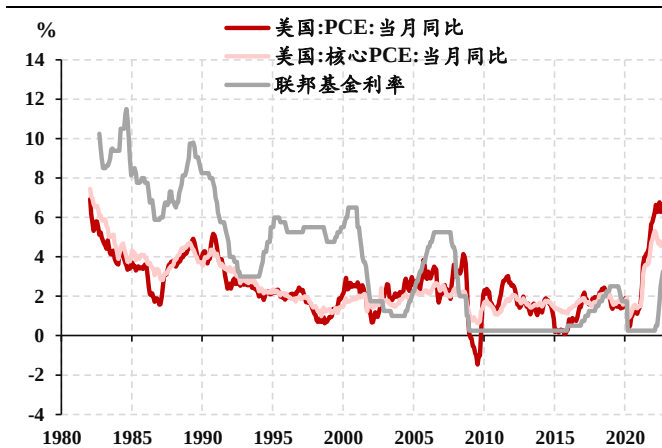
2、实际利率为正可能成为加息路径的一个量化指标。在回答记者问题时，鲍威尔表示，需要将实际政策利率提升至正值。从经济含义上，这意味着有效的下拉融资活动；而从历史经验来看，每一次加息结束时，联邦基金利率均高于通胀水平。

联储年内再加息两次50bp（政策利率下界来到4%）是当前较为一致的预期；而展望2023年，美国通胀的回落速度，将决定政策利率和通胀的“双向奔赴”后，交汇在怎样的水平。点阵图在政策拐点前后可能出现较大变动，但目前来看，考虑到8月美国CPI虽然整体下行，但是核心CPI上行，并显示出扩散和韧性，“终局”利率落在4.5%或者更高的位置存在可能性。

3、对美债影响：加剧倒挂，长端震荡。当前美国通胀的根源是紧张的劳动力市场和能源粮食等大宗产品涨价，背后的原因是long-covid效应、限制移民、俄乌冲突等，货币政策紧缩其实并不对症，只能通过紧缩打压短期总需求来防止通胀预期的长期固化。

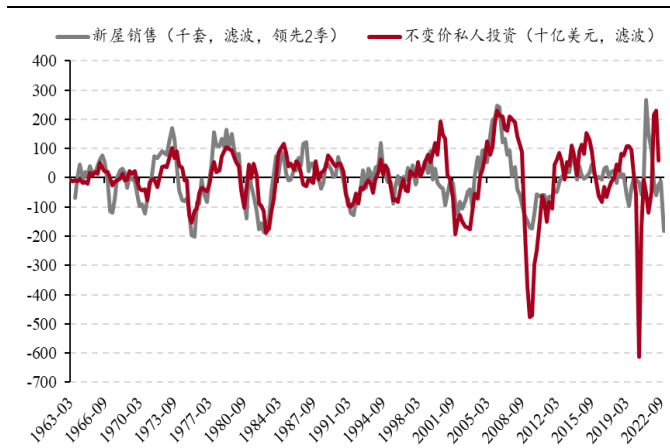
9月议息会议延续了美联储近期的鹰派信号，加深了市场对于美联储“衰退换通缩”的策略认知，而利率敏感的美国投资周期领先指标已开始下行，衰退预期的加深将带来倒挂的加剧，并抑制长端利率的上行，我们维持曲线倒挂加剧，长端利率震荡的判断。

图表 3. 历史上加息结束时，实际政策利率均为正



数据来源：万得，中银证券

图表 4. 利率敏感的领先指标已开始下行



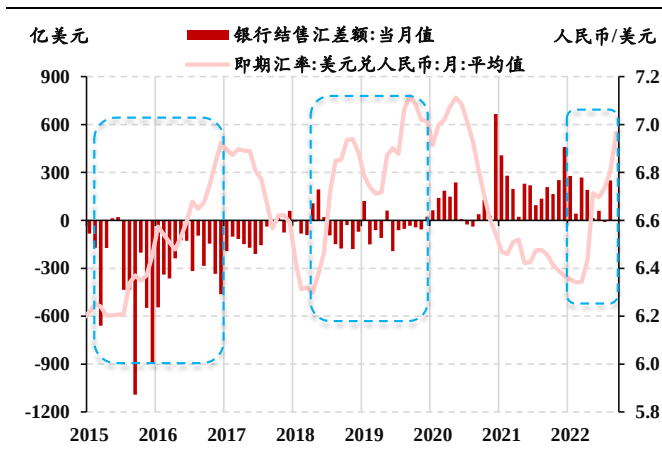
数据来源：万得，中银证券

4、对国内债市影响：当前美国利率主要通过两个渠道影响国内利率。一是输入型通胀渠道，即美国利率影响美欧实体经济和国际商品价格，对国内通胀产生反向影响（加息抑制通胀）；二是资本流动渠道，即美国利率上行，中美利差走扩，可能减弱外资对于中债的配置意愿。

本轮汇率贬值过程中，资本流动是稳定力量。汇率的关键不是点位，而在资本流动。今年以来，随着人民币汇率贬值，并未出现 2015-2016 或 2018 年那样显著的结售汇逆差。这意味着当前外汇市场操作倾向“高抛低吸”，即外汇升值、则更多地向银行卖出外汇（结汇）。而不是“811 汇改”后那样，外汇升值带动外汇需求的“羊群效应”。

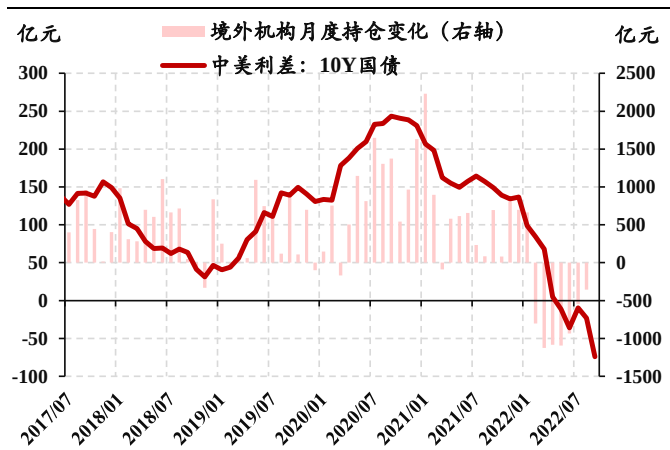
中债“以我为主”。当前资本流动整体稳定，叠加仍有较为丰富的工具箱（包括收紧离岸市场人民币流动性、引入中间价逆周期因子、调节跨境宏观审慎系数等），人行可以较为从容的实行“以我为主”的政策，国内债市也将主要跟随国内政策和基本面。在这种情况下，中债面临的压力不大，中美利差走扩是中美政策背离的结果，而不是推动中债利率上行的原因。

图表 5. 本轮贬值过程中，结售汇呈现顺差



数据来源：万得，中银证券

图表 6. 债券市场上外资流出趋缓



数据来源：万得，中银证券

风险提示：国内外实体经济出现超预期变化，通货膨胀过快上行，政策超预期收紧。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

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_46354

