

美联储9月加息75bp，加息周期峰值预期再次提升

——美联储9月FOMC点评

2022年9月23日

宏观经济 事件点评

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：

9月22日，美联储连续第三次加息75bp，联邦基金利率升至3~3.25%。

主要观点：

加息幅度符合市场预期，但本轮加息周期峰值再超市场预期，引发市场动荡。相对于实体经济和通胀的表现，货币政策还没有到过紧的水平，市场流动性平稳。若美联储态度不变，本轮加息周期最终利率水平可以到达4.5%+。美十债利率上升动能减弱，上限提升25bp至3.75~4%，即使超过4%时间也不会很长。维持美股中性，等待低点，美元指数在欧洲衰退落地之前将继续保持强势。

如果美联储坚持当前立场，本轮加息周期峰值可以到达4.5%+。从历史角度，联邦基金利率处于实际GDP季度同比之上是利率中性的典型特征。次贷危机之前，FFR基本在实际GDP同比和名义GDP同比增速之间。当前FFR水平刚刚略超过实际GDP同比，考虑到地产行业已从次贷危机中恢复，有理由认为FFR也应恢复原有的相对位置。我们对比了2000年和2006年实际GDP同比、CPI同比以及FFR的相对关系，测算出本轮加息周期末期峰值可以达到4.6~4.8%附近，并维持一段时间。

从短期利率市场看，货币政策尚未偏紧，流动性正常。虽然2年期和10年期国债利率长期倒挂，但短端利率与FFR息差稳定，没有出现短端利率低于FFR这种经典的货币政策偏紧的信号。银行间市场流动性也保持稳定，无论银行隔夜拆借利率还是逆回购利率在加息过程中没有出现危机前利率明显波动的情况，表明市场尚能够承受利率抬高。此外，虽然9月开始缩表加速，但目前美联储资产规模缩减才刚刚开始，至少半年内对流动性没有影响。商业银行资产比例中，现金和国债MBS债持有比率仍在高位。因此，尚不比过分担忧市场流动性。

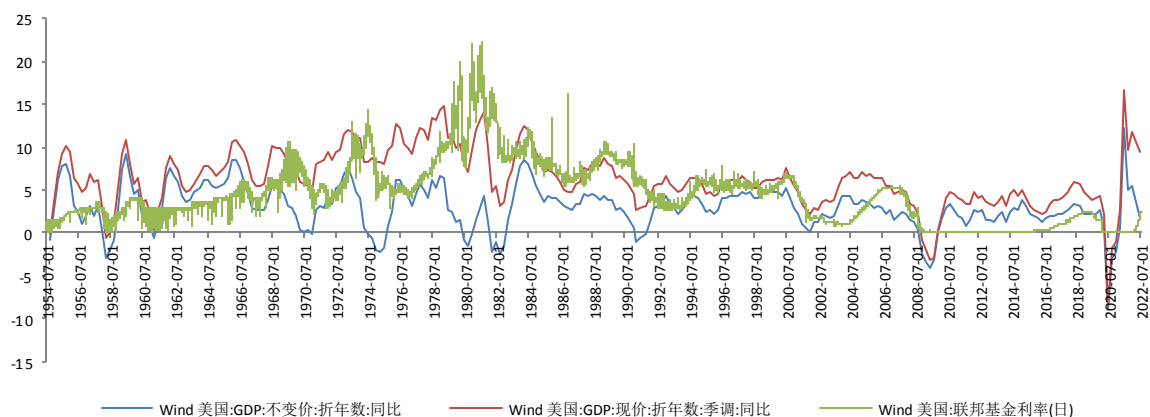
我们认为结合原油、非管理人员薪酬持续回落，地产降温，基本可以判断本轮通胀见顶，但冬季可能会有反复。通胀是本轮加息进程的决定性因素。我们对本次疫情开始的通胀周期的观点一直有二：一是通胀维持高位的时间比美联储预期的要长，二是通胀回落的幅度比美联储预期的要小。其中最主要的原因是地产周期的恢复，导致通胀中枢上移50bp至2.3%附近。本轮通胀已脱离原油增长趋势，为90年代以来首次。一般而言，核心通胀与过去12个月CPI均值高度相关，因此需要更长时间回落。在薪资增速同比没有降至4%以下前，服务类价格较难有效回落。考虑到4季度欧洲能源危机或导致能源价格再次走高，3季度为通胀良性回落的最佳窗口期。我们一直强调，高通胀背景下实体经济陷入衰退不可避免。相比欧洲，美国衰退或较为温和。

美十债利率上升动能衰减，上限上移25bp至3.75~4%（实为3.75%附近）。结合目前经济放缓、PMI以及未来通胀走势，我们的模型并未因加息峰值上升而提示美十债上限会继续同步上升，反而提示有所下降。美十债在鲍威尔讲话后日内波动剧烈，即使加息周期峰值预期再次上升，收盘仍维持在3.51%附近。我们认为未来美十债利率即使突破4%，停留在4%以上的时间也不会太久。关于长短国债利率倒挂可以参考1978~1980年的情况，预计会维持较长时间。

维持美股中性，等待低点的观点。我们在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，美股虽然长期趋势上的泡沫已经消失，但在加息周期结束之前，仍会受到利率抬升的压制，长期拐点仍需耐心等待。此外，受美联储鹰派以及欧洲经济衰退预期的双重影响，美元将继续保持强势。

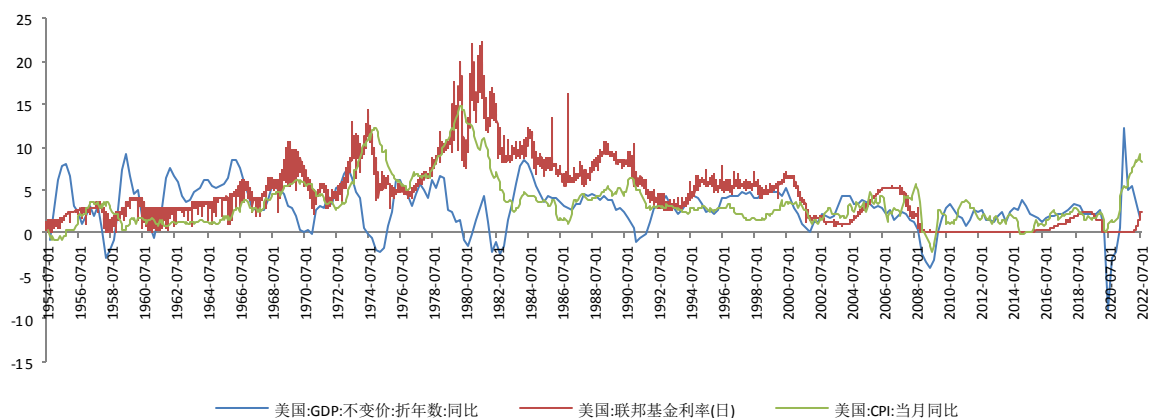
风险提示：海外通胀回落不及预期，海外经济衰退，冬季能源危机。

图1：美国实际 GDP、名义 GDP 和基准利率的关系



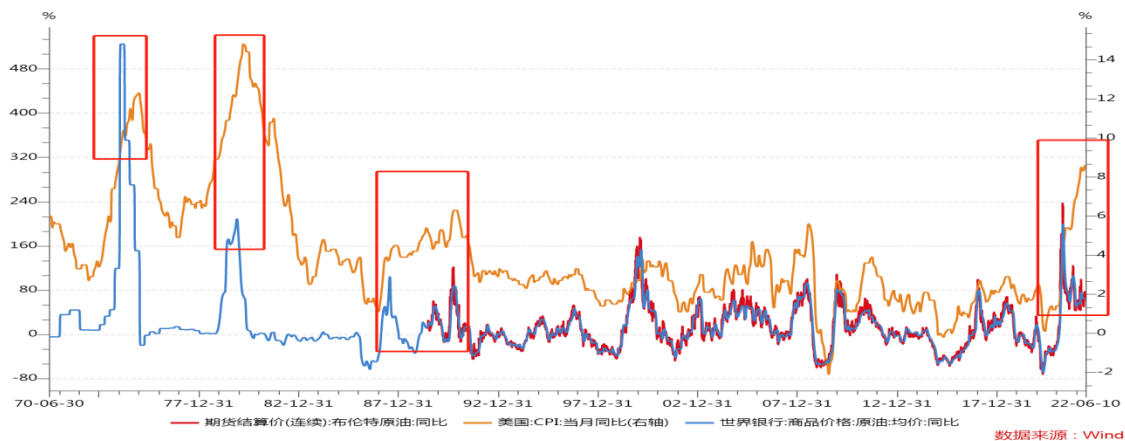
资料来源：wind，东兴证券研究所

图2：实际 GDP、CPI 与 FFR 的关系



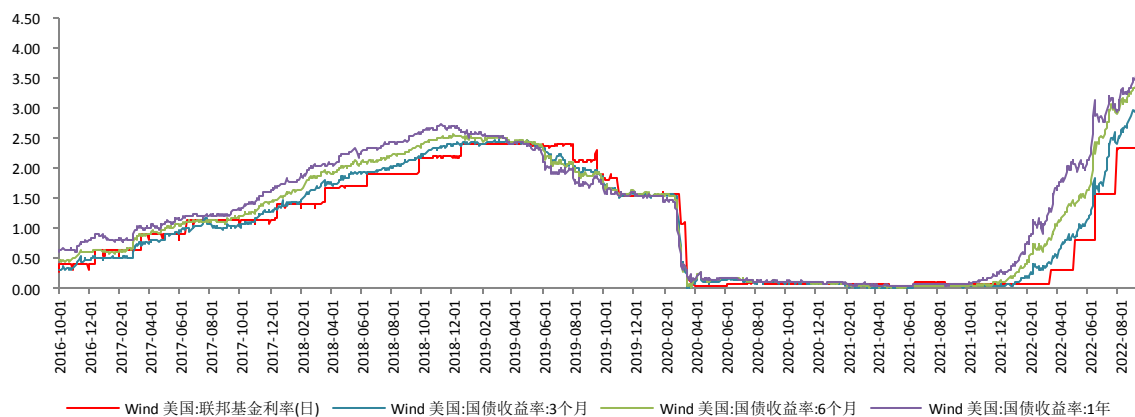
资料来源：wind，东兴证券研究所

图3：本轮通胀大幅脱离原油价格为 90 年代以来首次



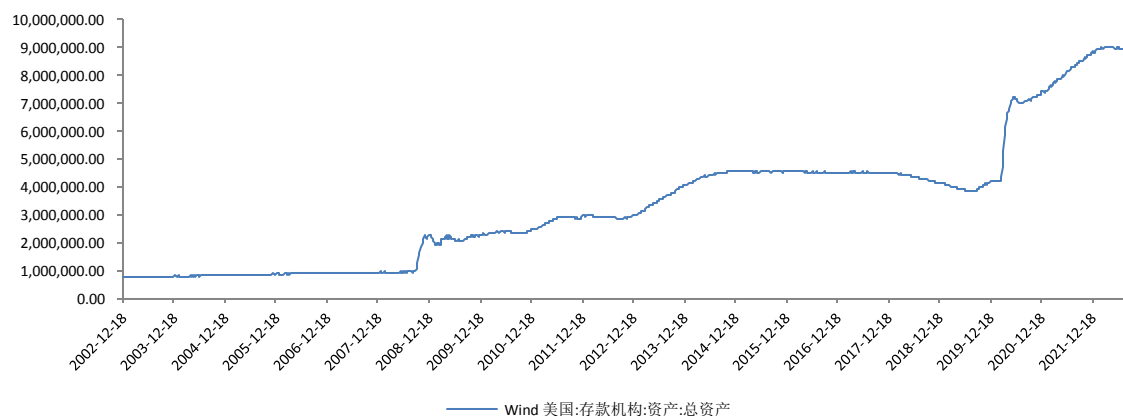
资料来源：wind，东兴证券研究所

图4：短端利率与 FFR 利差稳定



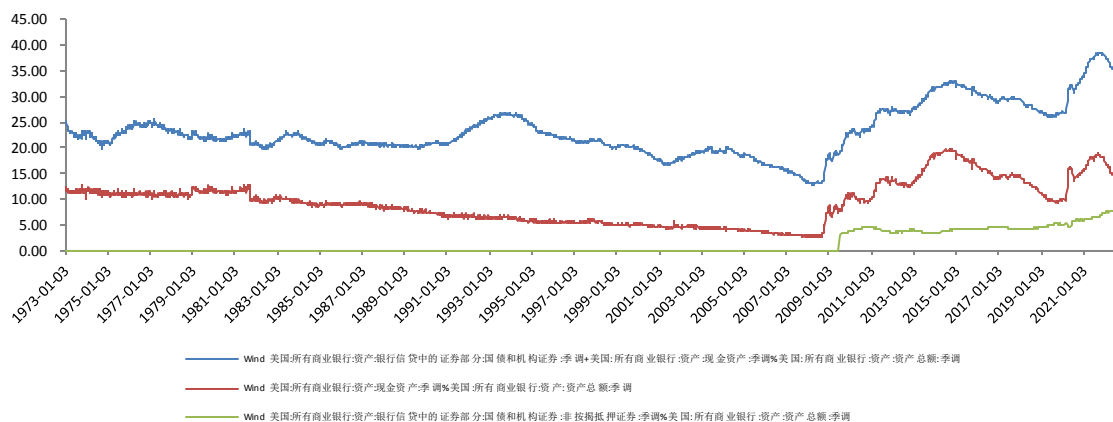
资料来源：wind，东兴证券研究所

图5：缩表规模尚不足以影响流动性



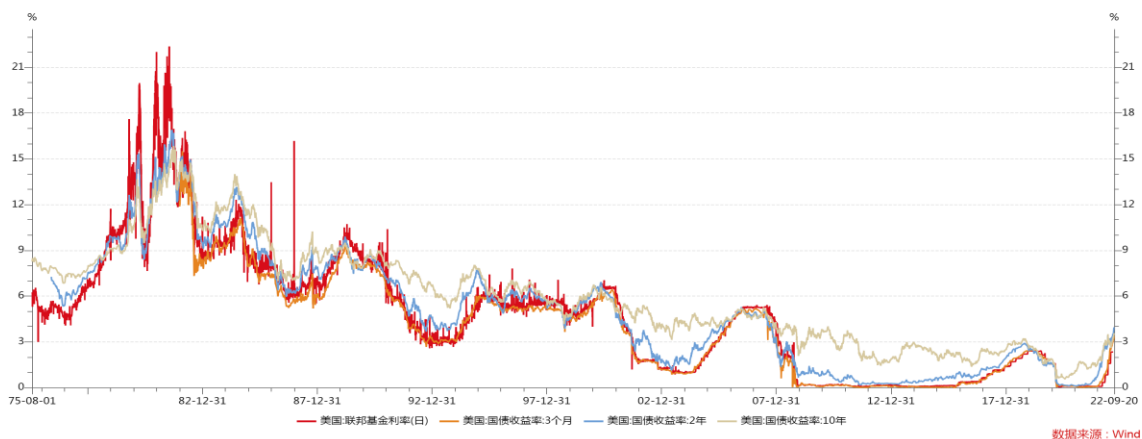
资料来源：wind，东兴证券研究所

图6：银行体系流动性占比较高



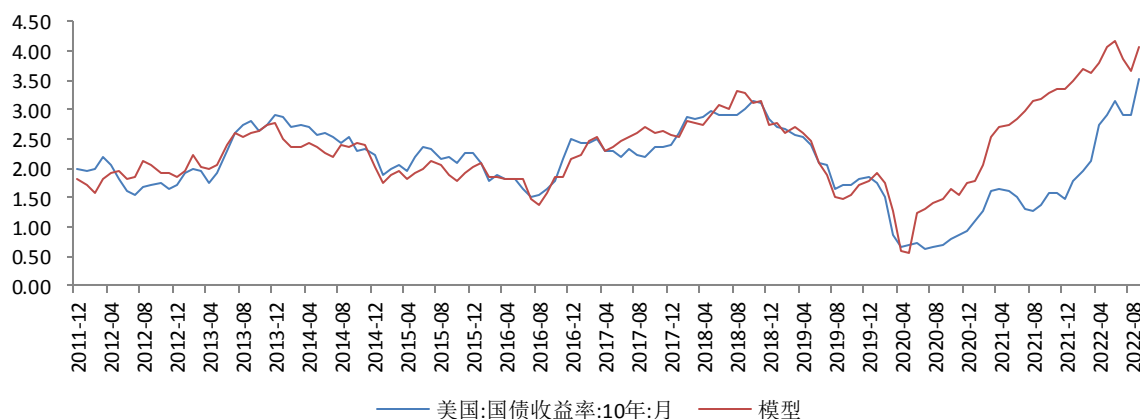
资料来源：wind，东兴证券研究所

图7：利率倒挂可参考70年代末



资料来源：wind，东兴证券研究所

图8：美十债模型预测



资料来源：wind，东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
宏观普通报告	宏观普通报告：美国通胀回落不及预期，美股债双跌	2022-09-15
宏观普通报告	宏观普通报告：美国非农仍旧强劲，9 月加息 75bp 概率进一步提升	2022-09-04
宏观普通报告	宏观普通报告：美联储 9 月加息 75bp 概率提升，并将维持高利率直至通胀问题彻底解决	2022-08-28
宏观普通报告	宏观普通报告：美国通胀回落超预期，8 月将继续回落	2022-08-11
宏观普通报告	宏观普通报告：美国就业增长广泛，不阻碍加息步伐	2022-08-07
宏观普通报告	宏观普通报告：美国通胀再创新高，下月或小幅回落	2022-07-14
宏观普通报告	宏观普通报告：美国就业市场仍旧强劲	2022-07-11
宏观普通报告	宏观普通报告：美国通胀再创新高，扭转市场预期	2022-06-12
宏观深度报告	宏观专题报告：2022 年海外宏观及资本市场年中展望	2022-05-31
宏观普通报告	宏观报告：美国通胀高点已过，但回落不及预期	2022-05-13

资料来源：东兴证券研究所

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_46401

