

宏观点评

2022 年 9 月 22 日

新的利率终点浮现，美国衰退概率较大

宏观点评 20220922

核心内容：

- **长期通胀预期稳定，75bps 符合预期：**9 月 21 日，美联储 FOMC 会议在 8 月核心 CPI 超预期后继续加息 75bps，联邦目标基金利率达到 3.00%-3.25%。美联储宣称将继续执行量化紧缩（QT）计划，9 月 QT 上限将从 475 亿美元/月提升至 950 亿美元/月；从过去几个月的执行情况来看，量化紧缩基本严格按照时间表进行，流动性收紧速度较快。本次会议在经济、就业和通胀方面表述以及坚定的加息态度上都没有变化，增量信息主要在于通胀韧性超预期后新的“利率终点”升高至 4.6% 附近，以及鲍威尔直言软着陆可能在减小。
- **经济继续下行，软着陆概率很低：**经济预测（SEP）中，美国的 GDP 增速被再次下修，2022 年仅 0.2%，2023 年 1.2%。而失业率也有上调，2022 年将达到 3.8%，未来两年保持 4.4%，经济研究则偏向于 5% 以上的失业率才能导致通胀更快走弱。2022 年 PCE 与核心 PCE 的预期分别为 5.4% 和 4.5%，2023 年为 2.8% 和 3.1%；这一方面反映出美联储判断核心通胀年内不会有太大变化，且韧性将持续至 2023 年，另一方面，2023 年能源由于高基数可能出现负增长，因此名义通胀面临的压力会小于核心通胀。
- **美联储年内保持高压加息，明年达到“利率终点”：**8 月核心 CPI 意外上行推动了新终点至 4.50%-4.75%（4.6%）；同时，2022 年末的利率预期中位数上升了 100bps 至 4.25%-4.50%（4.4%）。如此，美联储年内保持高压加息，在 2023 年初达到“利率终点”并在上半年坚持不降息的格局基本确立，市场情绪转好至少要等到利率达到 4.5% 左右。而按照年内达到 4.4% 目标，11 月 FOMC 会议再加息 75bps 的可能性不低，前置的加息也给美联储在年末至明年初放缓加息幅度留出空间。
- **美联储量化紧缩（QT）完全按计划执行：**9 月量化紧缩将分别加码至 600 亿国债和 350 亿 MBS。市场上近期出现了一些美联储 QT 和缩表不达预期的误读，主要是由于美联储资产中 TIPs 国债的价格浮动和 MBS 资产复杂的入账机制所导致，事实上 SOMA 账户的变动基本严格按照计划进行，银行存款准备金已经出现大规模减少，因此未来也不能忽视 QT 的影响。
- **警惕美股三季度盈利下修，美债短期高位，美元强势：**美股的向下调整还未结束，一方面新的利率风险定价还不完全，另一方面，美国企业三季度盈利预测出现了较大幅度的下调。美债更早更快计入了利率风险，但是在市场情绪紧张、流动性偏紧以及通胀仍存在个别月份超预期的情况下，收益率年内还有上行空间；等美联储达到 4.6% 的新加息终值后配置美债更加安全，大概率衰退也有利于美债表现。而美元将继续保持强势，近期需要关注日央行的动态。

核心风险提示：通胀韧性和经济下行速度超预期，货币市场流动性出现问题

分析师

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515030003

特别感谢：

于金潼

9月21日，美联储FOMC会议在8月核心CPI超预期后继续加息75bps，联邦目标基金利率达到3.00%-3.25%。美联储宣称将继续执行量化紧缩（QT）计划，9月QT上限将从475亿美元/月提升至950亿美元/月；从过去几个月的执行情况来看，量化紧缩基本严格按照时间表进行，流动性收紧速度较快。本次会议在经济、就业和通胀方面表述以及坚定的加息态度上都没有变化，增量信息主要在于通胀韧性超预期后新的“利率终点”升高至4.6%附近，以及鲍威尔直言软着陆可能在减小。美联储目前牺牲经济和就业以控制通胀的态度没有改变，在通胀显示出向长期目标靠拢的趋势前，金融环境将保持紧缩，市场可能要等到利率达到新“终点”后才有理由开始乐观。美股下跌恐还难结束，美债短期有上行空间，但加息达到终值后可能因衰退开始回落，美元保持强势。会议重点内容如下：

一、经济下行但消费导致通胀韧性，软着陆概率很低

FOMC会议声明和发布会中对经济、就业和通胀表述没有明显变化。在金融环境紧缩下，房贷和其他利率的寻上行导致房地产和其他商业固定资产投资快速下行，消费虽然放缓但仍然受到劳动市场的支撑，更低的海外增长限制了美国的出口，美国经济下滑趋势确定性较强。投资下行明显快于消费，这也暗示商品和服务需求是加息的重点打击对象。

就业方面，虽然劳动参与率回升，但是就业市场供需依然严重不平衡，高职位空缺率和较强的新增就业对名义工资增速形成支持，进而推高通胀。美联储认为随着时间推移，供需格局将逐渐改善。我们认为，作为反应相对滞后的指标，就业的下滑甚至可能慢于消费，因此失业率在上行至经济预测中给出的4.4%以上后就有望引起美联储重视，但这并不意味着失业率增加在通胀显著回落前可以改变美联储的政策路径。

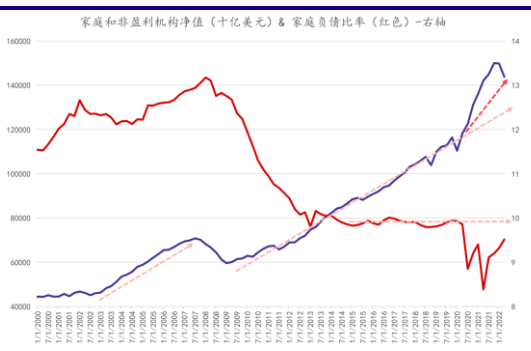
通胀方面，美联储继续强调CPI和PCE通胀增速过高，在能源和食品价格高的情况下，商品和服务价格压力仍在。通胀的粘性主要来自于通胀指标中居住成本统计的技术性滞后、继续增长的名义工资、健康的家庭资产负债表和增速不低的消费信贷。因此，美联储压低通胀只能通过严厉打击总需求。

图 1：美国固定房贷利率大幅提高（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 2：美国家庭资产净值高位，负债较低



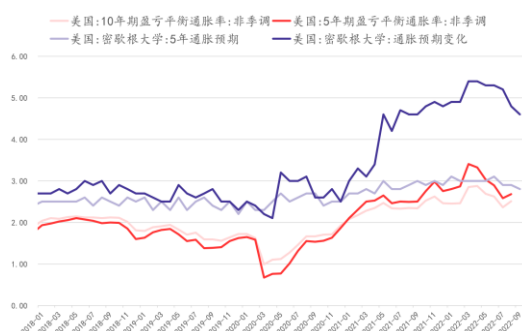
资料来源：Fred，中国银河证券研究院整理

鲍威尔在发布会中表示家庭、商业和市场调查预测都显示长期通胀预期锚定较好，近期出现了下行趋势，虽然这并不足以让美联储沾沾自喜；当下通胀高位时间越长，高通胀预期就越容易根深蒂固。同时，在被问及衰退概率时，鲍威尔终于承认在持续的紧缩下，“软着

陆”可能显著下降，这体现了美联储认为衰退概率已经很大，但在通胀控制面前是可以接受的代价。

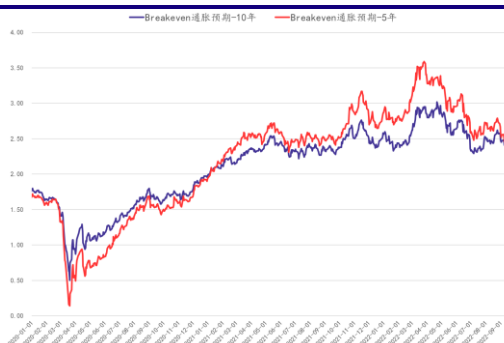
经济预测（SEP）中，美国的 GDP 增速被再次下修，2022 年仅 0.2%，2023 年 1.2%。而失业率也有上调，2022 年将达到 3.8%，未来两年保持 4.4%。美联储对失业率预测虽然上调，还是偏乐观的，经济研究则偏向于 5% 以上的失业率才能导致通胀更快走弱，可以看出目前美联储对就业市场并不担忧。2022 年 PCE 与核心 PCE 的预期分别为 5.4% 和 4.5%，2023 年为 2.8% 和 3.1%；这一方面反映出美联储判断核心通胀年内不会有太大变化，且韧性将持续至 2023 年，另一方面，2023 年能源由于高基数可能出现负增长，因此名义通胀面临的压力会小于核心通胀。另外，衰退的更快来临可能使我国出口近期面临更大下行压力。

图 3：长期通胀预期较为稳定（%）



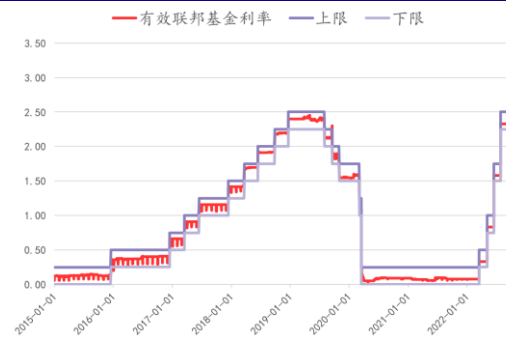
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 4：美债 Breakeven 通胀预期（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 5：联邦基金利率（%）



资料来源：Fred，中国银河证券研究院整理

图 6：SEP 对经济展望更悲观（%）

	2022	2023	2024	2025	长期
实际 GDP 增速	0.2	1.2	1.7	1.8	1.8
6 月预测	1.7	1.7	1.9		1.8
失业率	3.8	4.4	4.4	4.3	4
6 月预测	3.7	3.9	4.1		4
PCE 通胀	5.4	2.8	2.3	2	2
6 月预测	5.2	2.6	2.2		2
核心 PCE 通胀	4.5	3.1	2.3	2.1	
6 月预测	4.3	2.7	2.3		
预测联邦基金利率路径：					
联邦基金利率	4.4	4.6	3.9	2.9	2.5
6 月预测	3.4	3.8	3.4		2.5

资料来源：FRB，中国银河证券研究院整理

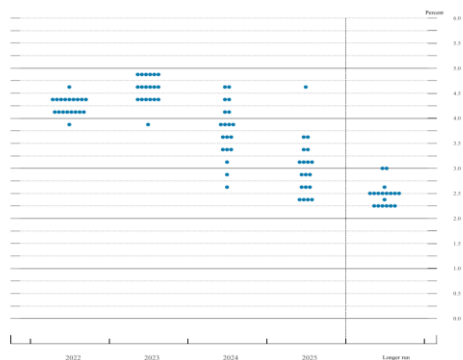
二、美联储年内保持高压加息，明年达到“利率终点”

FOMC 会议声明和发布会稿件的信息实际上在 8 月鲍威尔 Jackson Hole 会议后显得有些老生常谈，旨在体现美联储坚定控通胀的导向，更值得关注的还是经济预测（SEP）中给出的加息预期。

6 月名义 CPI 超预期后，SEP 将“利率终点”上调至 3.75%-4.00%（3.8%）之间，而 8 月核心 CPI 意外上行推动了新终点至 4.50%-4.75%（4.6%）；同时，2022 年末的利率预期中位数上升了 100bps 至 4.25%-4.50%（4.4%）。如此，美联储年内保持高压加息，在 2023 年初达到“利率终点”并在上半年坚持不降息的格局基本确立，市场情绪转好至少要等到利率达到

4.5%左右。而按照年内达到 4.4%目标，11 月 FOMC 会议再加息 75bps 的可能性不低，前置的加息也给美联储在年末至明年初放缓加息幅度留出空间。降息则可能至少要等到 2023 年下半年才会出现，但美联储 2024 年末的利率中位数仍有 3.9%，所以明年下半年及时降息，幅度也将较为有限。

图 7：点阵图出现上调（%）



资料来源：Fred，中国银河证券研究院整理

图 8：CME 加息预期（%）

MEETING DATE	MEETING PROBABILITIES					
	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475
2022/11/2	0.0%	31.5%	68.5%	0.0%	0.0%	
2022/12/14	0.0%	0.0%	0.0%	29.1%	65.8%	5.1%
2023/2/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	28.5%	65.0%
2023/3/22	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	15.4%	48.3%
2023/5/3	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	14.5%	46.2%
2023/6/14	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	16.2%	45.6%
2023/7/26	0.0%	0.0%	0.1%	3.7%	21.7%	43.1%
2023/9/20	0.0%	0.1%	1.3%	9.8%	29.0%	37.8%
2023/11/1	0.0%	0.5%	4.1%	16.0%	31.8%	31.8%
2023/12/13	0.3%	2.3%	10.2%	24.2%	31.8%	22.6%

资料来源：CME，中国银河证券研究院整理

三、量化紧缩（QT）完全按照计划进行，银行间流动性快速收紧

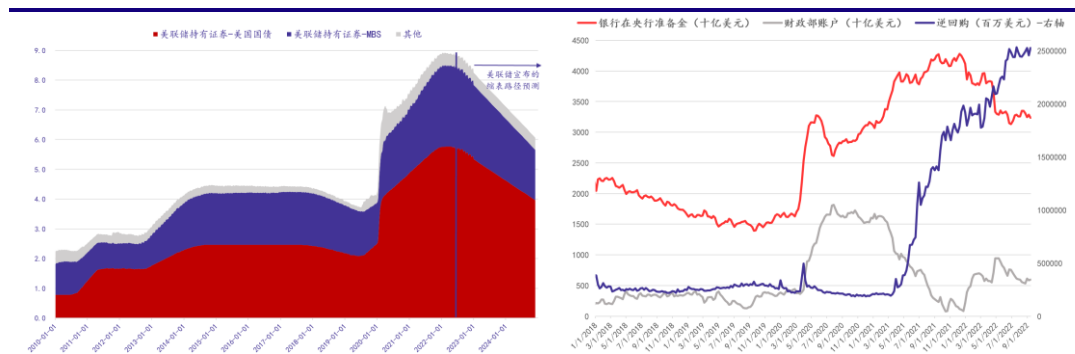
通过量化紧缩来缩表的问题上，美联宣布按照 5 月公布的计划执行。6 到 8 月维持每月 300 亿美元国债和 175 亿美元 MBS 的缩表规模，9 月将分别加码至 600 亿和 350 亿。市场上近期出现了一些美联储 QT 和缩表不达预期的误读，主要是由于美联储资产中 TIPs 国债的价格浮动和 MBS 资产复杂的入账机制所导致，事实上 SOMA 账户的变动基本严格按照计划进行，银行存款准备金已经出现大规模减少，因此未来也不能忽视 QT 的影响。

纽约联储 SOMA 账户中剔除 TIPs 因通胀上行引起的价格上浮影响后，实际 6 到 8 月缩减国债规模 873.9 亿美元，基本和 900 亿美元的目标一致。MBS 缩减受到到期量的影响，但是实际 MBS 回购金额和 MBS 回款的差额（也即 MBS 缩减上限）与美联储缩减掉的规模也是一致的。这就意味着 6 到 8 月美联储的缩表计划是按部就班执行的，而 9 月份缩减数据虽然尚未公布，大概率也会完成 950 亿美元的目标，这会让银行间流动性收紧，而隔夜逆回购（ON RRP）用量是否会减少还要看市场的选择以及美国财政部是否开始回购国债。

目前来看，隔夜逆回购使用量仍在高位，不过此前一直上行并迫使银行使用存款准备金承接美联储释放的证券的趋势有所放缓。货币市场基金在动荡的市场中并不热衷于把流动性借给银行系统，而是存在了逆回购中；这种情况下，银行系统承接美联储放出的国债和 MBS 时必须使用自有资金，因此准备金规模受到消耗，9 月 14 日相比 2021 年末的峰值已将下降了 1.04 万亿美元。虽然限制银行系统的货币派生可能是正在打击总需求的美联储想看到的，但是 QT 出售的长债和 MBS 如果主要靠消耗银行准备金承接可能会给银行系统流动性增加过大压力（参见 2019 年 9 月 17 日的回购市场流动性危机）。财政部可能考虑回购流动性差的债券，保护国债市场，但这一举措尚在探讨中。

图 9：美联储计划缩表大致路径（万亿美元）

图 10：银行在美联储准备金持续下滑（%）



资料来源：FRB，中国银河证券研究院整理

资料来源：FRBNY，中国银河证券研究院整理

四、相关资产未来的表现？

美联储保持鹰派并给出了 4.4% 的年内加息目标，股市继续下行，标普全天跌 1.71% 收 3790；美债收益率上扬，10 年期 3.55%，两年期 4.09%，3 月期 3.291；美元指数在美联储继续加息以及俄乌冲突恶化的情况下站上 111 关口。美股的向下调整还未结束，一方面新的利率风险定价还不完全，另一方面，美国企业三季度财报将要集中公布，而和二季度不同的是三季度盈利预测出现了较大幅度的下调；随着紧缩继续，盈利的萎缩和部分企业的破产会继续发酵，压制美股表现。美债则更早更快计入了利率风险，但是在市场情绪紧张、流动性偏紧以及通胀仍存在个别月份超预期的情况下，收益率年内还有上行空间；等美联储达到 4.6% 的新加息终值后配置美债更加安全，大概率衰退也有利于美债表现。而美元将继续保持强势：当前欧央行虽然跟随紧缩，但面临货币政策传导碎片化和能源危机等风险，日央行还在坚持 YCC，其他美元指数一揽子货币也难有强力表现。因此，美元的强势至少可以保持到明年欧洲安全过冬后的明年春天，那时加息也将达到“利率终点”。日央行仍然在坚持 YCC，但是近期在强美元下面临极大的压力，也需要关注。

图 11：美债收益率曲线 (%)

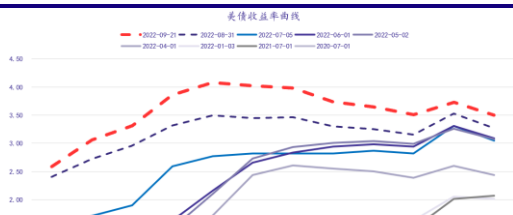
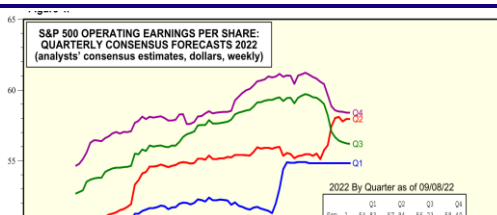


图 12：美股三季度盈利预期下滑



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_46404

