

美联储货币收紧预期反映充分吗？

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669号

报告要点

目前市场关注的重点是加息节奏和幅度，对缩表的关注不足，美联储缩表的负面影响可能尚未充分体现。新冠流行对劳动力供应的持续抑制和住房租金的快速上涨可能使得美国核心 CPI 同比再创新高，进而使得美联储加息幅度再超预期；即便核心 CPI 同比不再继续升高，大概率也会较长时间维持高位，这可能使得美联储货币紧缩持续时间超预期。我们认为美联储货币收紧的负面影响尚未充分反映，上周五美联储加息预期小幅抬升以及美股大幅回落部分印证了这一观点。

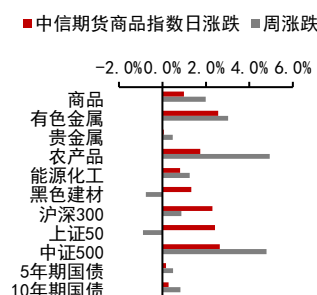
摘要：

上周四公布的美国核心通胀再创新高，美股一度因此创新低，但随后大幅回升。市场似乎认为利空已经出尽。我们认为**美联储货币收紧的负面影响可能尚未充分反映，上周五美联储加息预期小幅抬升以及美股大幅回落部分印证了这一观点。**

第一，目前市场关注的重点是加息节奏和幅度，对缩表的关注不足，美联储缩表的负面影响可能尚未充分体现。自美联储 3 月份启动加息以来，市场主要关注美联储加息的节奏和幅度。即便未来美联储加息幅度不再抬升，美联储货币转向宽松也为时尚早。根据美联储 9 月份的预测，美联储在 2023 年不会启动降息；目前市场也预期美联储在 2023 年维持高利率水平。也就是说，美联储货币紧缩的时间会持续较长时间。美联储 5 月会议宣布从 6 月 1 号开始以每月 475 亿美元速度缩表，9 月 1 号开始每月缩表规模增加至 950 亿美元。此前美联储缩表速度相对较慢，而且美联储并未调整过缩表的节奏，因此市场对缩表的关注度较低。美联储原计划从 9 月 1 号开始将每月缩表规模提高至 950 亿美元，但 9 月实际缩表规模仍较低。缩表规模低于计划应该是暂时的。如果美联储按照原定计划未来每月缩表 950 亿美元，到明年年底美联储累计缩表规模预计高达 1.5 万亿美元。这样大规模的资产收缩对金融市场的负面影响不容忽视。综合来看，我们认为美联储缩表的负面影响可能尚未充分体现。

第二，新冠流行对劳动力供应的持续抑制和住房租金的快速上涨可能使得美国核心 CPI 同比再创新高，进而使得美联储加息幅度再超预期。即便核心 CPI 同比不再继续升高，大概率也会较长时间维持高位，这或使得美联储货币紧缩持续时间超预期。9 月份美国核心 CPI 同比再创新高，主要因为核心服务价格环比上涨 0.8%，涨幅创新高。我们认为未来美国核心通胀压力仍然较大。一是新冠流行对劳动力供应的持续抑制使得服务价格上涨压力较大。长期新冠(后遗症)使得大量劳动力退出劳动力市场。截至今年 9 月份，美国非劳动力人口比疫情前仍多 462 万。9 月份医疗护理服务价格环比上涨 1.0%，涨幅再创新高，反映医疗护理的劳动力供应明显不足。二是美国住房租金上涨压力仍然较大。疫情以来美国住房租金累计上涨 11%，涨幅仍低于个人总收入 15%左右的增幅，存在补涨空间。目前美国出租房屋空置率仍处于较低水平，租赁住房市场供需仍偏紧，租金上涨压力仍然较大。考虑到美国核心通胀压力较大，未来美国核心 CPI 同比可能再创新高或者较长时间维持高位，美联储货币收紧可能超预期。

风险提示：国内稳增长力度不及预期，海外地缘政治不确定性加大



宏观研究团队

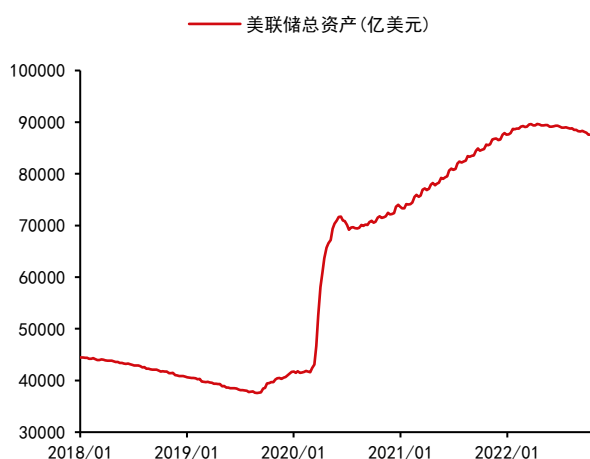
研究员：
刘道钰
021-80401723
liudaoyu@citicsf.com
从业资格号：F3061482
投资咨询号：Z0016422

一、美联储货币收紧预期反映充分吗？

上周四公布的美国核心通胀再创新高，美股一度因此创新低，但随后大幅回升。市场似乎认为利空已经出尽。我们认为**美联储货币收紧的负面影响可能尚未充分反映**。

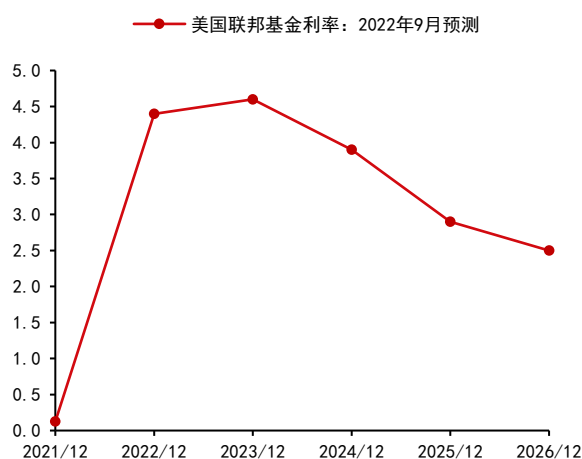
第一，目前市场关注的重点是加息节奏和幅度，对缩表的关注不足，美联储缩表的负面影响可能尚未充分体现。自美联储3月份启动加息以来，市场主要关注美联储加息的节奏和幅度。周四市场交易利空出尽也主要是认为美联储加息幅度可能不再抬升。即便未来美联储加息幅度不再抬升，但美联储货币转向宽松也为时尚早。根据美联储9月份的预测，美联储在2023年不会启动降息；目前市场也预期美联储在2023年维持高利率水平。也就是说，美联储货币紧缩的时间会持续较长时间。特别值得注意的是，美联储加速缩表的负面影响在未来可能逐步体现。美联储5月会议宣布从6月1号开始以每月475亿美元速度缩表，9月1号开始每月缩表规模增加至950亿美元。此前美联储缩表速度相对较慢，而且美联储并未调整过缩表的节奏，因此市场对缩表的关注度也较低。美联储原计划从9月1号开始将每月缩表规模提高至950亿美元，但9月实际缩表规模仍较低。缩表规模低于计划应该是暂时的。如果美联储按照原定计划未来每月缩表950亿美元，到明年年底美联储累计缩表规模预计高达1.5万亿美元。这样大规模的资产收缩对金融市场的负面影响不容忽视。综合来看，我们认为美联储缩表的负面影响可能尚未充分体现。

图表：美联储总资产



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表：美联储对基准利率的预期



资料来源：美联储 中信期货研究所

图表：市场对美联储基准利率的预期

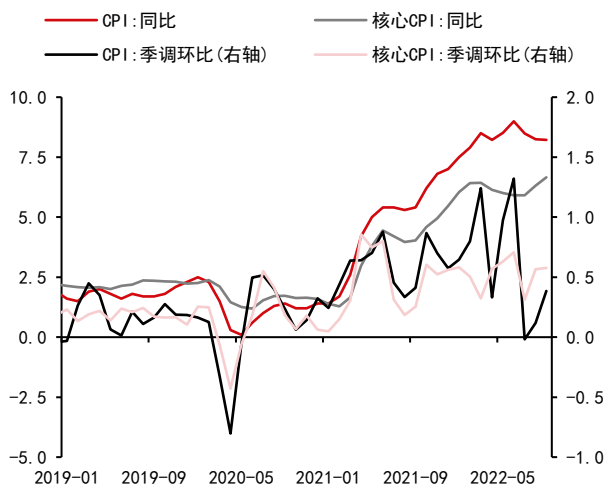
MEETING PROBABILITIES								
MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2022/11/2	2.8%	97.2%	0.0%	0.0%				
2022/12/14	0.0%	0.0%	0.8%	29.4%	69.8%	0.0%	0.0%	0.0%
2023/2/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	18.3%	54.2%	27.0%	0.0%
2023/3/22	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	11.0%	39.4%	38.2%	11.2%
2023/5/3	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	12.0%	39.3%	37.2%	10.7%
2023/6/14	0.0%	0.0%	0.0%	1.1%	13.1%	39.2%	36.2%	10.3%
2023/7/26	0.0%	0.0%	0.3%	3.8%	18.9%	38.6%	30.4%	8.0%
2023/9/20	0.0%	0.1%	1.1%	7.1%	23.3%	36.8%	25.5%	6.3%
2023/11/1	0.0%	0.5%	3.4%	13.4%	28.5%	32.4%	18.0%	3.8%
2023/12/13	0.2%	1.7%	7.5%	19.6%	30.1%	26.5%	12.2%	2.2%

资料来源：CME 中信期货研究所

第二，新冠流行对劳动力供应的持续抑制和住房租金的快速上涨可能使得美国核心 CPI 同比再创新高，进而使得美联储加息幅度再超预期。即便核心 CPI 同比不再继续升高，大概率也会较长时间维持高位，这可能使得美联储货币紧缩持续时间超预期。美国 CPI 同比高点大概率已经出现。一方面，原油价格高点已经出现。虽然 10 月份以来欧佩克减产使得原油价格有所回升，但原油价格并未创新高。另一方面，美国实际商品消费需求走弱使得核心商品价格不再上涨，9 月核心商品 CPI 环比持平。但是，9 月份美国核心 CPI 同比再创新高，主要因为核心服务价格环比上涨 0.8%，涨幅创新高。我们认为未来美国核心通胀压力仍然较大。一是新冠流行对劳动力供应的持续抑制使得服务价格上涨压力较大。长期新冠(后遗症)使得大量劳动力退出劳动力市场。截至今年 9 月份，美国非劳动力人口比疫情前仍多 462 万，并没有因为疫苗的广泛接种而趋势性减少。特别值得注意的是，9 月份医疗护理服务价格环比上涨 1.0%，涨幅再创新高。新冠的持续流行也使得医疗护理人员的工作强度和被感染风险加大，医疗护理的劳动力供应相对不足，导致医疗服务价格上涨加快。二是美国住房租金上涨压力仍然较大。中长期来看，住房租金主要取决于收入水平。疫情以来美国住房租金累计上涨 11%，涨幅仍低于个人总收入 15%左右的增幅，存在补涨空间。尽管美国二手房销售市场已经显著降温，但美国出租房屋空置率仍处于较低水平，租赁住房市场供需仍偏紧。因此未来几个月租房租金上涨压力仍然较大。考虑到美国核心通胀压力仍然较大，未来几个月美国核心 CPI 同比可能再创新高，进而使得美联储加息幅度再超预期。即便核心 CPI 同比不再继续升高，大概率也会较长时间维持高位，这可能使得美联储货币紧缩持续时间超预期。

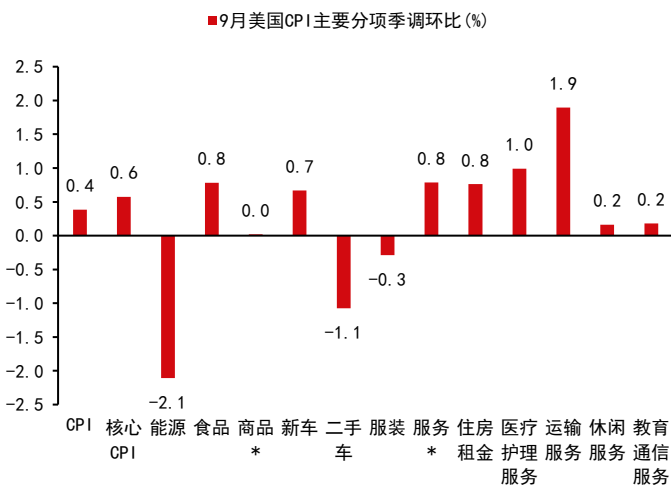
综上所述，我们认为美联储货币收紧的负面影响可能尚未充分反映。上周五美联储加息预期小幅抬升以及美股大幅回调部分印证了这一观点。

图表：美国 CPI 与核心 CPI 同比及环比



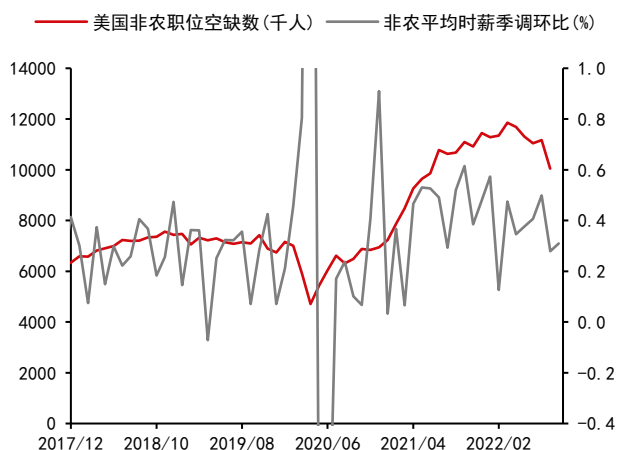
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表：9 月美国 CPI 主要分项季调环比



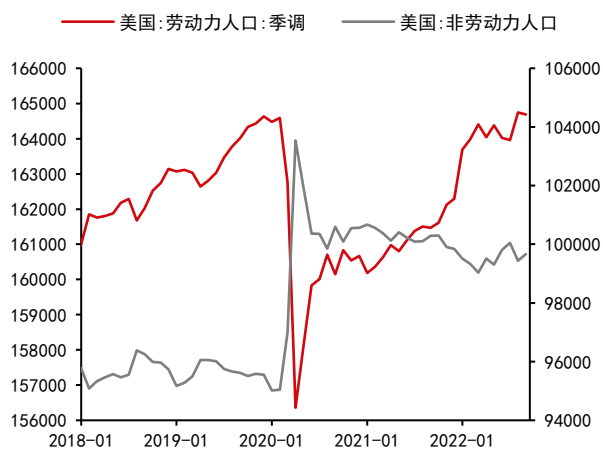
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表：美国非农职位空缺数及平均时薪环比涨幅



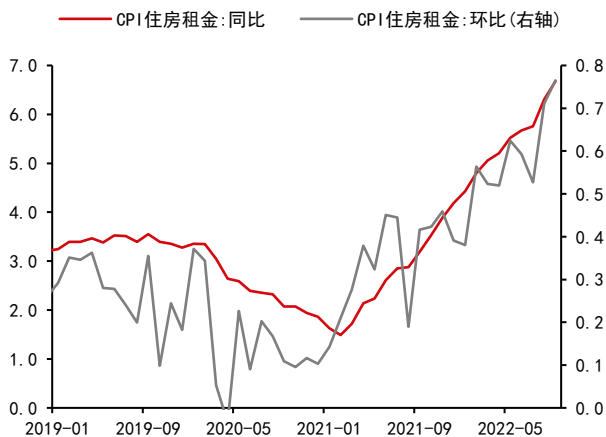
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表：美国劳动力与非劳动力人口数量（千人）



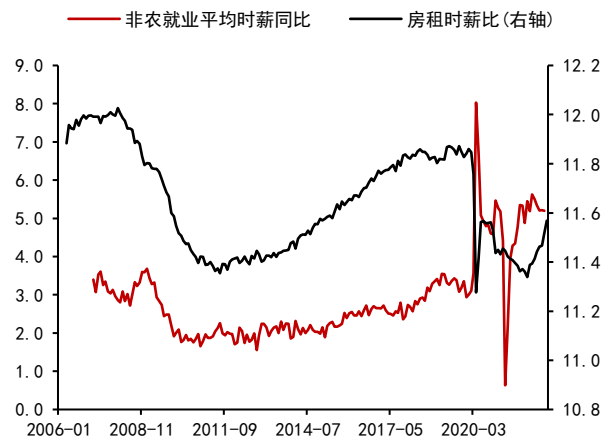
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表：CPI 住房租金同比及环比



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表：平均时薪同比与房租时薪比



资料来源：Wind 中信期货研究所

二、本周重要经济数据及事件

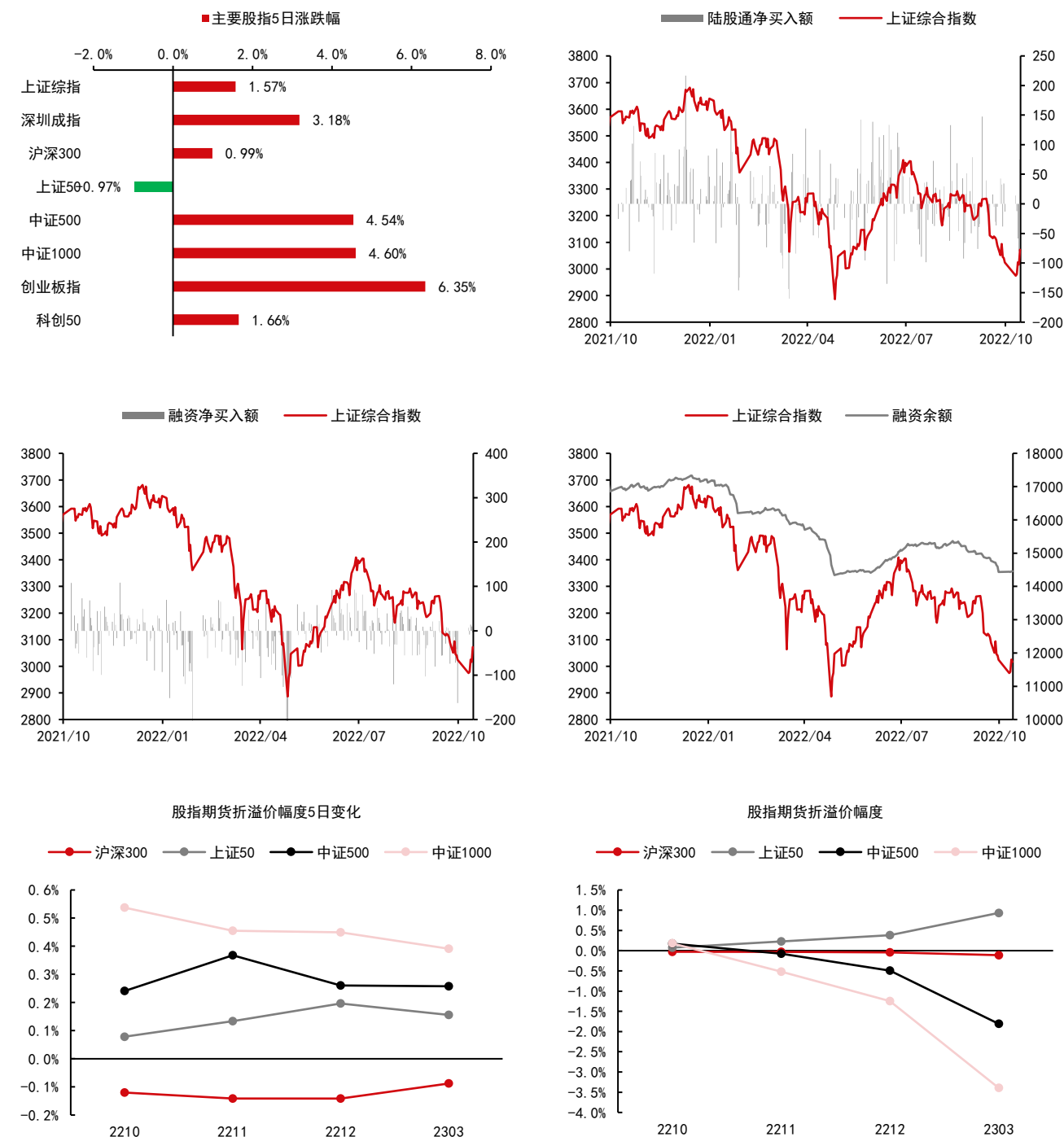
图表1：重要经济数据及事件

日期	北京时间	国家/地区	数据/事件	前值	预期	今值
2022-10-17	09:20	中国	10 月中期借贷便利 (MLF) : 利率: 1 年	2.75		
2022-10-18	10:00	中国	9 月工业增加值: 当月同比 (%)	4.2	4.8	
2022-10-18	10:00	中国	9 月固定资产投资: 累计同比 (%)	5.8	6	
2022-10-18	10:00	中国	9 月社会消费品零售总额: 当月同比 (%)	5.4	2.9	
2022-10-18	10:00	中国	第三季度 GDP: 当季同比 (%)	0.4	3.6	
2022-10-18	18:00	欧盟	10 月欧元区: ZEW 经济景气指数	-60.7		
2022-10-18	21:15	美国	9 月工业产能利用率 (%)	79.96		
2022-10-18	21:15	美国	9 月工业总体产出指数: 环比 (%)	-0.16		
2022-10-19	09:30	中国	9 月国家统计局发布大中城市住宅销售价格报告			
2022-10-19	18:00	欧盟	9 月欧元区: CPI: 环比 (%)	0.6	0.5	
2022-10-19	18:00	欧盟	9 月欧元区: CPI: 同比 (%)	9.1	9.1	
2022-10-19	18:00	欧盟	9 月欧元区: 核心 CPI: 环比 (%)	0.5	0.5	
2022-10-19	18:00	欧盟	9 月欧元区: 核心 CPI: 同比 (%)	4.3	4.3	
2022-10-19	18:00	欧盟	8 月欧元区: 营建产出: 环比 (%)	0.3		
2022-10-19	20:30	美国	9 月新屋开工: 私人住宅: 折年数: 季调 (千套)	1575	1478	
2022-10-20	09:15	中国	贷款市场报价利率 (LPR) : 1 年	3.65		
2022-10-20	09:15	中国	贷款市场报价利率 (LPR) : 5 年	4.3		
2022-10-20	17:00	欧盟	8 月欧元区: 经常项目差额: 季调 (百万欧元)	-19859		
2022-10-20	20:30	美国	10 月 15 日当周初次申请失业金人数 (万人)	22.8		
2022-10-20	20:30	美国	10 月 08 日持续领取失业金人数 (万人)	136.8		
2022-10-20	22:00	美国	9 月成屋销售折年数 (万套)	480	469	

资料来源: Wind 中信期货研究所

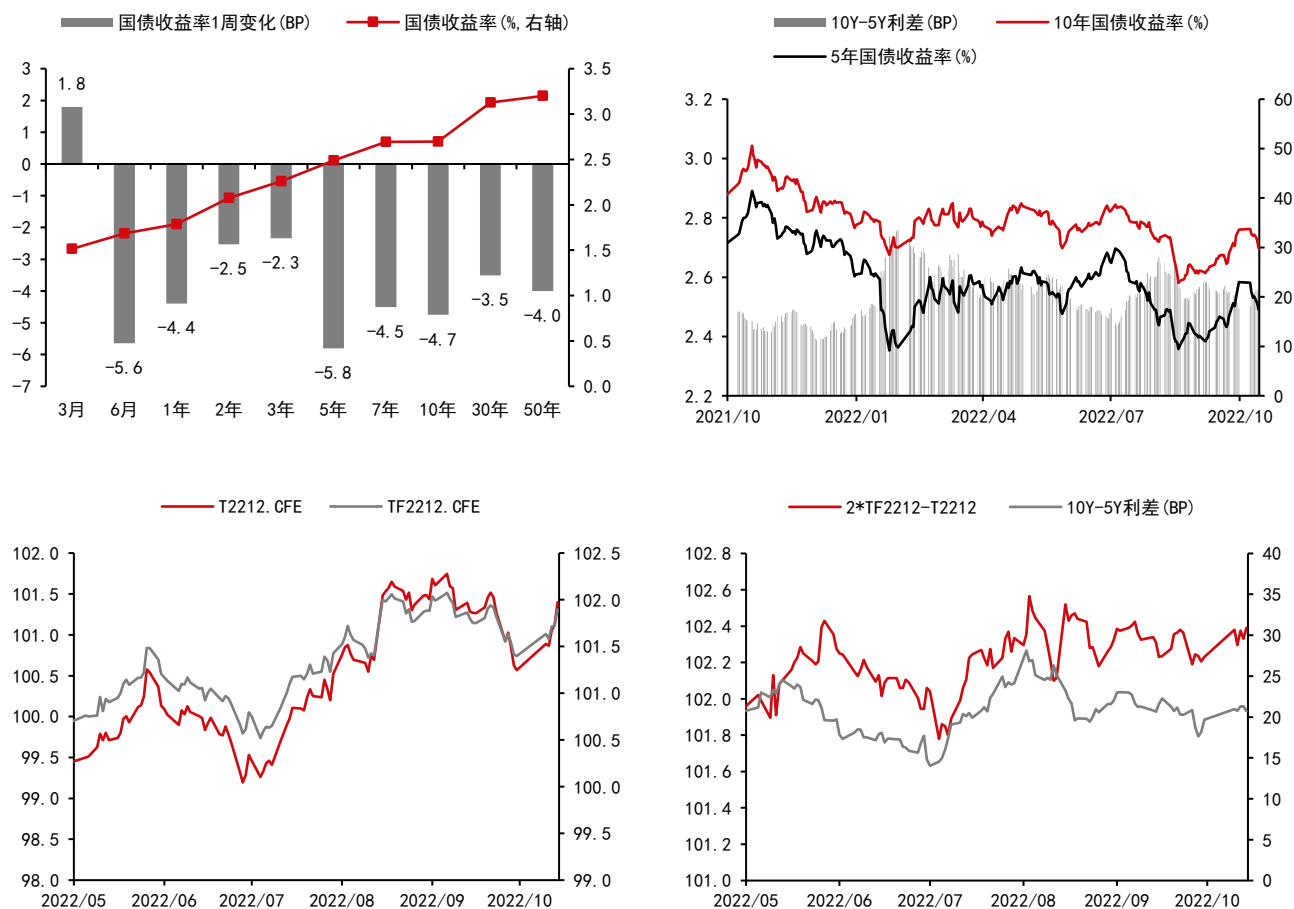
三、国内金融市场跟踪

图表2：国内股票市场



资料来源：Wind 中信期货研究所
折溢价：期货价格/现货价格-1

图表3：国内债券市场



资料来源：Wind 中信期货研究所

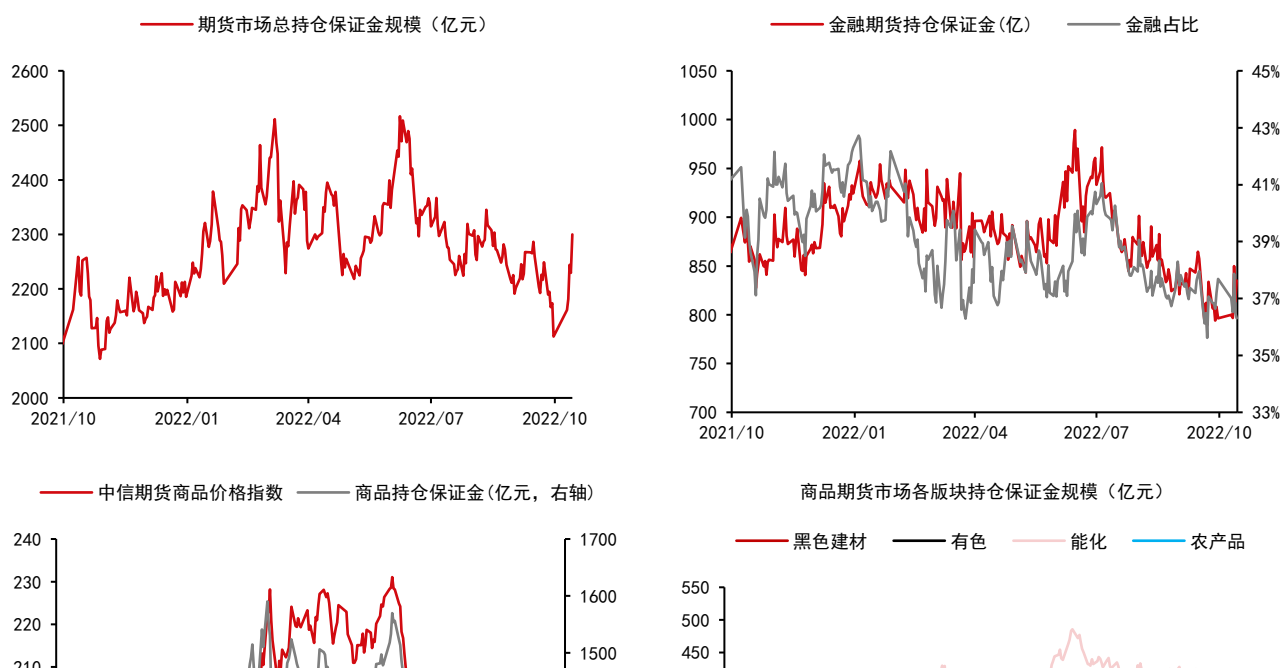
五、国内期货市场跟踪

图表4：国内期货市场板块价格指数及沉淀资金变化

板块	1日涨跌幅	5日涨跌幅	1日沉淀资金变化(亿)	5日沉淀资金变化(亿)	沉淀资金(亿)
合计			59.72	11.32	2312.58
金融			14.04	-2.36	874.44
商品			45.68	13.67	1438.14
贵金属	0.95%	0.71%	2.73	4.59	159.00
黑色建材	1.03%	-2.41%	5.49	-2.75	300.06
有色金属	2.75%	-2.71%	29.04	-14.16	248.14
能源化工	-0.86%	0.52%	3.37	1.78	407.22
农产品	2.12%	1.02%	5.06	24.21	323.72

资料来源：Wind 中信期货研究所

图表5：国内期货市场板块沉淀资金



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_47339

