

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号: S1500521040002
联系电话: 010-83326858
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

张云杰 宏观研究助理
联系电话: +86 13682411569
邮箱: zhangyunjie@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

加息放慢就是好消息

2022年11月3日

- **11月FOMC如期加息75基点。**会前,市场对11月+75bp的预期较为一致。但在9月通胀数据、“新美联储通讯社”记者Timiraos多次表态的影响下,市场对于12月的加息幅度曾有过摇摆,一度升温至+75bp。会后,12月加息预期重回50bp。
- **美联储加息下半场: 更慢、更高、更久。**我们在10月初提出判断,美联储加息可能进入下半场,四季度将放慢加息速度。鲍威尔在答记者问时表示加息速度不再重要,12月和明年1月或讨论放缓加息节奏,与我们此前的观点相吻合。与此同时,鲍威尔释放了“更高、更久”的鹰派信号,一是表示最终利率水平将高于此前预期;二是表示紧缩政策的全面见效仍需时间,尤其在通胀方面,且货币政策对经济活动和通胀的影响是滞后的。
- **紧张的劳动力市场依然让美联储神经紧绷。**美联储做出鹰派陈述的原因在于通胀依然较高,其中最让美联储担忧的因素在于紧张的劳动力市场。9月美国职位空缺数反弹,同时就业增长势头强劲,表明劳动力市场仍然偏紧,用工需求旺盛且明显超过劳动力供给,因此造成的工资上涨将对通胀回落形成阻碍。
- **我们预计四季度美国通胀将进一步回落。**第一,针对美联储所担忧的劳动力市场,工时指标已持续下降。从历史上看,工时是衡量就业市场更加领先的变量。去年下半年以来,美国每周工时持续下降,这与经济放缓相一致。当前一系列数据表明,美国经济动能的放缓是实实在在的,就业形势并非坚不可摧。第二,CPI主要分项的上涨动能均趋于减弱。能源项已率先下降,我们预计与之高度相关、走势滞后的粮食价格也将见顶。核心项的变局也已临近,逻辑在于房地产景气度下滑背景下,四季度房屋租金增速或将见顶。第三,四季度通胀基数垫高,将加快CPI同比的回落速度。
- **加息慢了就是好消息。**加息放慢,表明美联储并非对经济放缓“漠不关心”。更重要的是,节奏放慢为将来的政策留出了更多回旋余地。11月会议上,美联储特别强调了在做加息决策时,将着重考虑紧缩政策的累积影响。当通胀回落速度加快,美联储也将具备放缓加息的条件。
- **风险因素:**疫情再度恶化,俄乌冲突扩大,美欧经济衰退。



目录

一、11月FOMC如期加息75基点.....	3
二、美联储加息下半场：更慢、更高、更久.....	4
三、预计四季度美国通胀将进一步回落.....	5
四、加息慢了就是好消息.....	8
风险因素.....	8

图目录

图 1：市场对于年末的基准利率预期已高过9月加息点阵图给出的指引.....	3
图 2：市场对于未来的加息路径预期（截至11月3日）.....	3
图 3：9月美国职位空缺数反弹.....	4
图 4：9月就业市场表现依然强劲.....	5
图 5：美国长期通胀预期近几个月以来趋于稳定.....	5
图 6：工时变化领先于失业率变化.....	6
图 7：2022Q3美国GDP环比折年率以及分项贡献.....	6
图 8：美国高通胀的三轮驱动中，能源项率先回落.....	7
图 9：四季度CPI住房租金增速或见顶.....	7
图 10：四季度通胀基数垫高.....	8
图 11：美债10Y-3M、10Y-2Y利差双双倒挂.....	8

事件:

北京时间 11 月 3 日凌晨 2:00, 美联储公布 11 月利率决议。凌晨 2:30, 美联储主席鲍威尔召开新闻发布会。

一、11 月 FOMC 如期加息 75 基点

9 月会议以来, 市场对于 11 月会议的加息预期基本定格在 75bp。根据 9 月加息点阵图给出的指引, 11、12 月会议将合计加息 125 个基点。市场对 11 月+75bp 的预期较为一致, 对 12 月的加息幅度曾有过摇摆。10 月 13 日美国 9 月通胀数据公布, 略超预期, 市场对 12 月的加息预期由+50bp 升温至 75bp。10 月下旬, 有“新美联储通讯社”之称的华尔街日报记者 Nick Timiraos 撰文表示, 美联储可能考虑暗示缩小 12 月加息幅度。但在市场加息预期短暂回落至 50bp 后, Timiraos 于 10 月末再度发出鹰派警告, 指出更高利率可能持续更长时间, 市场预期受此影响重回 75bp。

11 月会议上, 美联储如期连续第四次加息 75bp。其他操作上, 美联储同步上调各项基准利率。包括存款准备金利率调高至 3.9%; 隔夜回购利率调高至 4%, 总操作限额维持 5000 亿美元不变; 隔夜逆回购利率调高至 3.8%, 操作限额维持 1600 亿美元 (单个交易对手/日) 不变; 一级信贷利率上调至 4%。

图 1: 市场对于年末的基准利率预期已高过 9 月加息点阵图给出的指引



资料来源: CME, 信达证券研发中心

图 2: 市场对于未来的加息路径预期 (截至 11 月 3 日)

MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575	575-600
2022/12/14	0.0%	0.0%	56.8%	43.2%	0.0%	0.0%			
2023/2/1	0.0%	0.0%	0.0%	21.7%	51.6%	26.7%	0.0%	0.0%	0.0%
2023/3/22	0.0%	0.0%	0.0%	4.7%	28.2%	46.2%	20.9%	0.0%	0.0%
2023/5/3	0.0%	0.0%	0.0%	3.3%	21.0%	40.7%	28.6%	6.4%	0.0%
2023/6/14	0.0%	0.0%	0.0%	3.1%	20.0%	39.5%	29.3%	7.7%	0.4%
2023/7/26	0.0%	0.0%	0.4%	5.4%	22.6%	38.1%	26.4%	6.7%	0.3%
2023/9/20	0.0%	0.1%	1.6%	9.3%	26.2%	35.4%	21.9%	5.3%	0.3%
2023/11/1	0.0%	0.6%	4.4%	15.6%	29.6%	30.4%	15.7%	3.4%	0.2%
2023/12/13	0.3%	2.3%	9.3%	21.7%	30.0%	23.9%	10.3%	2.0%	0.1%

资料来源: CME FedWatch Tool, 信达证券研发中心

二、美联储加息下半场：更慢、更高、更久

会后新闻发布会上，鲍威尔释放了较强的鹰派信号。

一是表示“最终利率水平将高于此前预期 (The ultimate level of interest rates will be higher than previously expected)”。这一表态基本浇灭了市场关于年内停止加息、明年降息的乐观期盼。美联储在9月份披露的加息点阵图已足够鹰派 (多数官员预计2023年基准利率将位于4.5-5.0%区间)，如今无疑是释放了更强的鹰派信号。受此影响，美国股市大幅调整，纳指收跌3.36%，道指收跌1.55%。10年期美债收益率盘中上涨5.4bp (截至北京时间11月3日07:30)。

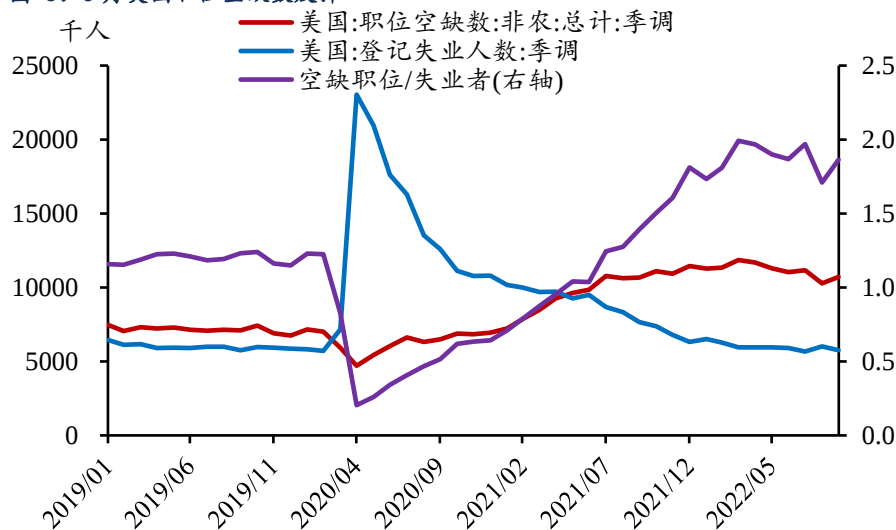
二是表示“紧缩政策的全面见效仍需时间，尤其在通胀方面 (It will take time for the full effects of monetary restraint to be realized, especially on inflation)”，“货币政策对经济活动和通胀的影响是滞后的 (The lags with which monetary policy affects economic activity and inflation)”。这是对于9月会议相关表态的进一步强化，彼时鲍威尔已在新闻发布会上暗示“恢复价格稳定或需要在一段时间内保持紧缩的政策立场”。市场交易已开始清晰反映这一预期，联邦基金利率期货显示，市场预计2023年基准利率将在峰值水平上持续半年之久 (参见图2)。

新闻发布会后的问答环节，鲍威尔表示今年12月和明年1月会议或讨论放缓加息节奏。市场关于12月会议的加息预期随即降至50bp (参见图2)，至此，11月会议所释放信号的三大关键词已形成，即更慢、更高、更久。

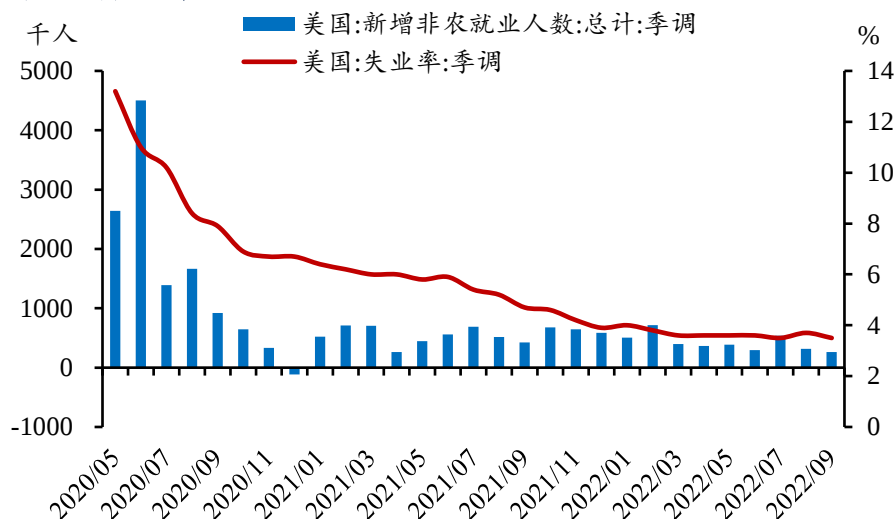
美联储对待通胀的态度依然十分谨慎。鲍威尔强调了控制通胀的紧迫性，高通胀持续时间越长，其根深蒂固 (entrenched) 的可能性就越大。重申价格稳定是经济基石，不会过早放松货币政策等。

最让美联储担忧的是紧张的劳动力市场，以及因此造成的工资上涨。9月美国职位空缺数出现反弹，由8月的1028万升至1072万。每个失业者大约对应1.86个空缺职位，明显高于疫情前水平。与此同时，就业增长势头依旧强劲，9月新增非农就业26.3万，失业率边际下降0.2个百分点至3.5%。这说明劳动力市场仍然偏紧，用工需求旺盛且明显超过劳动力供给，因此造成的工资上涨将对通胀回落形成阻碍。

图3：9月美国职位空缺数反弹



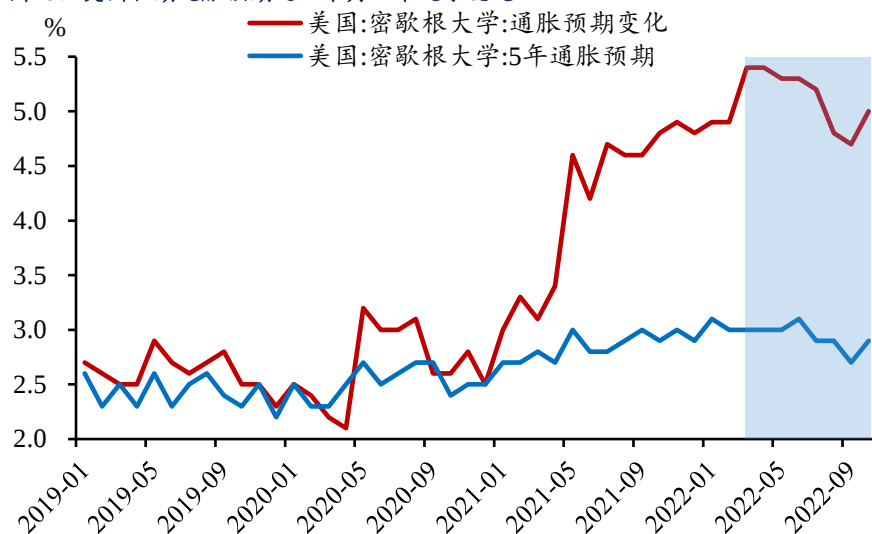
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 4：9 月就业市场表现依然强劲


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

三、预计四季度美国通胀将进一步回落

美联储的激进加息已开始见效。尽管 9 月 CPI 同比降幅低于市场预期，但自 6 月读数触顶以来，已连续 3 个月出现回落。此外，鲍威尔判断长期通胀预期趋于稳定 (remain well anchored)，未来将继续尽可能清晰地与市场沟通，从而稳定这一预期。

图 5：美国长期通胀预期近几个月以来趋于稳定


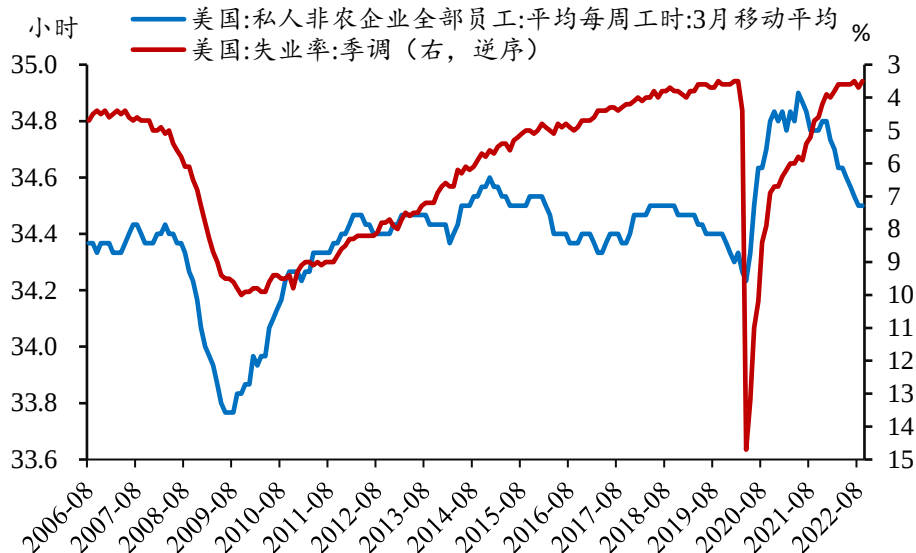
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

四季度，我们预计美国通胀读数将进一步回落。

第一，针对强劲的劳动力市场，工时指标已持续下降。当前的就业形势并非坚不可摧，自去年下半年以来，美国每周工时持续下降，这与经济放缓相一致。从历史上看，工时是衡量就业市场更加领先的变量，失业率指标相对滞后。当前的一系列数据表明，美国经济动能的放缓是实实在在的，包括房地产景气度明显减弱，企业固定资产投资承压。支撑美国三季度 GDP 反弹的消费支出，也已较去年显著放缓。

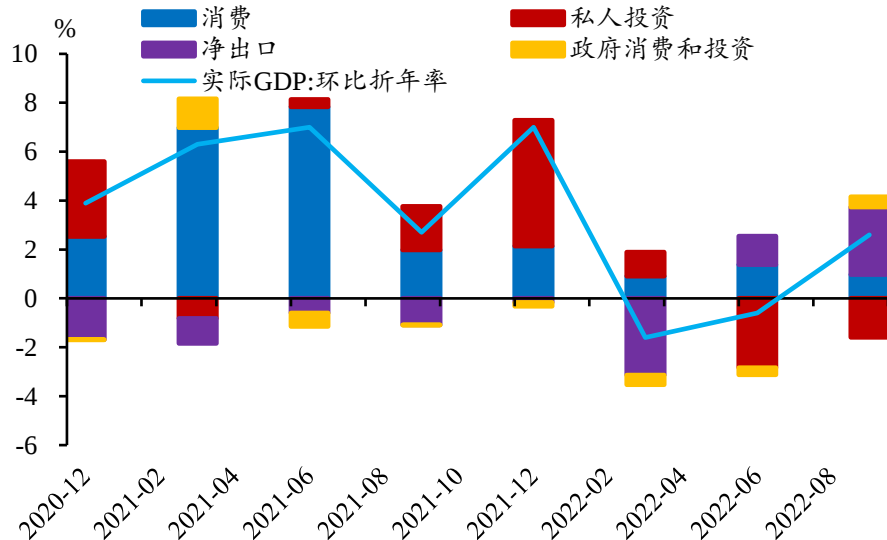


图 6：工时变化领先于失业率变化



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 7：2022Q3 美国 GDP 环比折年率以及分项贡献



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

第二，主要分项的上涨动能均趋于减弱。我们在报告《美国加息进入下半场——四季度股债双牛的逻辑之一》中

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_48125

