

美联储加息周期峰值预期再次提升

——美联储10月FOMC点评及周评

2022年11月3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：

11月2日，美联储连续第四次加息 75bp，联邦基金利率升至 3.75~4%。

主要观点：

昨晚 FOMC 以及鲍威尔讲话完全符合我们上次加息和 9 月非农点评内容。当前美联储的加息路径走在正确的道路上，非常利于控制通胀和未来衰退的幅度。11 月加息幅度符合市场预期，后期加息幅度或有下降，但本轮加息周期峰值和久期再超市场预期，引发市场动荡。相对于实体经济和通胀表现，货币政策还没有到过紧的水平，短端市场流动性平稳。本轮加息周期最终利率水平可以到达 4.75~5%。美十债利率上限暂时维持 4.1~4.35%；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。

鲍威尔指出本轮加息周期最终利率水平将高于上次点阵图 4.5%，维持高位的时间也更长，引发市场动荡。我们在上次点评中提到，如果美联储坚持当前立场，本轮加息周期峰值可到达 4.5%+而非点阵图中的 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 4.8% 附近，即 4.75~5% 区间，并维持一段时间直至确认通胀问题得到根本性解决。至于最终会不会突破 5% 还要看未来通胀和就业数据的演变。

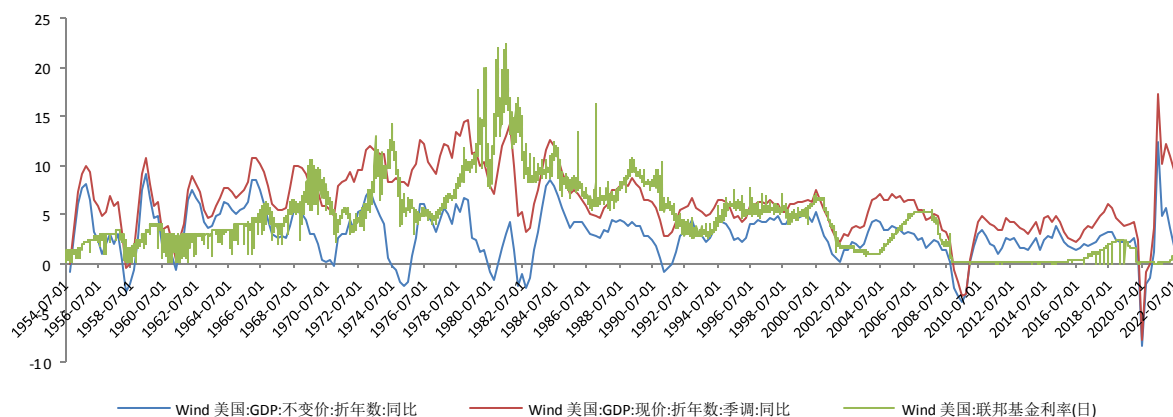
未来可能降低加息幅度，但不代表暂停加息。这非常符合加息周期末期特征，可以避免金融市场动荡以及经济不必要的大幅衰退，有利于实现温和衰退。我们在 9 月非农数据点评中提到在加息周期末期每次以 50bp 较为稳妥，而长期通胀水平应在 2.3~2.5% 左右，如果美联储仍旧致力于回到 2%，将造成后期货币政策过紧的风险。但市场不应该因为降低加息幅度而产生暂停加息的预期，两者并不互为因果。此次能否转向成真将面临四季度通胀有可能反弹的考验，原油价格在近一个月期间止跌，或无法对冲核心通胀上涨。因此，12 月能否降低加息幅度至 50bp 仍不能完全落地。

从短期利率市场看，货币政策尚未偏紧，短端流动性正常。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。在上次加息之后，FFR 稳定在 3.08%，处于 3~3.25% 的中间偏下位置，亦表明短端流动性较为充裕。

我们认为结合原油、非管理人员时薪持续回落，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。我们从 2020 年开始对本轮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。其中最主要的内生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，通胀回落非常有限。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。

美债方面，维持美十债上限 4.1~4.35%。因黄金价格跌势，10 月初我们已将美十债上限从 3.75%~4% 修正至 4.1~4.35%，并提出处于这一区间的时间不会很长。此次修正并非因为通胀或加息路径预期的变化，而是 9 月美元指数上升导致金价下跌，我们在模型预测时对金价变动预期不足导致。该模型只能提供正常情景下与宏观经济环境相匹配的美债合理区间，不能预测

图1：美国实际 GDP、名义 GDP 和基准利率的关系



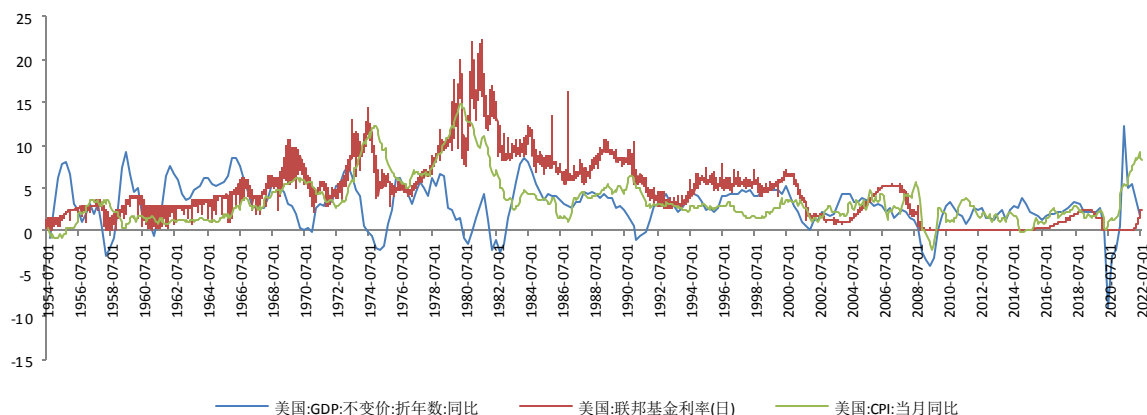
资料来源：wind，东兴证券研究所

极端情况，例如资产抛售引起流动性短缺导致的利率上升。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。

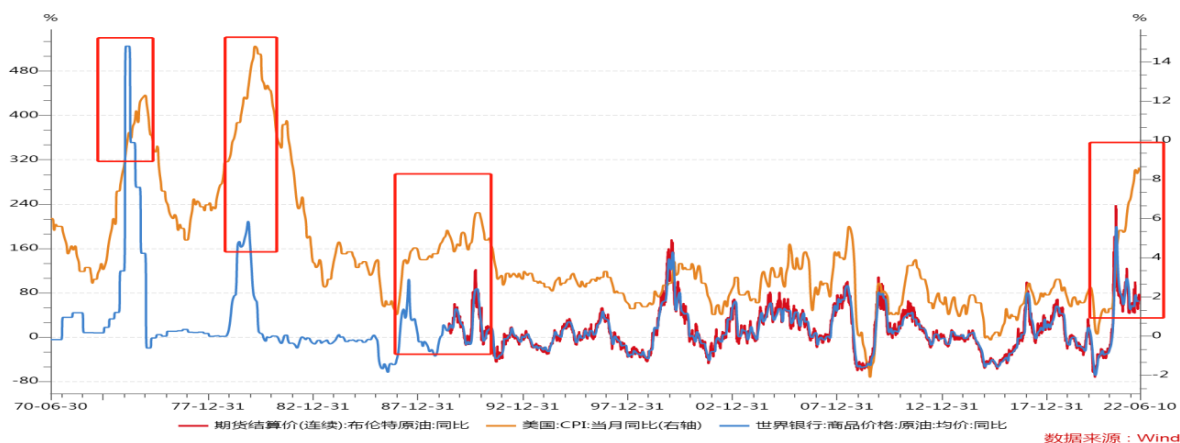
风险提示：海外通胀回落不及预期，海外经济衰退，冬季能源危机。

图2：实际 GDP、CPI 与 FFR 的关系



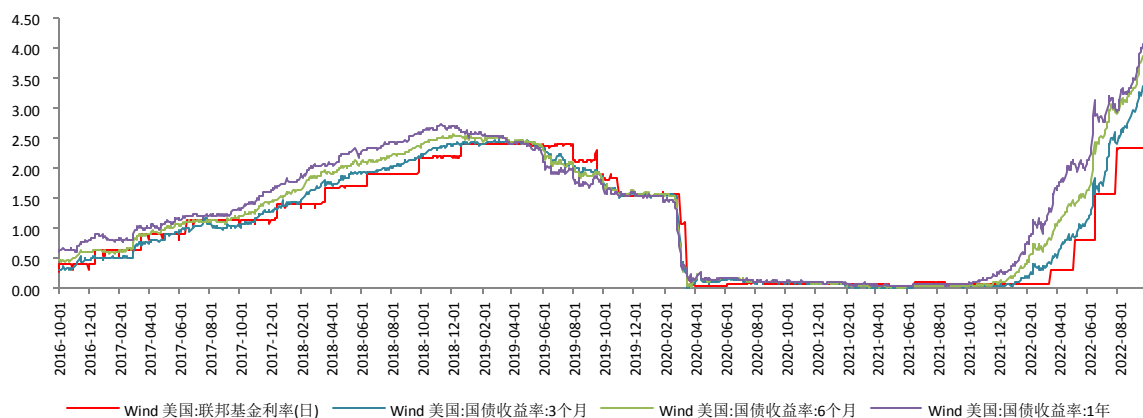
资料来源：wind，东兴证券研究所

图3：本轮通胀大幅脱离原油价格为 90 年代以来首次



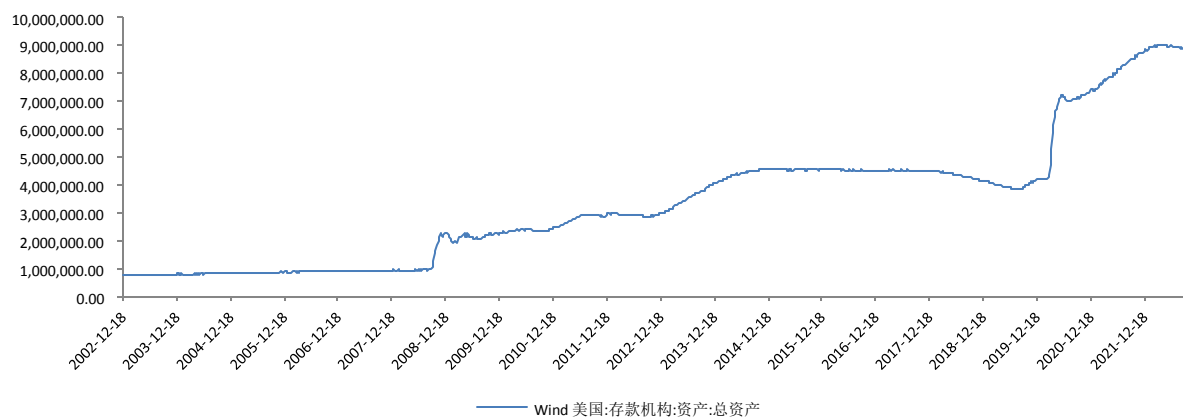
资料来源：wind，东兴证券研究所

图4：短端利率与 FFR 利差稳定



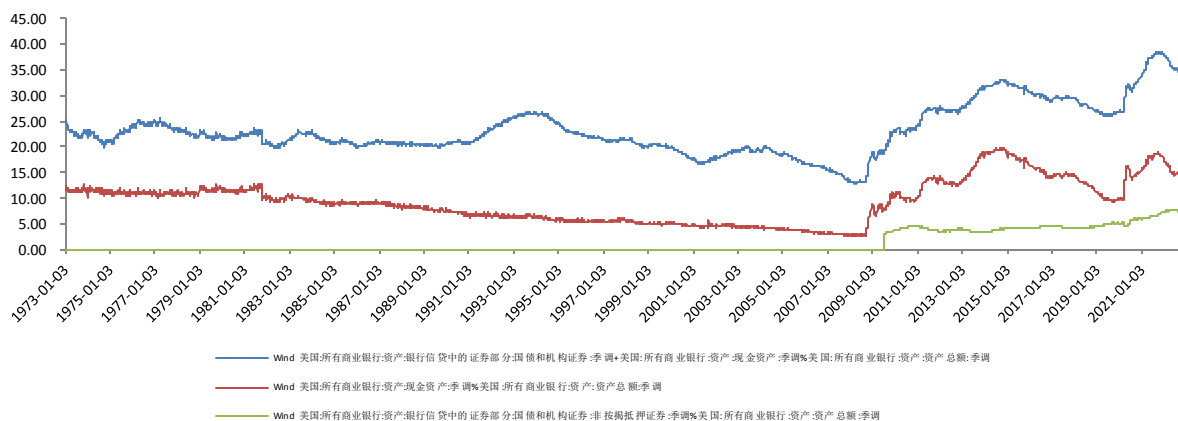
资料来源：wind，东兴证券研究所

图5：缩表规模尚不足以影响流动性



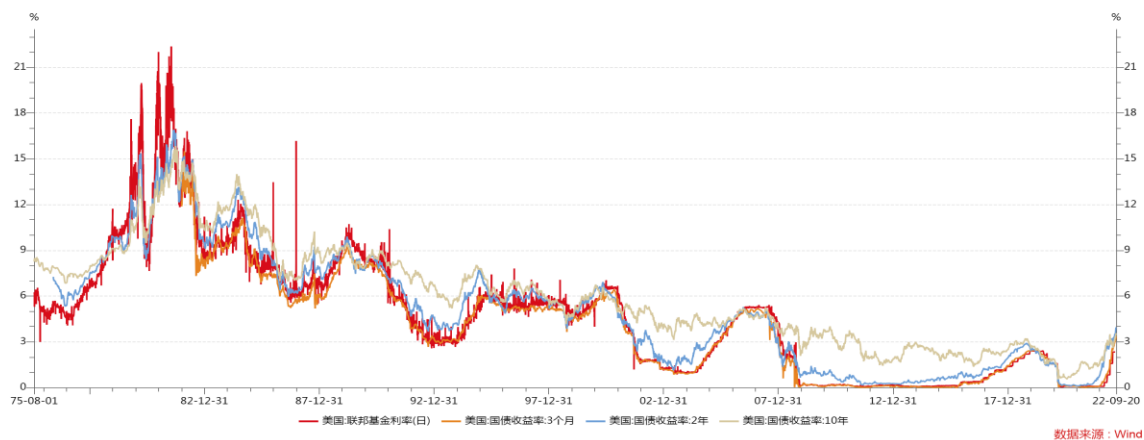
资料来源: wind, 东兴证券研究所

图6: 银行体系流动性占比较高



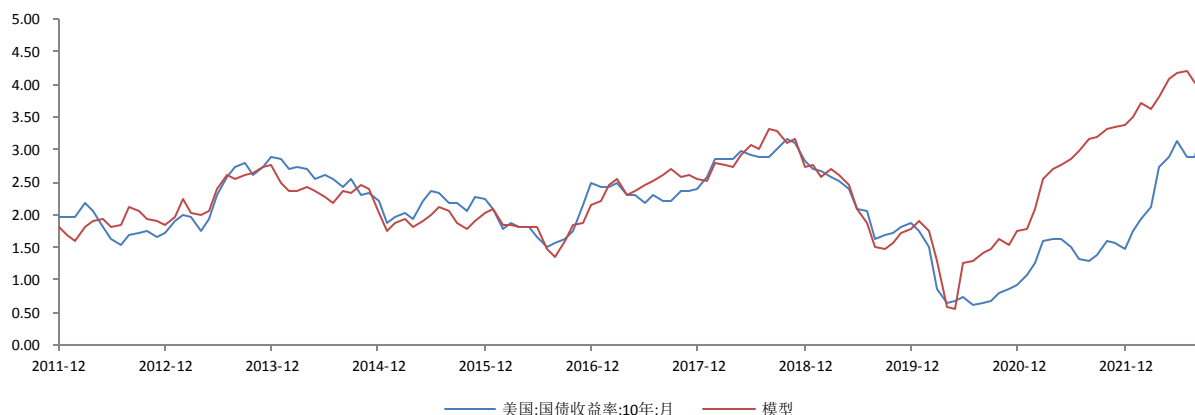
资料来源: wind, 东兴证券研究所

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: 美国三季度 GDP 略超预期, 各国央行加息幅度或有转向	2022-10-28
宏观普通报告	宏观普通报告: 美国通胀回落不及预期, 冬季或有反复	2022-10-14
宏观普通报告	宏观普通报告: 美国非农略超预期, 11 月加息 75bp 概率提升	2022-10-09
宏观普通报告	宏观普通报告: 美联储 9 月加息 75bp, 加息周期峰值预期再次提升	2022-09-23
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

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_48286

