

本周市场风险度下降，美联储官员密集发声

2022年11月21日

宏观经济 事件点评

——海外宏观周报

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：

一周点评。

主要观点：

- 1、 疫情管控放松对经济的正向作用大于高通胀的负面作用，四季度美国经济平稳渡过，维持后续衰退温和，欧洲风险大于美国的观点。
- 2、 本周美联储官员讲话多数明确表示离暂停加息尚远。市场在 10 月 CPI 报告出台后过于乐观，与美联储意图有一定距离。
- 3、 本周风险度有所下降：俄乌出现谈判苗头；英国财政紧缩增税减支；美国通胀超预期回落后续加息幅度确定降低；G20 顺利结束；美元指数见顶回落。
- 4、 美十债上限维持 4.1~4.35%，在目前经济数据下，暂时不会超过 4%。
- 5、 美股中短期反弹合理，长期中性，长期是否见底取决于后续是否进入衰退及幅度。

疫情管控放松对经济的正向作用大于高通胀的负面作用。此次通胀主导均为必需消费品如能源、住宅、医疗和食品，可选消费如服装环比动能出现持续衰减，扣除住宅的核心通胀同比已明显见顶回落。受高房贷利率影响，地产投资降温明显，可确定 10 月核心通胀基本见顶。当前经济状态较为特殊，从非农数据来看，经济处于疫情管控结束对经济的正向持续作用与高通胀对消费的反向作用共存期，前者体现以餐饮、医疗为代表的服务就业的持续恢复，后者体现为科技头部公司的裁员以及可选消费价格走势温和。本周澳大利亚 10 月新增就业 3.2 万，大幅超过预期 1.5 万，亦收益于 10 月进一步放松疫情管理的因素。美国 10 月名义零售数据强劲，环比 1.3%，预期 1%，前值 0；扣除汽车和汽油后，核心零售环比 0.9%，高于预期 0.2%，前值 0.3%。持续恢复的劳动力市场对消费有支撑作用。因此，从宏观总量上，经济尚可。但我们一直强调，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。

12 月加息 50bp 为大概率事件，但市场过于乐观，与联储意图有一定距离，维持本次加息周期末期利率上限 4.75~5%。结合本周美联储官员讲话，12 月加息 50bp 为大概率事件。上周我们提及但除哈克以外，官员讲话并未提及 4.5% 后暂停加息，市场过于乐观，这一观点在本周密集发声的官员讲话中以及近两日市场回落中得以体现。从官员讲话来看，FOMC 普遍比较理性，并未对通胀表达过分的乐观。基本情景下，政策至少接近 5%，预计加息将延续至明年一季度。我们在点评 9 月 CPI 时指出在加息周期末期每次以 50bp 较为稳妥，这一点得到印证；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。急速加息周期结束并保持耐心有助于避免出现不必要的深度衰退和不必要的金融市场波动，美国经济温和衰退概率提升。

全球政策走向或可避免深幅衰退，本周风险度显著下降。俄乌出现谈判苗头，虽然十分初期，但进一步恶化的风险明显下降。昨晚英国公布的增税减支的财政计划较为可行，对抑制高通胀有积极作用，避免了货币紧缩与财政政策之间的冲突，避免债市再次出现动荡。美国亚特兰大联储 GDPNow 模型 11 月 17 日预计美国四季度 GDP 增 4.2%（16 日为 4.4%，受住房数据影响下降 0.2%，上月 15 日为 4%），其中消费对 GDP 的贡献提高。美国加息幅度确定降低，朔尔茨访华和 G20 顺利结束，市场避险情绪明显下降，美元指数见顶。但在欧洲经济衰退风险尚未落地之前，美元大幅走低的可能不大。

维持美十债上限 4.1%~4.35%，在当前经济数据下，很难超过 4%。受通胀回落带动加息节奏放缓以及风险度下降的影响，美十债利率从 3.82% 一度降至 3.68%，后回升至 3.76%。我们仍维持上限 4.1%~4.35%，并且美十债利率位于 4% 以上的时间不会太长的观点。以当前的经济数据和政策利率走向，美十债已经很难超过 4%。而长短利率以及政策利率倒挂可参考

1978~1980 年的情况。

美股中短期反弹合理，美股长期中性，长期是否见底取决于后期是否陷入衰退。我们在今年 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，美股长期趋势上的泡沫已经消失，指数已落入长期趋势线上沿以下。如果说前期股市回落是加息带来的利率回升引起，则由经济疲软或是否衰退将决定是否继续下跌。因此，长期我们仍维持美股长期中性。短期方面，按照以往经验，当加息刚刚进入高位平台期时，加息节奏放缓带来的短期风险度下降，股市均会有所反弹，本周市场反应虽然过度但转折合理。此外，欧洲冬季能源危机靴子落地时间节点在 11 月左右，或为市场避险情绪的拐点之一（中性，引发危机则为负面；有惊无险则为正面）。

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。

表1：本周美联储官员讲话

人物	本周讲话	态度	时间
1 Jerome H. Powell (美联储主席)	本周无。		
2 John C. Williams (纽约)	加息专注于经济目标，避免将金融稳定风险纳入其考虑范围。	合理	11月16日
3 Loretta J. Mester (克利夫兰)	通胀的主要风险是加息不够。不清楚加息幅度必须有多高，以及政策将维持多久。利率水平取决于美国经济。 国债市场是已知的结构性弱点，低流动性反映了不确定的经济前景。短期融资市场仍存在脆弱性。	合理	11月10日
4 James Bullard (圣路易斯)	已有的加息对通胀影响有限，政策利率尚未达到足够严格的水平，FFR需进一步提高至5%~7%。从过去加息至4.75~5%改为5%~5.25%是本轮加息周期的最低利率峰值。 为避免1970年代的错误，美联储宁可在更长时间内保持较高的利率。	鹰派 5%~7%	11月17日
5 Esther L. George (堪萨斯)	在不使经济增长放缓、甚至可能出现收缩的情况下，不知道如何能继续控制通胀。认为美联储面临的真正挑战是避免过早停止加息，否则这之后将需要恢复加息。	合理略鹰	11月16日
6 Susan M. Collins (波士顿)	随着提高利率，过度紧缩的风险已经增加。 利率峰值比她在9月预测的要高，但会高多少不确定。月度数据可能会特别具有干扰性不应将小幅、更慎重加息混淆为美联储将从扼制通胀的任务中退缩的信号。	合理	11月11日
7 Neel Kashkari (明尼阿波利斯， 2023投票委)	需要确信通胀至少已经停滞攀升，我们没有进一步落后于曲线，然后才会主张停滞未来加息进程。就目前来看，还没到那一步。10月通胀数据提供了通胀至少已趋于稳定的一些证据，但不能被一个月的数据所过度说服。在多大程度上降低利率才能最终降低需求，这是一个悬而未决的问题。	合理略鹰	11月17日
8 Patrick Harker (费城分行，2023 年投票委)	预期明年失业率升至4.5%，GDP放缓至1.5% 预计美联储将放慢加息步伐，到明年某个时候保持利率不变，让货币政策自己发挥作用。只要通胀持续下降，就可以停止加息。如果情况不对，总能继续紧缩。不想要大幅提高利率然后大幅调低利率。与其冒险过度紧缩，不如在适当的时候暂停加息。 认为4.5%的位置可以稍微停一下，看看经济如何进展。	鸽派 4.5%	11月15日
9 Lorie K. Logan (达拉斯，2023年投 票委)	支持放缓加息速度，以评估紧缩效果。 市场不应该混淆放缓加息速度与宽松政策之间的区别。	合理	11月10日
10 Charles Evans (芝加哥，2023年 投票委)	接近利率峰值时，可能会降低加息幅度至25bp。 尽快调整行动节奏是有好处的，并对通胀很快开始缓解充满希望，利率大幅上升可能危及美联储对就业的职责。	略鸽至合 理	11月4日 9日
11 Mary Daly (旧金山)	预计将进一步加息，未来加息幅度可能会降低，暂停加息目前不在考虑范围内。	合理， 4.75~5.2 5%	11月16日
12 Rafael Bostic (亚特兰大)	美联储目前的政策不足以抑制企业活动进而抑制严重的通胀压力。近期商品价格涨幅放缓，但尚未出现明确证据表明服务价格涨幅也放缓，而劳动力市场紧俏导致薪资水平持续面临上涨。即使经济面临整体放缓的风险，美联储仍需进一步上调利率直至通胀稳定在2%的长期目标。	合理	11月15日
13 Lael Brainard (美联储副主席)	住房服务业通胀峰值可能要到明年。 有可能短期内放缓加息速度是合适的，但不会停止加息。 紧缩政策实施需要时间，因此调整加息步伐至谨慎的态度是有意义的。	合理	11月14日

人物	本周讲话	态度	时间
14 Christopher Waller (美联储理事)	<p>开始担心新冠疫情将长期存在，这将对劳动力的影响比预计的更大。</p> <p>相对当前通胀水平，政策利率并没有很高，现在勉强处于限制性范围。可以开始考虑放慢加息步伐。12月加息50bp持开放态度，之后也可能加息50bp。在抑制需求方面看到了一些进展，但还不够。企业正大规模提高工资令人紧张，没有看到压制通胀和造成失业之间需要进行权衡，明年还需提高利率，不会在接下来的一两次会议中结束，并在一段时间内保持高位。</p> <p>市场对10月CPI报告反应过度。</p> <p>发出加息步伐放缓同时并没有放松的信号，这一直是沟通上的挑战。</p>	合理略鹰	11月10日
15 Philip N. Jefferson (美联储理事)	<p>低通胀是实现长期持续扩张的关键。</p> <p>高通胀对低收入家庭的伤害最大。</p>	合理	11月17日
16 Lisa D. Cook (美联储理事)	通胀太高，必须谨慎对待货币政策如何制定。希望劳动力市场持续强劲。		11月17日
17 Michelle W. Bowman (美联储理事)	无		
18 Michael S. Barr (美联储理事)	无		

资料来源: wind, 东兴证券研究所 注: 加底色的为本年度投票委

图1: 美十债模型



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：美国非农再超预期，年内经济平稳渡过	2022-11-07
宏观普通报告	宏观普通报告：美联储加息周期峰值预期再次提升	2022-11-03
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

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_49011

