

美联储加息周期终于要结束了吗？

2023年01月12日

- 美国12月通胀数据发布在即，我们预计CPI和核心CPI将连续第三个月下降，分别录得6.5%、5.8%。本次通胀数据将为1月31日-2月1日的加息幅度定调，我们认为美联储有望在上述会议上将加息幅度降至25bp，若通胀持续回落，3月有望再加息25bp后停止加息，使得本次加息周期的利率峰值停留在5.0%。为了避免过早停止加息导致通胀反弹，2023年政策利率仍将在高位维持几个季度，降息或要等到2024年。
 - 我们预计住房租金、食品和医疗将在12月继续推升美国通胀。具体来看：能源分项环比增速有望持续录得负值，预计汽油分项环比降幅扩大至-3.5%。食品分项，预计环比增速将录得-0.3%，同比增速持续收窄至9.4%。核心商品通胀有望持续降温，多数商品的供应条件持续改善，新车和二手车价格（占比CPI约8%）上涨动能持续减弱，预计12月核心商品同比增速降至2.8%。核心服务方面，预计同比增速略下降至7.2%。
 - 造成2022年美国通胀飙升的两大罪魁祸首——住房租金和薪资在12月都有望减速。而从路径来看，我们更新后的预测模型显示，核心CPI有望在2023年中回落至4.0%以内，并于2023年末回落至3%以内（图5）。鉴于能源分项料将成为拖累，CPI和核心CPI的差值将持续缩减，预计后者将在2023年四季度超过前者。
 - 住房租金分项粘性较大，我们预计在2023年二季度末同比增速才能回落至5%以内。12月美国CPI住房租金分项同比增幅有望降至6.8%，环比增速0.4%（图6）。而服务业薪资上涨动能终于在四季度缓慢下行，12月平均时薪同比增速在修匀后降至4.6%，年化环比增速降至4.1%（均为3个月移动平均）。尽管各行业薪资增速的放缓速度存在分化，但总体呈下行趋势，如图9所示，此前增速居首位的休闲和酒店业在11-12月薪资同比增速已降至6.5%以内（8-9月为8%）。
 - 不过，相对于普遍走弱的各经济指标，美国经济总体仍强劲。新增非农就业人数持续超市场预期，而亚特兰大联储预测的美国四季度GDP年化环比增速仍高达4.1%（图10）。此外，中国防疫大幅优化带来被抑制的需求的释放，可能推动以原油为代表的大宗商品价格上行，美国通胀面临的上行风险仍大于下行风险。
 - 停止加息的时点方面，美联储在3月议息会议上将掌握三份就业和通胀数据（2022/12、2023/1、2023/2），如果上述信息显示就业增长持续放缓（月均新增非农就业不足30万人）和通胀的趋势性回落，我们认为美联储有望在3月加息25bp后停止加息（图12）。
 - 不过，为了避免上世纪70年代加息不到位的教训，美联储官员对于停止加息后使得利率在高位维持一定时间、直到看到通胀明显的下行再降息存在共识（表2）。鸽派官员戴利表示，“将利率峰值维持11个月是合理的起点，如有需要，可以超过11个月”。如此看来，即使美联储在3月便停止加息，降息最早也要到2024年一季度，这与市场当前的预期存在分歧。如图11所示，市场预计美联储将在2023年四季度便开始降息，在1月6日发布的非农数据显示薪资增速超预期下降后，市场巩固了这一预期。因此，美联储超预期鹰派引发市场波动的风险仍存。
 - 加息降速对资产有何启示？我们在此前的报告《美联储首次转向：利好还是利空？》中复盘，降速加息在1990年之后的美联储历史上只出现过一次（1994年至1995年）。1995年降速加息后3至6个月，美元和美债收益率均出现明显下跌，股市（除日本）和黄金表现较好，而大宗商品受到经济下行的拖累（图13）。
- 2023年上半年与1995年相比，经济更差、但货币政策更紧。我们认为股市的反弹空间有限，而美元指数更强，有望在二季度再迎来一波反弹，而商品的表现取决于中国防疫优化带来的需求多大程度上能抵消海外经济的放缓。
- 风险提示：新冠病毒变异导致疫苗失效，确诊病例大爆发导致美国经济重回封锁；俄乌局势失控造成大宗商品价格剧烈波动

证券分析师 陶川
 执业证书：S0600520050002
 taoch@dwzq.com.cn
 研究助理 段萌
 执业证书：S0600121030024
 duanm@dwzq.com.cn

相关研究

《5条金融线索：回顾2022，展望2023》
 2023-01-10

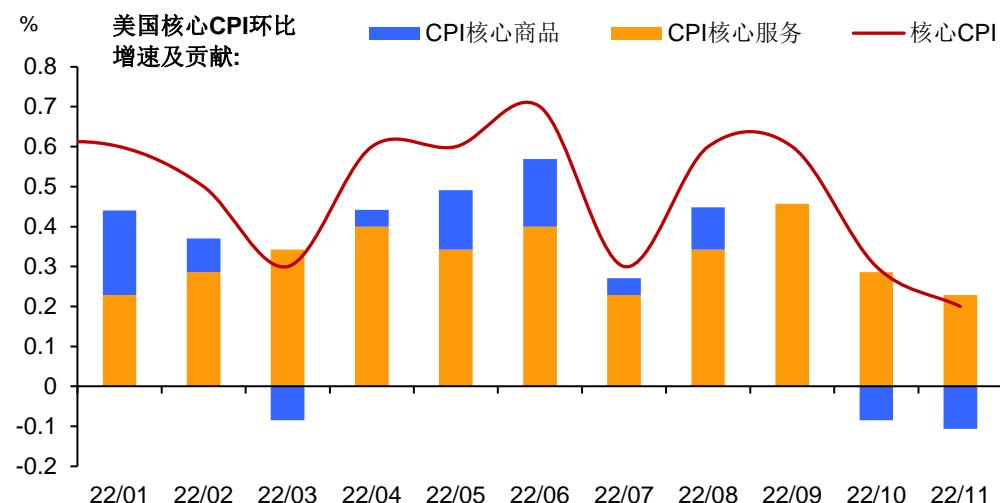
《又见股汇“开门红”，这次有何不同？》
 2023-01-08

表1：美国 CPI 各分项数据

	相对权重(%)	同比 (%)			环比, 季调 (%)		
		2022-11	2022-11	2022-10	2022-09	2022-11	2022-10
CPI	100.0	7.1	7.7	8.2	0.1	0.4	0.4
食品	13.7	10.6	10.9	11.2	0.5	0.6	0.8
家庭食品	8.5	12.0	12.4	13.0	0.5	0.4	0.7
非家用食品	5.2	8.5	8.6	8.5	0.5	0.9	0.9
能源	8.1	13.1	17.6	19.8	-1.6	1.8	-2.1
能源类商品	4.4	12.2	19.3	19.7	-2.0	4.4	-4.7
汽油 (所有种类)	4.1	10.1	17.5	18.2	-2.0	4.0	-4.9
燃油	0.2	65.7	68.5	58.1	1.7	19.8	-2.7
能源服务	3.6	14.2	15.6	19.8	-1.1	-1.2	1.1
电力	2.6	13.7	14.1	15.5	-0.2	0.1	0.4
公共事业 (管道) 燃气服务	1.0	15.5	20.0	33.1	-3.5	-4.6	2.9
核心CPI	78.2	6.0	6.3	6.6	0.2	0.3	0.6
商品, 不含食品和能源类商品	21.0	3.7	5.1	6.6	-0.5	-0.4	0.0
新汽车和卡车	4.1	7.2	8.4	9.4	0.0	0.4	0.7
二手汽车和卡车	3.7	-3.3	2.0	7.2	-2.9	-2.4	-1.1
服装	2.5	3.6	4.1	5.5	0.2	-0.7	-0.3
医疗护理商品	1.5	3.1	3.1	3.7	0.2	0.0	-0.1
服务, 不含能源服务	57.2	6.8	6.7	6.7	0.4	0.5	0.8
住所	32.7	7.1	6.9	6.6	0.6	0.8	0.7
运输服务	6.0	14.2	15.2	14.6	-0.1	0.8	1.9
医疗护理服务	6.8	4.4	5.4	6.5	-0.7	-0.6	1.0

数据来源：Wind，东吴证券研究所

图1：核心服务为美国核心 CPI 的主要推手



数据来源：Wind，东吴证券研究所测算

图2: CPI 核心商品持续下行, 核心服务有见顶迹象

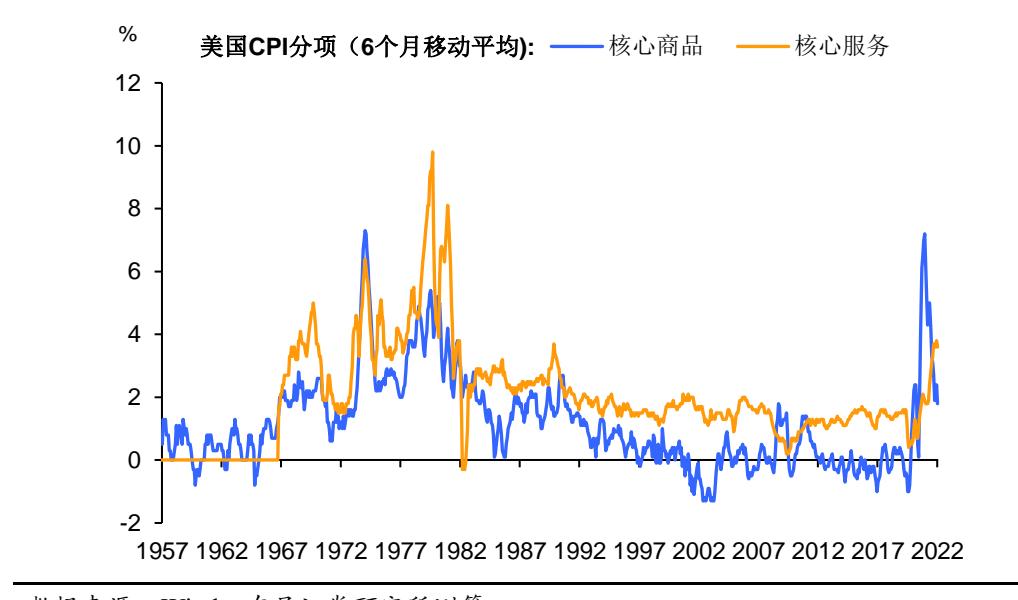


图3: 美国 CPI 核心商品分项

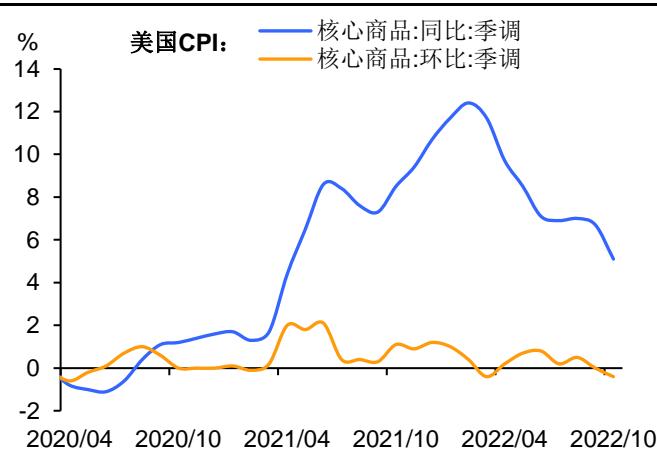


图4: 美国 CPI 新车和二手车分项

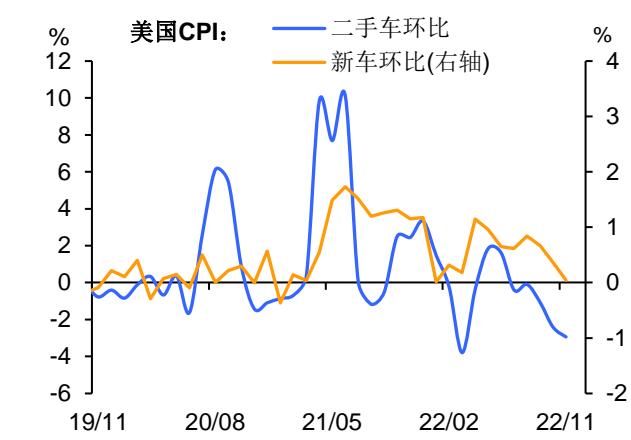


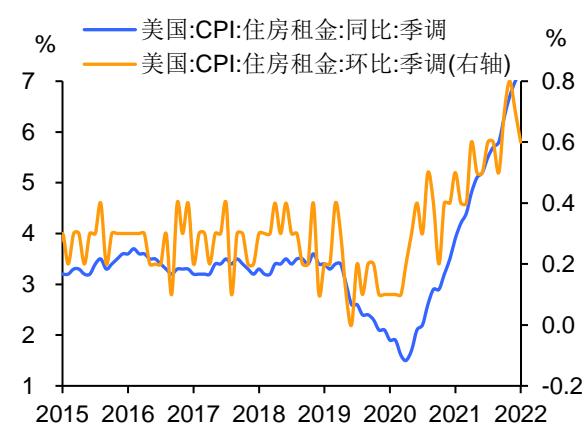
图5：美国通胀数据预测



注：虚线为预测值

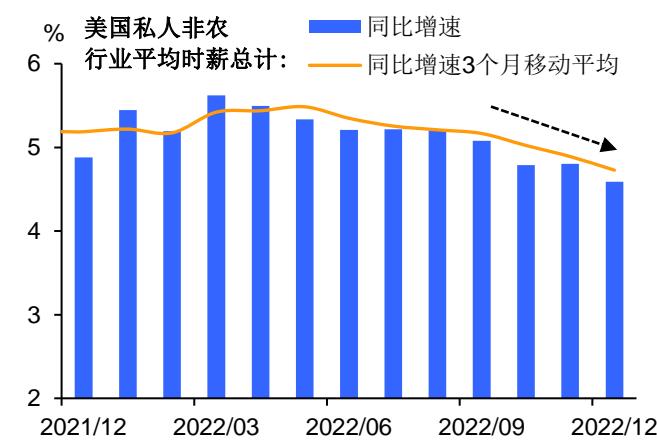
数据来源：Wind，东吴证券研究所测算

图6：美国 CPI 住房租金分项



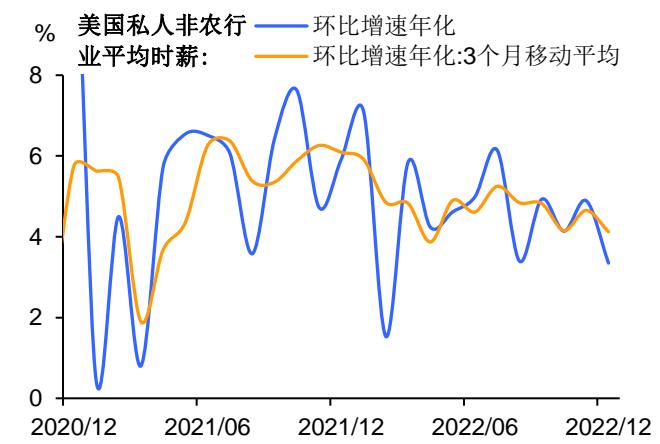
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图7：美国私人非农行业平均时薪同比增速呈下行态势



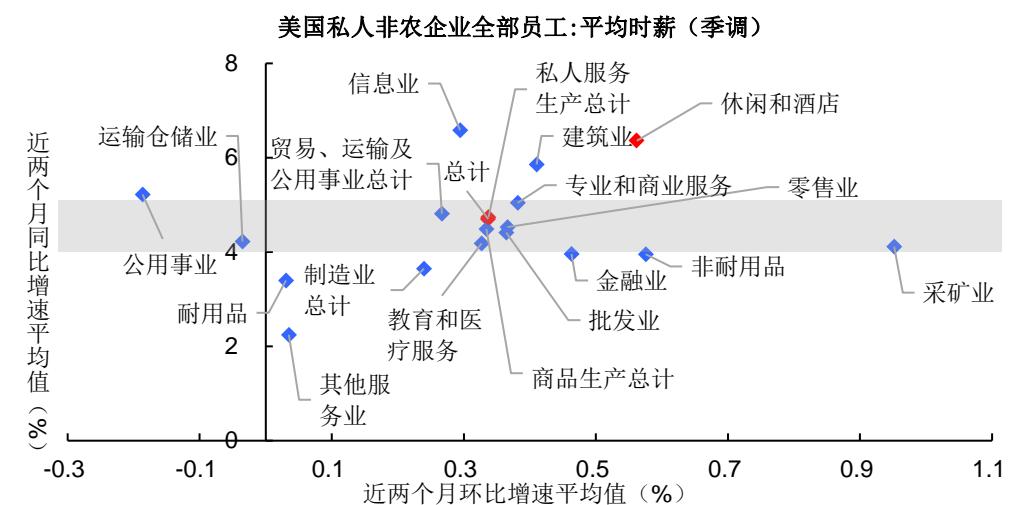
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图8：美国私人非农行业平均时薪上涨动能减弱



数据来源：Wind，东吴证券研究所

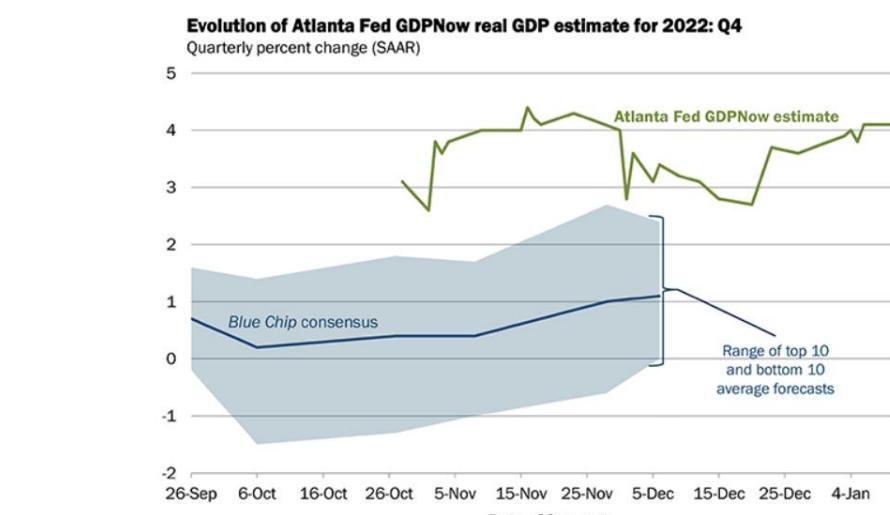
图9：美国私人非农各行业平均时薪



注：近两月为 2022 年 11 月和 2022 年 12 月

数据来源：Wind，东吴证券研究所

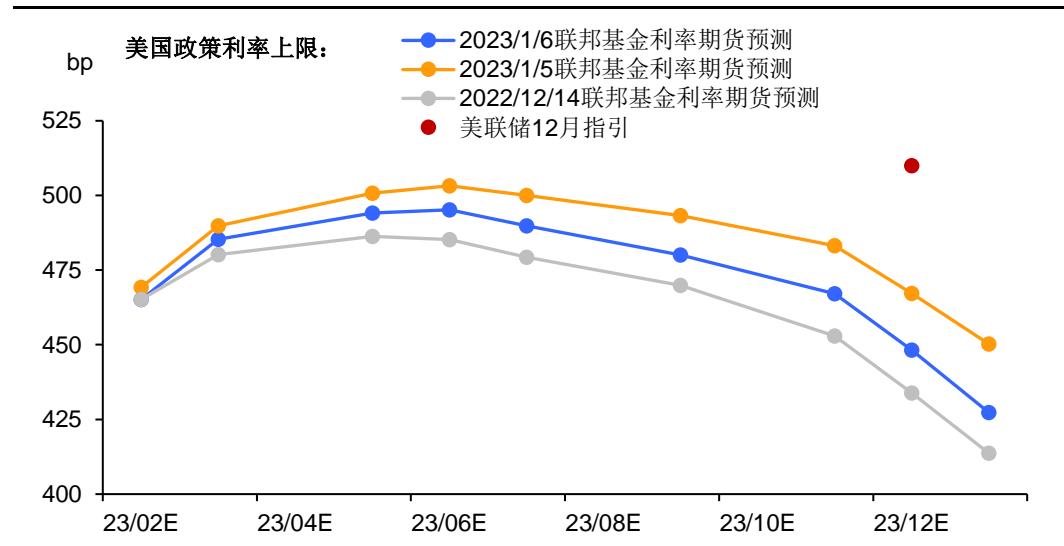
图10：亚特兰大联储预测美国四季度实际 GDP 增速为 4.1%



注：GDP 增速为年化环比增速

数据来源：亚特兰大联储，东吴证券研究所

图11：市场和美联储对于2023年利率终值存在分歧



数据来源：Bloomberg (2023/1/6), 东吴证券研究所

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_51205

