

宏观点评 20230112

美联储加息周期终于要结束了吗？

2023 年 01 月 12 日

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

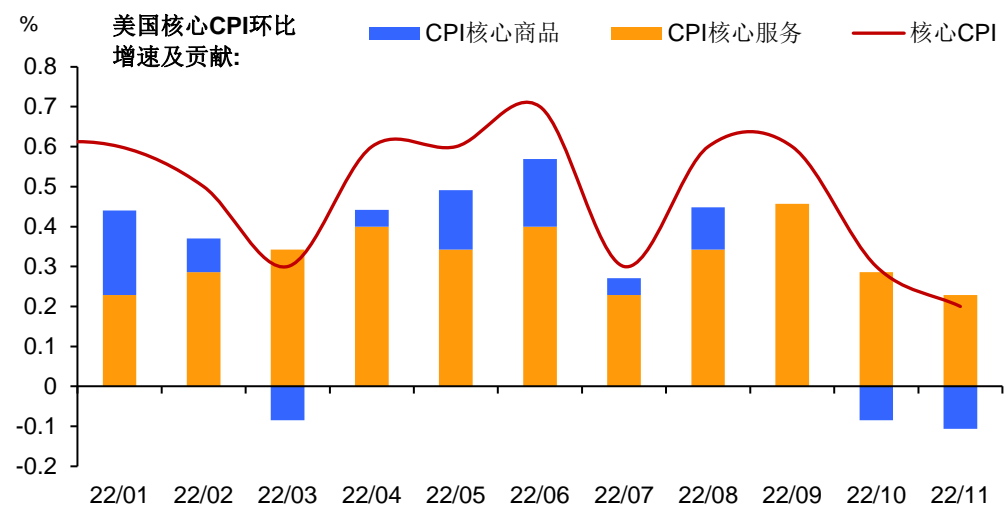
- 美国 12 月通胀数据发布在即，我们预计 CPI 和核心 CPI 将连续第三个月下降，分别录得 6.5%、5.8%。本次通胀数据将为 1 月 31 日-2 月 1 日的加息幅度定调，我们认为美联储有望在上述会议上将加息幅度降至 25bp，若通胀持续回落，3 月有望再加息 25bp 后停止加息，使得本次加息周期的利率峰值停留在 5.0%。为了避免过早停止加息导致通胀反弹，2023 年政策利率仍将在高位维持几个季度，降息或要等到 2024 年。
- 我们预计住房租金、食品和医疗将在 12 月继续推升美国通胀。具体来看：能源分项环比增速有望持续录得负值，预计汽油分项环比降幅扩大至-3.5%。食品分项，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疫情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

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	2022-09
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

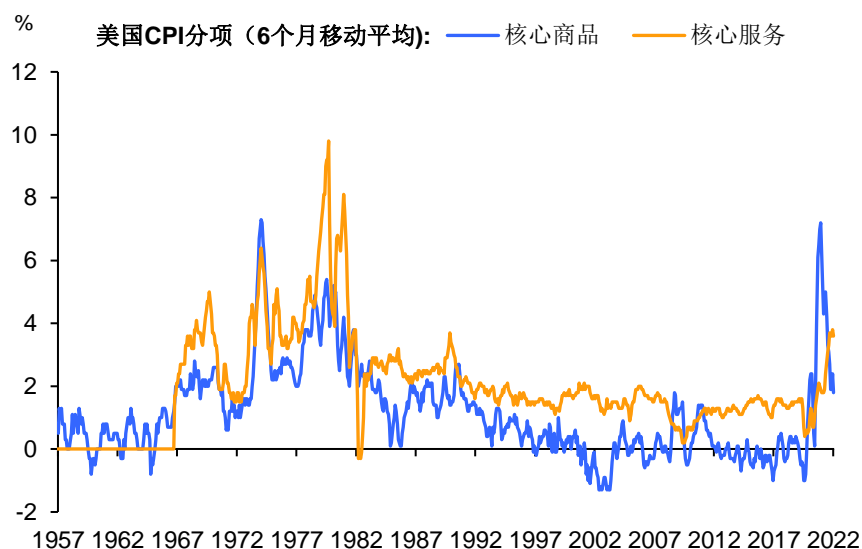
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图1: 核心服务为美国核心 CPI 的主要推手



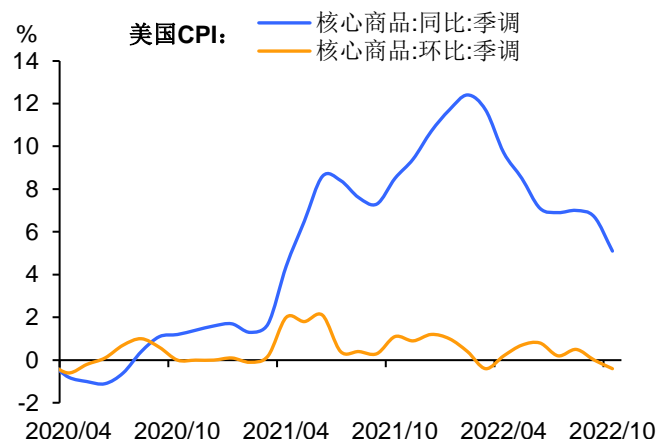
数据来源: Wind, 东吴证券研究所测算

图2: CPI 核心商品持续下行, 核心服务有见顶迹象



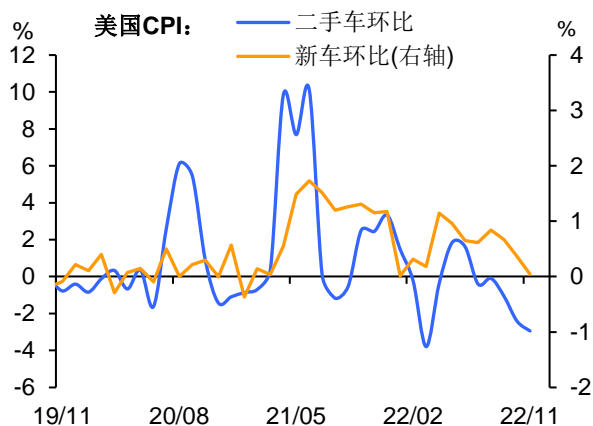
数据来源: Wind, 东吴证券研究所测算

图3: 美国 CPI 核心商品分项



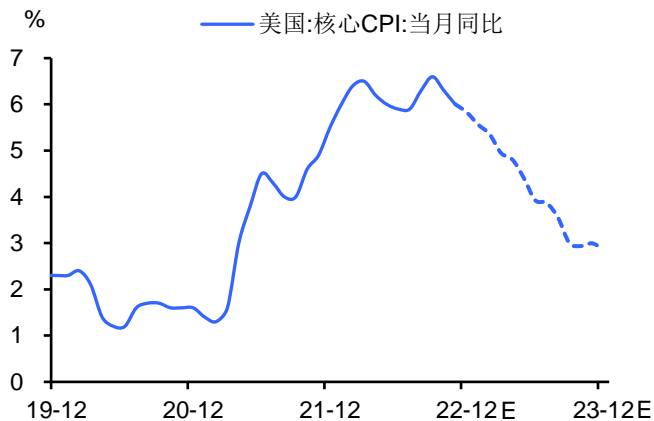
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 美国 CPI 新车和二手车分项



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

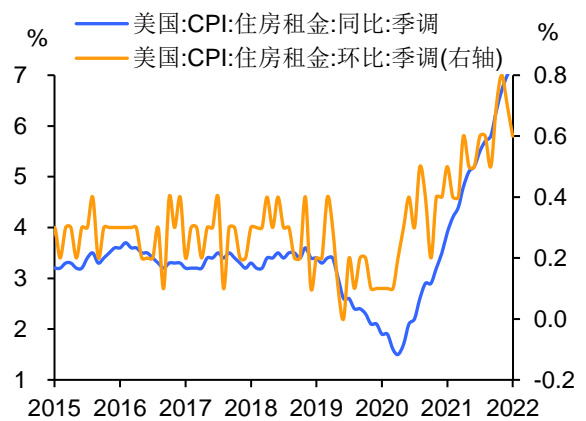
图5: 美国通胀数据预测



注: 虚线为预测值

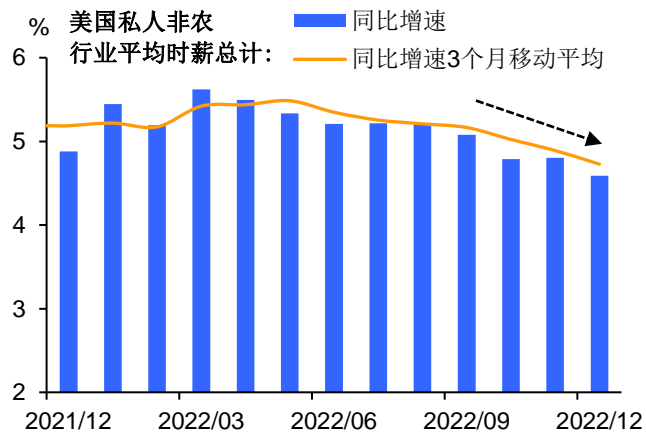
数据来源: Wind, 东吴证券研究所测算

图6: 美国 CPI 住房租金分项



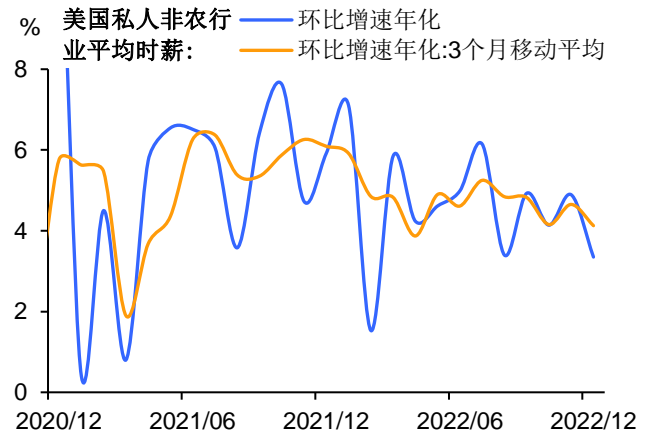
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7: 美国私人非农行业平均时薪同比增速呈下行态势



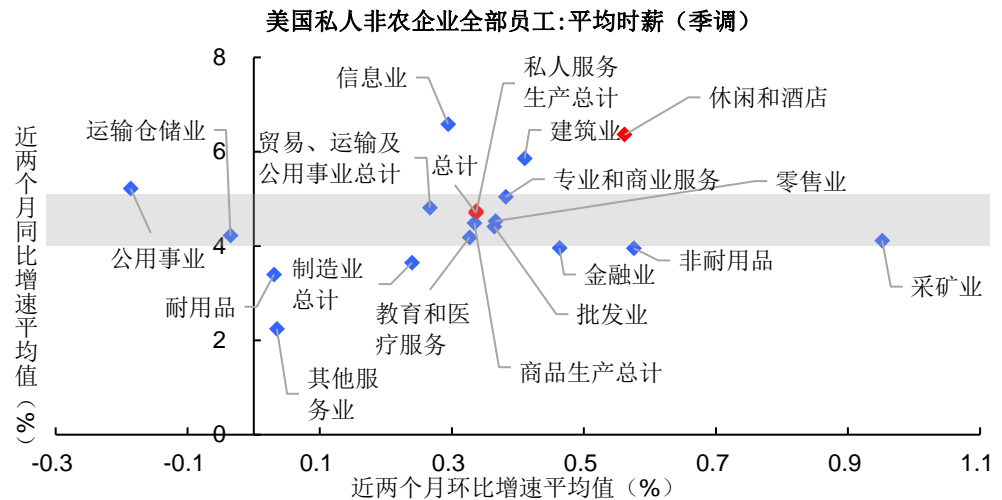
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

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

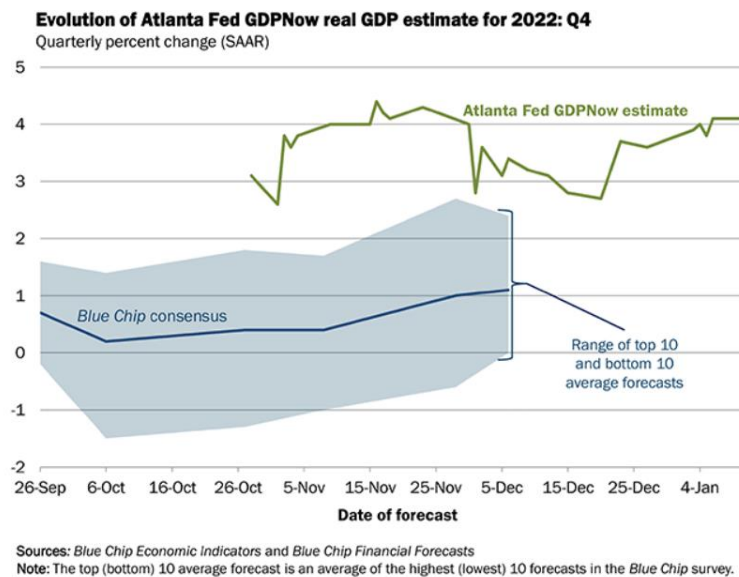
图9：美国私人非农各行业平均时薪



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

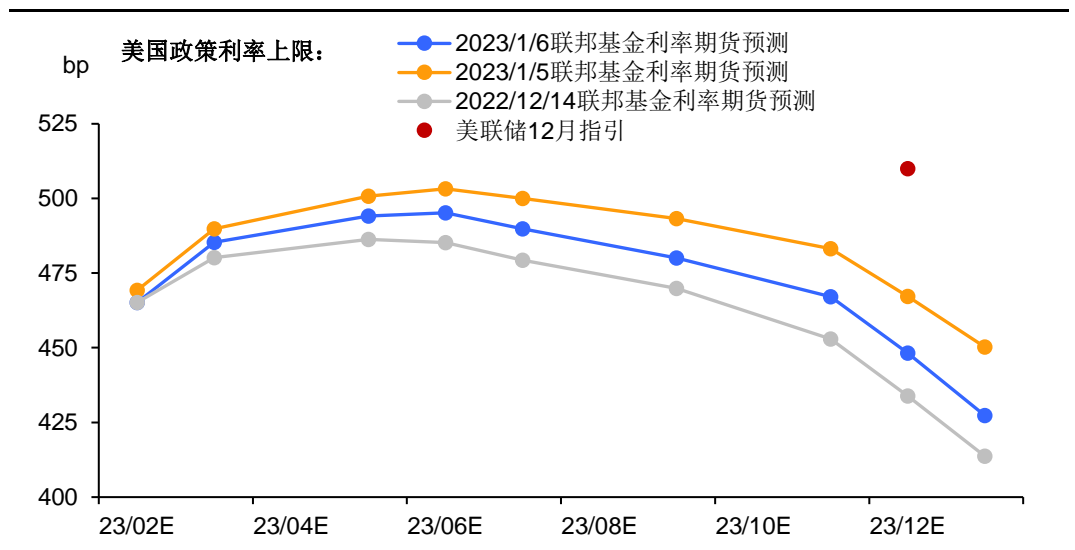
图10：亚特兰大联储预测美国四季度实际GDP增速为4.1%



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

