



任泽平：美联储以 40 年来最大的力度加息



意见领袖 | 任泽平团队

1 美联储持续大幅加息，做好应对全球经济衰退和欧洲金融危机的准备

11 月美联储加息 75bp，将联邦基金利率抬升至 3.75%-4.00% 区间，连续四个月加息 75bp。缩表按照既定流程实施，每月 950 亿缩表上限：国债 600 亿、MBS 350 亿。

面对持续创新高的通胀，美联储正以上世纪 80 年代以来最激进的紧缩政策来遏制通胀，这在全球引发了金融市场动荡、资本流出、汇率贬值以及经济压力。

鲍威尔鹰派强硬发言，美股大跌。鲍威尔发言表示，在短期内不会停止加息，但在 12 月和 1 月间的会议上可能会考虑延缓加息幅度。

美联储连续四次加息 75bp，金融收紧对实体经济已经产生压力。美国处于经济周期的“滞胀”阶段，房屋销售、消费者信心等开始掉头向下。三季度美国 GDP 在“衰退型顺差”的带领下超预期反弹，环比折年率 2.6%，同比 1.8%；但个人消费对 GDP 的拉动持续下降，从二季度的 1.4% 下降到三季度 0.97%，个人投资对 GDP 拉动从二季度的 -2.8% 小幅回升到 -1.6%，连续两个季度为负。利率敏感型行业下滑更加明显，9 月商品房销售套数环比下降 1.5%，新开工房屋数量环比下降 8.1%。10 月美国制造业和服务业 PMI 分别为 50.4% 和 46.6%，延续走弱态势。9 月 CPI 同比

8.2%，环比 0.4%，依然居高不下，运输、医疗和房租等服务价格持续录得年内新高。劳动力市场的紧平衡程度伴随着美国公司的暂停招聘、裁员同步演化。

美联储主要任务仍是抗通胀，但面对经济下行的挑战，预计下一次议息会议美联储可能放缓加息速度至 50bp。

现在世界经济三大周期叠加：中国筑底、美国滞胀、欧洲衰退。

我们对未来世界经济三大判断：第一大判断，欧洲有可能爆发全面经济金融危机，部分新兴市场国家可能也难逃一劫；第二大判断，全球经济正在开启新一轮深度衰退，美国经济也难以幸免独善其身；第三大判断，如果作出科学应对，中国经济有望重新引领全球，关键是新基建、新能源、民营经济重获信心、平台经济发挥创新作用、稳楼市房地产软着陆等。

我们要对外部世界经济形势的严峻性有充分估计，在外需持续大幅回落的背景下，做好新一轮稳增长、扩大内需的政策储备。当前稳增长优先于防通胀，宽信用优先于宽货币，关键要提振市场主体信心，信心比黄金重要。



2 美联储连续四次加息 75bp，后续或放缓加息速度

美联储议息会议和鲍威尔发言释放以下信号：

1) 美联储认为美国经济出现增长放缓势头，商品通胀居高不下，服务业通胀抬头，美国经济软着陆路径进一步收窄。美联储表示，美国经济较去年增速来说确实明显放缓，三季度实际 GDP 环比折年率 2.6%。消费增长放缓，反映了实际可支配收入的下降和金融状况的收紧；受利率上升影响，房地产行业的活动明显减弱，企业投资也受到了一定压制。此外，鲍威尔也表示，目前软着陆的路径进一步收窄，主要是两方面原因：一方面是能源类商品通胀并未随着供应链的修复和缓解大幅下降；另一方面是服务业通胀已经开始出现，因此联储不得不持续加息，导致软着陆路径收窄。

2) 美联储认为劳动力市场增速放缓，但整体仍处于紧张状态。9 月失

业率 3.5%，处于 50 年低点；职位空缺数 1071.1 万人，预期 1000 万；新增非农就业人数 26.3 万人，略高于预测 25 万人，稳定修复。同时，鲍威尔表示目前尚未看到工资-通胀螺旋的出现，并且认为就业市场中企业需求端仍有下降的空间，未来将在一定程度上缓解就业市场的紧张和工资的上涨压力。

3) 鲍威尔表示持续上调联邦目标利率是合理的选择，且已经看到金融状况收紧；未来 12 月或 2023 年 1 月的会议上或将讨论减缓加息的速度。

4) 美联储本轮加息仍在市场预期之内。鲍威尔的发言打消了市场对短期内停止加息的预期，但缓解了对未来加息力度的预期。会后 CME 数据显示，市场认为 12 月加息 50 个 bp 的概率为 61.5%；75 个 bp 的概率为 38.5%；截至年底，利率目标区间大概率在 4.25%-4.5% 区间。

虽然美联储主要任务仍是抗通胀，但面对经济下行的挑战，我们预计未来若通胀数据没有出现大幅波动，12 月份大概率加息 50bp，但不排除通胀持续超预期倒逼美联储维持 75bp 的加息力度。

3 美国处于经济周期的“滞胀”阶段，需求走弱，通胀高位，劳动力市场强劲

3.1 美国经济基本面面临下行压力，内需开始走弱，外需难以支撑

美国三季度实际 GDP 环比在连续两个季度录得负值后，三季度实际 GDP 环比折年率录得 2.6%，高于预期值 2.4%；三季度实际 GDP 同比录

得 1.8%，也高于预期值 1.6%。作为对利率最敏感的分项，在持续的加息动作下，代表着美国内需的消费和投资热度下降明显。从分项上看，1) 美国三季度实际 GDP 环比回升主要还是依靠着商品和服务的净出口明显提高。其中，出口扩张 1.6%，进口收缩 1.1%，净出口为美国三季度实际 GDP 贡献 2.7%。2) 个人消费对 GDP 的拉动持续下降，从二季度的 1.4% 下降到三季度不足 1%。而美国 9 月社零同比 8.2%，较上月增幅收窄 1.2 个百分点；商品房销售套数环比下降 1.5%；新开工房屋数量环比下降 8.1%；消费者信心指数处于历史低位。3) 个人投资对 GDP 贡献的收缩趋势略有收窄，从二季度的 -2.8% 小幅回升到 -1.6%，但是仍然连续两个季度为负。

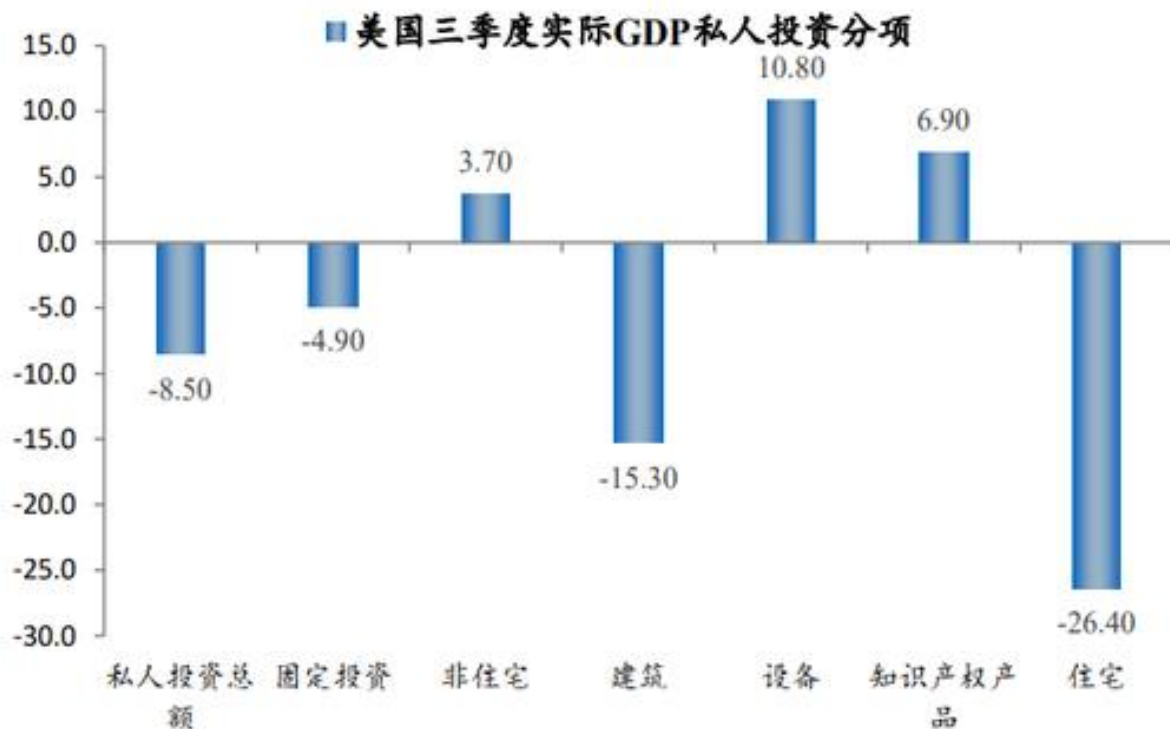
美国经济主要的向下拉动项就是对利率极为敏感的投资分项。拆解私人投资分项看，1) 收缩程度较深的建筑分项，从 2021 年第二季度至今已经连续六个季度收缩。一方面反应了企业在 2021 年低利率环境下中长期资本开支或已经较大程度前置，另一方面也反应了建筑行业成本提升（包括了原材料和劳动力）对于需求的压制。2) 而住宅类投资也是连续六个季度收缩，且从上一季的 -17.8% 扩大到了 -26.4%，最直观的表明了加息对于地产等利率敏感性行业的抑制。考虑到加息周期尚未结束且终点尚未明晰，我们预计未来美国地产投资收缩幅度会更大。3) 本季亮点在于设备投资录得环比 10.8%，主要来自两个方面：一是飞机和新型卡车的投资带动，二是企业对于自动化办公设备与远程办公等的投入。前者在第四季度很难再现，而后者随着就业市场劳动力紧平衡的逐渐改善和自动化办公设备本身的技术瓶颈，预计四季度也难以支撑个人投资分项显著转正。

图表：美国三季度实际 GDP 环比折年 2.6%



资料来源：Wind，泽平宏观

图表：美国三季度私人投资分项主要受住宅拖累



资料来源：Wind，泽平宏观

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_48289

