



报告日期：2022年8月30日

## 美联储“合意”加息路径可能面临“三重冲击”，降息时点大概率落在2023年下半年

——2022年杰克逊霍尔年会点评

宏观研究员：郑后成  
执业编号：S0990521090001  
电话：0755-83008511  
E-mail：houchengzheng@163.com

### 报告概要：

- 8月26日，美联储主席鲍威尔在杰克逊霍尔全球央行年会上发表讲话。我们点评如下：
- 一、鲍威尔讲话“鹰派”色彩较浓，在加息问题上强调“坚持就是胜利”；
- 二、不排除9月美联储加息75个基点的可能，2023年底联邦基金利率中值略低于4%；
- 三、美联储“合意”加息路径可能面临“三重冲击”；
- 四、2023年上半年美国CPI当月同比或位于-2.10%至5.30%，均值为2.10%左右；
- 五、2023年上半年WTI原油期货价格同比大概率录得负增长；
- 六、4维度回溯美联储5轮典型降息周期的降息时点；
- 七、美联储降息时点大概率落在2023年下半年，3季度概率大于4季度；
- 八、“类降息”效应利多大类资产，但是美国宏观经济下行继续施压国际油价。

### 风险因素

1. OPEC 加大原油减产力度推升国际油价；
2. “俄乌冲突”加剧导致欧洲能源价格飙升。

### 相关报告

1. 英大宏观评论（20220822）不排除2022年下半年降准的可能，2023年不具备扩大房地产税改革试点城市的条件
2. 英大宏观评论（20220812）8-12月制造业PMI或面临一定压力，“稳就业”背景下“扩内需”力度还将维持在较高水平
3. 英大宏观评论（20220801）7月出口金额还将维持较高增速，下半年农产品进口增速大概率处于较低水平
4. 英大宏观评论（20220721）7-12月消费增速大概率较1-6月上移，但基建投资增速快速拉升的概率较低
5. 英大宏观评论（20220715）7月PPI当月同比下行幅度大概率大于0.30个百分点，下半年货币政策还将维持“稳中偏松”主基调
6. 英大宏观评论（20220711）“稳就业”是当下宏观政策首要目标，7月摩根大通全球制造业PMI新订单大概率滑至荣枯线之下
7. 英大宏观评论（20220627）6月城镇调查失业率大概率继续下行，尚不能得出房地产投资增速已经止跌企稳的结论
8. 英大宏观评论（20220620）6月出口金额当月同比难以大幅下行，不排除2023年我国出口增速录得负值的可能
9. 英大宏观评论（20220616）6-10月“猪油共振”概率较低，6-12月核心CPI当月同比大概率不具备大幅上行的基础
10. 英大宏观评论（20220607）5月工业企业利润总额当月同比不排除位于负值区间的可能，累计同比大概率低于4月
11. 英大宏观评论（20220606）6月制造业PMI大概率重返荣枯线之上，实现GDP增速预期目标需要加大政策力度

### 年度展望报告

1. 英大证券2022年度宏观经济与大类资产配置：5.5%引领投资与金融，油铜冲高，金猪蓄势，债强股不弱（20220119）
2. 英大证券2021年度宏观经济与大类资产配置：经济“上”，货币“稳”，有色、原油、A股“优”（20210111）



## 目录

一、鲍威尔讲话“鹰派”色彩较浓，在加息问题上强调“坚持就是胜利” .....	3
二、不排除 9 月美联储加息 75 个基点的可能，2023 年底联邦基金利率中值略低于 4% .....	4
三、美联储“合意”加息路径可能面临“三重冲击” .....	5
四、2023 年上半年美国 CPI 当月同比或位于-2.10%至 5.30%，均值为 2.10%左右 .....	5
五、2023 年上半年 WTI 原油期货价格同比大概率录得负增长 .....	7
六、4 维度回溯美联储 5 轮典型降息周期的降息时点 .....	7
七、美联储降息时点大概率落在 2023 年下半年，3 季度概率大于 4 季度 .....	9
八、“类降息”效应利多大类资产，但是美国宏观经济下行继续施压国际油价 .....	11

**事件：**8月26日，美联储主席鲍威尔在杰克逊霍尔全球央行年会上发表讲话。

**点评：**

### 一、鲍威尔讲话“鹰派”色彩较浓，在加息问题上强调“坚持就是胜利”

在2022年杰克逊霍尔全球央行年会上，美联储主席鲍威尔以与往年相比“更简短，更聚焦，更直接”的方式，阐述了美联储的“鹰派”立场，具体体现在以下五点。**第一**，在7月美国CPI当月同比录得8.50%，位于历史高位的背景下，鲍威尔指出，“当前联邦公开市场委员会（FOMC）的重中之重是将通胀降低至2%的目标”。从“重中之重”一词可以看出，“将通胀降低至2%的目标”在美联储的目标体系中位于第一位。与之相呼应的是，鲍威尔指出“物价稳定是美联储的职责所在，也是我们经济的基石”。客观而言，有效控制通胀是全球各国央行货币政策的重要目标之一。与之相印证的是，包括新西兰、加拿大、英国等相当一部分国家实行“通货膨胀目标制”，即央行明确以物价稳定为首要目标。**第二**，鲍威尔认为，“美国目前的高通胀确实也是需求强劲和供给受限的产物”。在此背景下，鉴于“美联储的工具主要是针对总需求发挥作用”，因此“需要强力地运用我们的工具，使需求和供给更好地平衡”，“我们正在采取有力和迅速的措施来调节需求，使其与供给更加匹配”，“在调节需求使之与供给更加匹配方面，我们显然还有工作要做”。这些表述的言外之意是，必须通过包括“强力”加息在内的紧缩货币政策来抑制“强劲”的总需求，毕竟短期之内增加供给难度较大。**第三**，鲍威尔指出，“降低通胀可能需要经济保持一段持续低于趋势增长率的时期”，此外，“劳动力市场状况很可能也会有所走软”，并认为，“这些都是降低通胀的不幸代价”。也就是说，为降低通胀率，即使付出经济增速下行并持续低迷，以及失业率走高的代价也是值得的。对鲍威尔这一观点形成支撑的是上世纪70年代美国经济学家奥肯提出的“痛苦指数”。奥肯认为，痛苦指数是通胀率与失业率之和，数字越高，表示痛苦程度越高。如果通过失业率的小幅抬升，换来通胀率的大幅下降，从痛苦指数的角度看是值得的。**第四**，当前联邦基金目标利率处于2.25%-2.50%之间。这一区间也是经济预测摘要（SEP）对联邦基金利率长期预期水平的估计区间。但是，鲍威尔在年会上指出，“即使在到达对长期中性利率的预计水平后，依然还不是罢手或暂停的时候”，因为目前“通胀水平远高于2%，且就业市场极度紧俏”。**第五**，回顾上世纪70年代以来美国通胀走势，鲍威尔得出三点教训。其中，第一点教训是“央行能够而且应当承担起实现低且稳定的通胀的责任”，也就是说，当前美联储不仅要将高通胀压降下来，而且还要将其维持在低位水平。至于有多低，鲍威尔认为“将通胀降低到低且稳定水平”“这样的‘常态’一直延续到去年春天”，而2021年3-5月美国CPI当月同比分别为2.60%、4.20%、5.0%。也就是说，鲍威尔认为通胀水平低于4.20%，乃至低于5.0%都属于“常态”。第三点教训是“我们必须坚持加息，直至大功告成”。这句话表达了美联储在通胀问题上“坚持就是胜利”的决心与信心。

## 二、不排除 9 月美联储加息 75 个基点的可能，2023 年底联邦基金利率中值略低于 4%

我们尝试从鲍威尔讲话中大致推断美联储“合意”的加息路径。**首先看起点**，我们认为 9 月美联储大概率加息 75 个基点。这一判断的主要依据有两点。**第一**，鲍威尔在年会上指出，“我当时（7 月议息会议）说，下次会议时再来一次不寻常的大幅加息可能是合适的”。这在一定程度上暗示 9 月将加息 75 个基点。**第二**，7 月美国 CPI 当月同比 8.50% 的读数，虽然较 6 月下行 0.60 个百分点，但是依旧位于历史高位。更为关键的是：在 5 月美国 CPI 当月同比录得 8.60% 时，美联储在 6 月 15 日加息 75 个基点；在 6 月美国 CPI 当月同比录得 9.10% 时，美联储在 7 月 27 日加息 75 个基点。如果 8 月美国 CPI 当月同比维持在 8.50% 左右，则美联储大概率加息 75 个基点。值得指出的是，我们认为 8 月美国 CPI 当月同比大概率在 7 月的基础上下行，大概率位于 8.0% 左右。如果这一判断成立的话，则将向市场传递两个信号：**一**是在两个月下行的背景下，美国 CPI 当月同比的下行趋势基本确立；**二**是降低了美联储在 9 月加息 75 个基点的可能性。

**其次看终点**，美联储认为，2023 年年底联邦基金利率中值略低于 4%。这一判断的依据是，鲍威尔在年会上指出，“委员会成员对 6 月 SEP 的最新个人预测显示，到 2023 年年底，联邦基金利率中值略低于 4%”。也就是说，美联储成员认为 2023 年年底，美国联邦基金目标利率的区间是 3.75% 至 4.0%。目前联邦基金目标利率区间是 2.25%-2.50%。从当前的 2.50% 运动至 2023 年年底的 4.0%，有三条路径：**第一条路径**是联邦基金目标利率快速上行，超过 4.0%，然后回落至 4.0%；**第二条路径**是联邦基金目标利率一路上行，在 2023 年年底到达 4.0%；**第三条路径**是联邦基金目标利率在短期内快速到达 4.0%，然后维持在 4.0% 不变，直至 2023 年年底。我们认为第二条与第三条路径实现的概率较大。

**再次看过程**，我们看联邦基金目标利率一路上行至 2023 年年底的 4.0% 的节奏如何。在 9 月加息 75 个基点至 3.25%，以及 2023 年年底上行至 4.0% 的假定下，联邦基金目标利率只有 75 个基点的上行空间。在 2023 年年底之前，美联储可以选择直接一次性加息 75 个基点至 4.0%，也可以选择分别加息 50 个基点与 25 个基点，还可以选择 3 次各加息 25 个基点。我们认为第一种情况出现的概率较低，而第二种情形与第三种情形视美国通胀情况而定：如果届时美国通胀还位于相对高位，则第二种情况出现的概率较大；如果届时美国通胀位于相对低位，则第三种情况出现的概率较大。但是不管出现何种情形，均符合鲍威尔所指出的“在某种程度上，随着货币政策的立场进一步收紧，放缓加息步伐可能会变得合适”这一言论。

**最后看展望**，在联邦基金目标利率到达本轮周期的高点，也就是 2023 年年底的 4.0% 之后，美联储不会快速降息，大概率维持在这一高点水平一段时间。这一判断的依据是鲍威尔指出，“恢复物价稳定可能需要在一段时间内保持限制性的政策立场。历史记录对过



早放松政策提出了强烈警告”。这就预示降息不会太早到来。如果以上假设成立的话，则美联储“合意”的降息时点大概率在 2024 年 1 季度之后。

### 三、美联储“合意”加息路径可能面临“三重冲击”

以上我们根据杰克逊霍尔全球央行年会上鲍威尔的讲话，刻画出美联储加息的终点以及到达终点的路径，并对降息的时点进行展望。**值得指出的是**，以上只是美联储心目中“理想利率政策路径”。在实际经济生活中，存在“打破”美联储的预期目标以及实现目标的理想路径的三种情形。**第一种情形是**，鲍威尔指出，“我们在 9 月会议上的决定将取决于所获得的整体数据和不断演变的前景”。也就是说，美联储的利率决议取决于当时的经济数据，以及他们对未来经济数据的预判。如果当期经济数据的表现以及宏观经济走势与预期的有很大出入，则美联储未必会按照以上的“加息路径”来加息。**第二种情形是**，突如其来的极端事件的发生，可能会逼迫美联储做出被动应对，进而偏离预定的“加息路径”。2015 年 12 月 17 日美联储启动加息进程，但是在 2019 年 8 月、9 月、10 月连续三次累计降息 1.0 个百分点。对此，美联储的解释是在进行“预防式降息”、“保险式降息”。但是随着新冠肺炎疫情的到来，联邦基金目标利率“一降到底”，证伪了所谓的“预防式降息”、“保险式降息”。**第三种情形是**，美联储可能误判宏观经济形势与通胀走势，进而做出错误的利率决策。2021 年年中，鲍威尔一再认为美国不会出现通胀飙升的情况，但是实际情况是，2021 年年初以来美国通胀率一路走高，并在 2022 年 6 月录得 9.10% 的历史高位。2022 年 6 月，鲍威尔在欧洲央行举办的一个论坛上表示，“我们清楚地认识到我们对通胀知之甚少”。无独有偶，美国财长耶伦也公开表示，“意料之外的巨大冲击推高了能源和食品价格，供应链瓶颈严重影响美国经济”，“我对此未能完全理解”。

我们认为，以上三种情形均有可能在 2022 年下半年以及 2023 年出现，尤其是第一种情形，与此同时，也不排除发生意外事件，以及美联储再次误判宏观经济形势与通胀走势的可能。因此，存在美联储偏离其“合意加息路径”的可能。

### 四、2023 年上半年美国 CPI 当月同比或位于-2.10%至 5.30%，均值为 2.10%左右

在“当前联邦公开市场委员会的重中之重是将通胀降低至 2%的目标”的背景下，美国 CPI 当月同比走势如何，成为全球宏观经济的焦点，进而正确研判美国 CPI 当月同比走势，成为资本市场至关重要的大事。

我们认为，美国 CPI 当月同比与国际油价走势息息相关，或者说，国际油价走势是美国 CPI 当月同比走势的主导因素。这一判断的依据有三点。**第一**，美国 CPI 当月同比与 WTI 原油期货价格同比的相关系数为 0.54，介于 0.30 至 0.80 之间，属于中度相关。**第二**，客观而言，0.54 的相关系数并不高，并未达到高度相关。这是否意味着无法从 WTI 原油期货价格同比的走势研判美国 CPI 当月同比的走势呢？从图形走势上看，WTI 原油期货价格同比的高点（低点）或领先于美国 CPI 当月同比的高点（低点），或同步于美国 CPI 当



月同比的高点（低点）。之所以二者的相关系数仅为 0.54，是因为存在 WTI 原油期货价格同比的高点（低点）或领先于美国 CPI 当月同比的高点（低点）的情况，这就压低了美国 CPI 当月同比与 WTI 原油期货价格同比的相关系数，如 2004 年 10 月 WTI 原油期货价格同比到达 74.97% 的阶段高点，但是美国 CPI 当月同比在 2005 年 9 月到达阶段性高点 4.70%，滞后时长为 11 个月，再如 2013 年 7 月 WTI 原油期货价格同比到达 19.15% 的阶段高点，但是美国 CPI 当月同比在 2014 年 6 月到达阶段性高点 2.10%，滞后时长同样为 11 个月。**第三**，在美国 CPI 的 12 个分项中，与原油高度相关的能源分项的标准差为 10.74，在 12 个分项中位列第一，表明能源项的波动性最大，是美国 CPI 的主导项。

图 1：美国 CPI 当月同比与 WTI 原油期货价格同比的相关系数为 0.54（%；%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

在 7 月 WTI 原油期货价格同比录得 37.46%，较本轮周期的高点即 2021 年 3 月的 269.57%，下行 232.11 个百分点的背景下，6 月的 9.10% 大概率是本轮美国通胀的高点。支撑我们这一判断的主要论据是，在鲍威尔提出“降低通胀可能需要经济保持一段持续低于趋势增长率的时期”的背景下，后期国际油价大概率承压下行，进而拉动美国 CPI 当月同比继续下行。基于此，我们坚持在《英大证券宏观评论：发达经济体通胀高点大概率位于 2-3 季度，“灵活适度”主基调或将贯穿 1-3 季度货币政策执行报告（20220214）》中“发达经济体通胀高点大概率位于 2-3 季度”的判断。

既然美国 CPI 当月同比与国际油价走势息息相关，那么在美国 CPI 当月同比处于负值区间时，国际油价同比走势如何呢？答案是，1984 年 3 月以来，美国 CPI 当月同比有且仅有 11 个月度数据位于负值区间，与之相对应的 WTI 原油期货价格同比均录得负增长，其均值为 -44.08%。我们换个角度看，在国际油价同比录得负值的情况下，美国 CPI 当月同比的表现如何呢？经测算，1984 年 3 月以来，在 WTI 原油期货价格同比录得负增长期间，美国 CPI 当月同比的均值为 2.10%，其中，最大值是 1991 年 2 月 5.30%，对应的 WTI



原油期货价格同比是-7.10%；最小值是2009年7月的-2.10%，对应的WTI原油期货价格同比是-51.83%。也就是说，一旦2023年上半年WTI原油期货价格同比录得负增长，则美国CPI当月同比大概率位于-2.10%至5.30%之间，均值为2.10%左右。值得指出的是，2.10%左右这一水平是美联储利率政策调控的目标水平，因为鲍威尔指出，“当前联邦公开市场委员会的重中之重是将通胀降低至2%的目标”。如果这一判断成立的话，考虑鲍威尔指出“恢复物价稳定可能需要在一段时间内保持限制性的政策立场”，以及“历史记录对过早放松政策提出了强烈警告”，预计美联储大概率在2023年下半年降息。

## 五、2023年上半年WTI原油期货价格同比大概率录得负增长

我们的以上判断，是建立在2023年上半年WTI原油期货价格同比录得负增长的基础之上的。2023年上半年WTI原油期货价格同比要录得负增长，则2023年上半年国际油价要低于2022年上半年。我们认为，在2022年国际油价位于高位的背景下，2023年上半年国际油价大概率低于2022年上半年。对我们这一判断形成有力支撑的是，鲍威尔在此次杰克逊霍尔年会上对美联合储货币政策的表述偏鹰派，这就意味着后期美联储加息的力度较大，对全球经济形成利空。尤其是鲍威尔提出“降低通胀可能需要经济保持一段持续低于趋势增长率的时期”，预示美联储通过加息削弱总需求，这就意味后期美国宏观经济增速大概率持续低迷，进而拖累全球宏观经济。在“需求决定国际油价”的假定下，国际油价大概率在2023年上半年持续承压。

当然，也存在削弱我们这一判断的现象。**第一**，中东产油国偏好高油价，近期沙特阿拉伯发出OPEC可能减产的信号，对国际油价起到一定的提振作用。**第二**，在“俄乌冲突”背景下，欧洲减少对俄罗斯原油的进口，导致欧洲能源价格飙升。客观而言，以上二者在短期内对国际油价起到推升作用，但是与市场的观点不同，我们认为“俄乌冲突”在中长期压制国际油价：**一是**“俄乌冲突”对全球经济形成利空，**二是在**战争导致财政吃紧的背景下，俄罗斯大概率加大原油的出口。以上二者均对国际油价形成利空。此外，即使OPEC减产在短期内推升国际油价，但是在美联储加息并带动欧洲央行加息的背景下，需求端持续承压，大概率拖累国际油价下行。

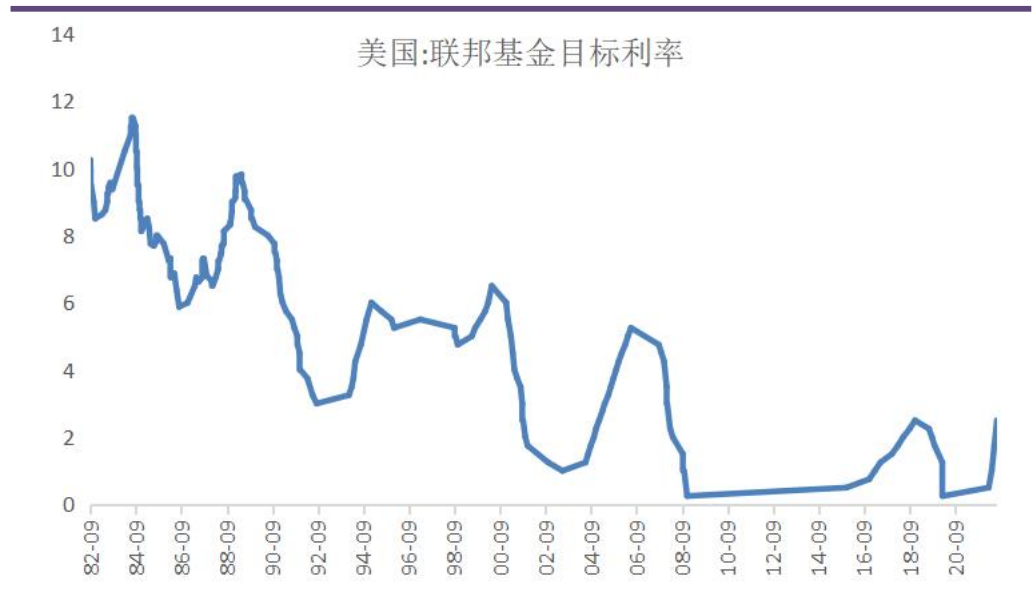
基于以上分析，我们认为2023年上半年WTI原油期货价格同比大概率录得负值，并坚持美国CPI当月同比大概率位于-2.10%至5.30%之间，均值为2.10%左右的判断。

## 六、4 维度回溯美联储 5 轮典型降息周期的降息时点

1984年以来，美联储经历了5轮典型的降息周期：**第一轮**启动于1984年9月20日，在1984年8月9日11.50%的基础上下调25个基点至11.25%，加息周期最后一次加息与降息周期第一次降息的时间间隔为42天；**第二轮**启动于1989年6月6日，在1989年5月17日9.81%的基础上下调25个基点至9.56%，最后一次加息与第一次降息的时间间隔为20天；**第三轮**启动于2001年1月3日，在2000年5月16日6.50%的基础上下调50个基点至6.0%，

最后一次加息与第一次降息的时间间隔为7个月零17天；**第四轮**启动于2007年9月18日，在2006年6月29日5.25%的基础上下调50个基点至4.75%，最后一次加息与第一次降息的时间间隔为2个月零19天；**第五轮**启动于2019年8月1日，在2018年12月20日2.50%的基础上下调25个基点至2.25%，最后一次加息与第一次降息的时间间隔为7个月零12天。从五轮降息周期可以看出，加息周期最后一次加息与降息周期第一次降息的时间间隔最短为20天，最长为7个月零17天。以下我们从四个维度回溯美联储5轮典型降息周期的降息时点。

图2：1984年以来，美联储经历了5轮典型的降息周期（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

**从 ISM 制造业 PMI 看美联储降息时点：**在1984年9月20日启动第一轮降息时，美国ISM制造业PMI为50.0，并在5个月之后跌至49.90，也就是荣枯线之下；在1989年6月6日启动第二轮降息时，美国ISM制造业PMI为47.30，彼时已经在荣枯线之下运行2个月；在2001年1月3日启动第三轮降息时，美国ISM制造业PMI为42.30，彼时已经在荣枯线之下运行6个月；在2007年9月18日启动第四轮降息时，美国ISM制造业PMI为51.0，并在3个月之后跌至49.0；在2019年8月1日启动第五轮降息时，美国ISM制造业PMI为49.10，为时隔35个月首次跌破荣枯线。从五轮降息周期可以看出，在每轮降息周期启动，也就是第一次降息时，美国ISM制造业PMI位于荣枯线之上的次数为2次，位于荣枯线之下的次数为2次，“踩线”荣枯线的次数为1次。从时间分布上看，第一次降息的时点分布在美国ISM制造业PMI跌破荣枯线的前5个月至跌破荣枯线的后6个月。

**从“美国销售总额同比-美国库存总额同比”这一复合指标看美联储降息时点：**2001年1月3日启动第三轮降息时，这一复合指标为-4.06个百分点，已经在负值区间连续运行8个月，期间有一个月录得正值；2007年9月18日启动第四轮降息时，这一复合指标为2.10个百分点，为脱离负值区间的首月，此前在负值区间运行14个月，期间有一个月录得正值；





2019年8月1日启动第五轮降息时，这一复合指标为-5.12个百分点，已经在负值区间连续运行10个月。“美国销售总额同比-美国库存总额同比”这一复合指标录得负值，表明美国的销售增速低于库存增速，也就是供给增速高于需求增速，表明美国企业总体处于被动补库存阶段，亦即经济周期中的衰退阶段。综上，“美国销售总额同比-美国库存总额同比”这一复合指标录得负值是美联储降息的前提条件。

**从长短端利差，即“3个月美债利率-10年期美债利率”这一复合指标看美联储降息时点：**1984年9月20日启动第一轮降息时，这一复合指标为-1.72个百分点，长短端利差并未倒挂；1989年6月6日启动第二轮降息时，这一复合指标为0.15个百分点，长短端利差第一次倒挂；2001年1月3日启动第三轮降息时，这一复合指标为0.12个百分点，已经连续7个月倒挂；2007年9月18日启动第四轮降息时，这一复合指标为-0.53个百分点，虽然并未倒挂，但是在此前的2006年8月至2007年5月期间连续10个月出现倒挂；2019年8月1日启动第五轮降息时，这一复合指标为0.36，长短端利差持续4个月倒挂。综上，除了第一轮周期之外，其余四轮周期在降息时或降息前均出现长短端利差倒挂现象，时间范围是降息前的14个月至降息当月。

**从美国CPI当月同比与核心CPI当月同比看美联储降息时点：**1984年9月20日启动第一轮降息时，美国CPI当月同比与核心CPI当月同比分别为4.30%与5.10%；1989年6月6日启动第二轮降息时，美国CPI当月同比与核心CPI当月同比分别为5.20%与4.50%；2001年1月3日启动第三轮降息时，美国CPI当月同比与核心CPI当月同比分别为3.70%与2.60%；2007年9月18日启动第四轮降息时，美国CPI当月同比与核心CPI当月同比分别为2.80%与2.10%；2019年8月1日启动第五轮降息时，美国CPI当月同比与核心CPI当月同比分别为1.70%与2.40%。综上，从以往5轮降息周期看，美国CPI当月同比与核心CPI当月同比低于5.20%就具备降息的可能。从近3次降息周期看，美国CPI当月同比均低于3.70%，而美国核心CPI当月同比均低于2.60%，就具备启动降息的条件。

## 七、美联储降息时点大概率落在2023年下半年，3季度概率大于4季度

鲍威尔在年会上指出，“我们在9月会议上的决定将取决于所获得的整体数据和不断演变的前景”。众所周知，宏观经济走势是美联储利率决策的最终依据，因此，准确研判美国宏观经济走势，以及对宏观经济数据进行预测至关重要。以下我们对四个维度的经济数据走势进行研判，并据此预测本轮美联储降息时点。

**从美国制造业PMI看，**8月美国Markit制造业PMI录得51.30，较前值下行0.90个百分点，降幅较7月走阔0.40个百分点。按照目前这一趋势，在9月美联储加息75个基点的前提下，预计美国Markit制造业PMI大概率在10月跌破荣枯线。7月美国ISM制造业PMI新订单指数时隔24个月跌至荣枯线之下，叠加考虑鲍威尔指出“我们正在采取有力和迅速的措施来调节需求，使其与供给更加匹配”，参考美国Markit制造业PMI走势，预计

后期美国 ISM 制造业 PMI 大概率加快下行。我们认为美国 ISM 制造业 PMI 大概率在 4 季度跌破荣枯线。根据我们在本文第六部分复盘的结论，预计美联储大概率在 2023 年 4 月左右降息。

图 3：美国 Markit 制造业 PMI 与 ISM 制造业 PMI 大概率加快下行（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

图 4：当前美国宏观经济处于被动补库存阶段（%；%）



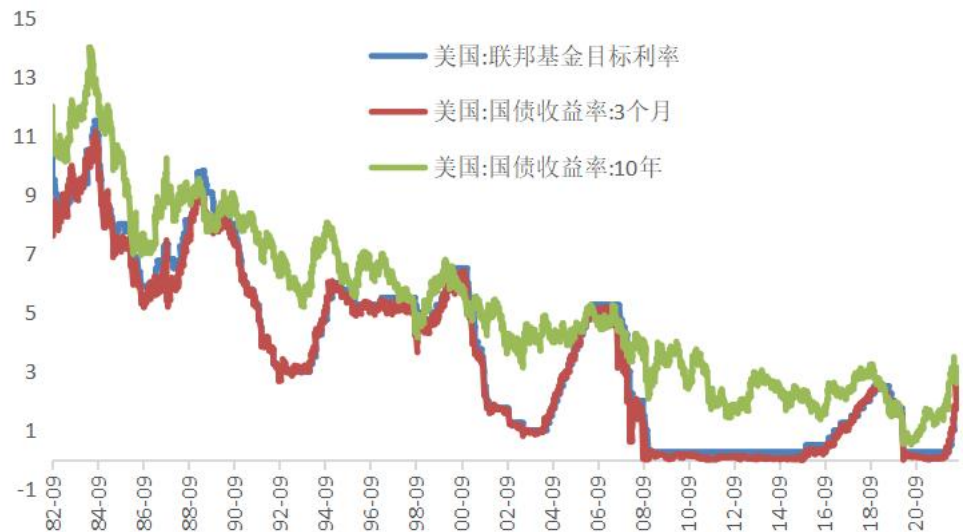
数据来源：WIND 英大证券研究所整理

从美国的库存周期看，6月美国销售总额同比录得 14.48%，较前值下行 0.25 个百分点，而 6 月美国库存总额同比录得 18.48%，较前值上行 0.54 个百分点；6 月“美国销售总额同比-美国库存总额同比”这一复合指标录得-4.0 个百分点，较前值走阔 0.78 个百分点。该复合指标在 2022 年 3 月进入负值区间，目前已经连续 4 个月处于负值区间，表明美国宏观

经济出现承压迹象，叠加考虑 6 月美国库存销售比录得 1.30%，处于历史低位区间，意味当前美国宏观经济处于被动补库存阶段。根据我们此前复盘的结论，预计美联储大概率在 2023 年 5 月左右降息。

从长短端利差看，8 月 29 日 3 个月美债收益率为 2.97%，而 10 年期美债收益率为 3.12%，二者相差 15 个基点。9 月美联储不论是加息 50 个基点，还是加息 75 个基点，大概率导致 3 个月与 10 年期美债收益率倒挂。长短端利差倒挂意味着美国宏观经济进入衰退阶段。根据我们此前复盘的结论，预计美联储在 2023 年 11 月之前降息。

图 5：9 月美联储加息大概率导致 3 个月与 10 年期美债收益率倒挂（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

从美国 CPI 当月同比看，我们认为 2023 年上半年 WTI 原油期货价格同比大概率录得负值，并坚持“2023 年上半年美国 CPI 当月同比大概率位于-2.10%至 5.30%之间，均值为 2.10%左右”的判断。根据我们此前复盘的结论，预计美联储大概率在 2023 年上半年降息。

综上，本轮美联储降息的启动时点大概率位于 2023 年 4 月至 2023 年 11 月之间。考虑到 2 季度美联储大概率处于观望阶段，因此我们认为美联储大概率在 2023 年 3-4 季度降息，其中，3 季度的概率更大一些，最晚不超过 4 季度，否则美国宏观经济将面临较大压力。通过以上分析，我们认为本文第三部分提到的美联储“合意”的加息路径可能无法实现。

#### 八、“类降息”效应利多大类资产，但是美国宏观经济下行继续施压国际油价

在本轮加息周期中，3 月加息 25 个基点，5 月加息 50 个基点，6 月与 7 月均加息 75 个基点。值得指出的是，加息 75 个基点的情况在美联储的加息历史上十分少见，而连续两次加息 75 个基点更是绝无仅有：1982 年 9 月 27 日以来，美联储加息幅度最大的一次是 1984



年3月，加息1.13个基点，其次就是1994年11月、2022年6月与7月，均加息75个基点。

在上文中，我们认为9月美联储大概率再加息75个基点。此后，根据鲍威尔所提出的“在某种程度上，随着货币政策的立场进一步收紧，放缓加息步伐可能会变得合适”的言论，预计10月之后加息幅度逐步放缓。这一点与前两个加息周期不同：在2004年6月30日至2006年6月9日的加息周期中，美联储以25个基点为单位，连续17次累计加息4.25个百分点；在2015年12月17日至2018年12月20日的加息周期中，美联储同样以25个基点为单位，连续10次累计加息2.50个百分点。与前两次周期不同，本轮美联储加息幅度呈现“两头低、中间高”的特征。这就意味着后期加息的幅度是逐步收窄的。一旦出现这一情况，则市场的解读是，本轮美联储加息力度最大的时点已经过去。这是前两轮加息周期所没有的情况。一旦市场这么解读，则各类资产将出现反弹，如7月美联储加息75个基点之后，市场认为美联储将“放缓加息步伐”，于是大宗商品以及权益市场、债券市场均出现反弹。可以预期，9月加息75个基点之后，大宗商品以及权益市场、债券市场大概率再次出现反弹。我们将以上这种现象称为“类降息”效应。

鲍威尔指出，“委员会成员对6月SEP的最新个人预测显示，到2023年底，联邦基金利率中值略低于4%”。4.0%的联邦基金目标利率，较上一轮周期的高点高出1.50个百分点。在9月加息75个基点之后，尚余总共约75个基点的加息空间。在加息的后半程，虽然加息的步伐放缓，但是要看到，届时美国联邦基金利率是在相对高位运行。即使是25个基点的小幅加息，也会使得实体经济的资金成本进一步抬升，其对实体经济需求的边际抑制力度，并不比加息初期50个基点弱。也就是说，即使后期美联储“放缓加息步伐”，美国宏观经济增速大概率还将继续承压。在此背景下，即使受益于“类加息”效应，国际油价以及以铜为首的大宗商品价格也大概率受累于宏观经济，难以上行且大概率继续承压。相反，国际金价以及我国利率债则同时受益于“类降息”效应以及美国宏观经济增速的下行，预计会有较好的表现，上行概率大于下行概率。

---

### 风险提示及免责条款

股市有风险，投资需谨慎。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见、观点或结论是否符合其特定状况。据此投资，责任自负。

本报告中所依据的信息、资料及数据均来源于公开可获得渠道，英大证券研究所力求其准确可靠，但对其准确性及完整性不做任何保证。客户应保持谨慎的态度在核实后使用，并独立作出投资决策。

本报告为英大证券有限责任公司所有。未经本公司授权或同意，任何机构、个人不得以任何形式将本报告全部或部分刊载、转载、转发，或向其他人分发。如因此产生问题，由转发者承担相应责任。本公司保留相关责任追究的权利。

请客户注意甄别、慎重使用媒体上刊载的本公司的证券研究报告，在充分咨询本公司有关证券分析师、投资顾问或其他服务人员意见后，正确使用公司的研究报告。

根据中国证监会下发的《关于核准英大证券有限责任公司资产管理和证券投资咨询业务资格的批复》（证监许可[2009]1189号），英大证券有限责任公司具有证券投资咨询业务资格。

---