

宏观点评 20220921

美联储年内加息超 4%，市场充分定价了吗？

2022 年 09 月 21 日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

研究助理 邵翔

执业证书：S0600120120023

shaox@dwzq.com.cn

研究助理 段萌

执业证书：S0600121030024

duanm@dwzq.com.cn

相关研究

《8 月经济数据不差，为何人民币仍破 7？》

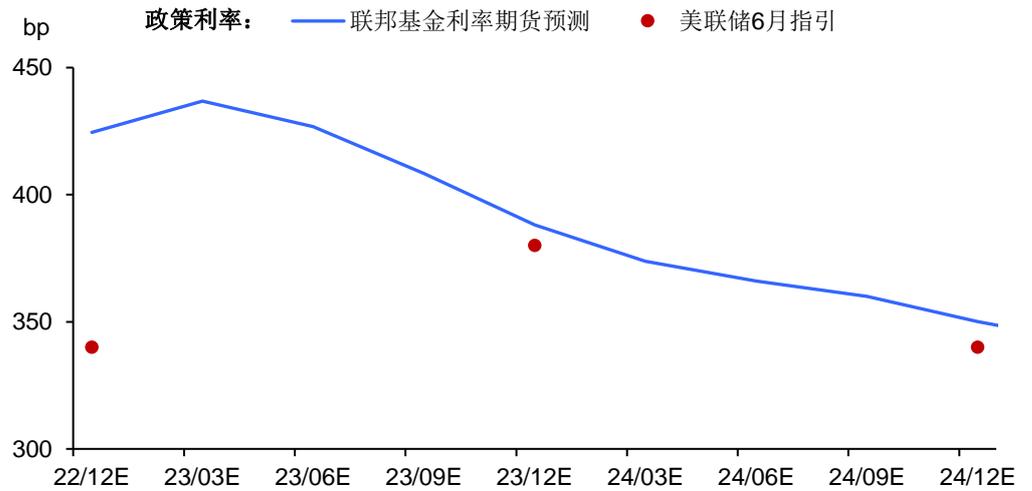
2022-09-16

《美国 8 月通胀：两种事实，一个真相》

2022-09-13

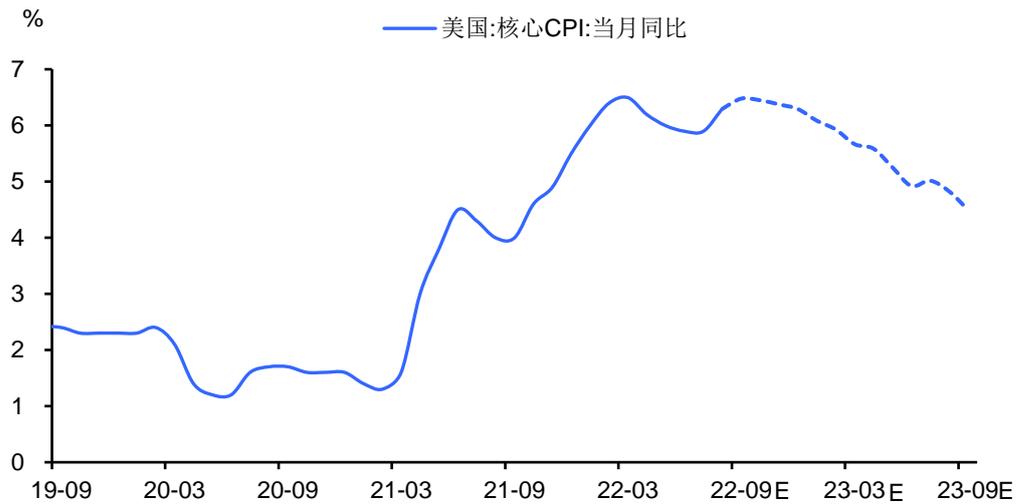
- 美联储大概率在 9 月议息会议上兑现年内第三次 75bp 的加息，也将逐步验证我们此前对于年内加息超过 4% 的判断。本次会议有两个要点：
- 一是从通胀的走势来看，市场定价是否合理？美国通胀可能在中长期都难以回归到目标水平，在 6 月会议后，通胀的持续高企使得市场对加息路径进行了重新定价。我们认为 9 月的市场定价与核心 CPI 在 2023 年末回归至 4 相一致：联邦基金利率期货定价 9 月加息 75bp 后，11 月和 12 月各加息 50bp，最后在 2023 年 3 月加息 25bp 后停止加息，并在后续开始降息（图 1）。
- 但鉴于通胀再超预期的可能性较大，政策利率的上行风险大于下行风险（图 2）。我们密切关注 9 月会议召开之后市场定价的变化，若市场对美联储的态度理解为鹰派而进一步对加息进行定价，也将意味着市场对于通胀观点的变化，即不再相信 2023 年末核心通胀将回归至 4。
- 二是 9 月议息会议指引较 6 月的变化。为了体现其对抗通胀的坚定决心，美联储料将进一步上调其 2023 年利率终值的预测（或升至 4.25%）。
- 而美联储主席鲍威尔可能在记者招待会上强调，即使增长将进一步放缓，政策利率仍有可能在 2023 年进一步上升并保持高位。通过上调点阵图和新闻发布会沟通结合的方式，来显示其稳定价格的决心，而不是将加息步伐进一步加速至 100bp。鉴于 9 月市场定价美联储将在 2023 年开始降息，美联储进一步上修其对于利率的预测意味着明年政策转向的可能性进一步下降。
- 因此，2023 年利率路径的预期差可能是市场最重要的潜在风险之一。市场依旧对于 2023 年经济衰退下的大幅降息抱有较大幻想，而考虑到美国通胀的顽固性以及疫情以来美联储货币政策转变的滞后性（例如，2021 年对于通胀暂时论的坚持），我们预计未来市场这一预期的调整将逐步成为市场波动的重要来源。
- 美债：收益率可能尚未见顶。如图 3，参考历史经验，2022 年剩下的时间到明年年初，10 年期美债收益率走势将基本与市场对 2023 年政策利率的预期水平一致，即使不考虑期限溢价的因素，10 年期美债收益当前的水平相较这一“利率锚”依旧偏低。
- 美元：继续保持相对强势。在此前的报告中我们已经多次阐述我们对于美元的观点和逻辑，支持美元继续保持相对强势的理由至少有三个：市场对于美联储政策利率路径的再调整；在未来半年内中国和欧洲经济共同进入经济复苏的可能性不大；海外经济衰退的风险继续上升。
- 美股：进入买股不如持有“现金”的阶段。市场利率上涨除了会进一步施压美股市盈率外，从资产配置的角度，在当前高波动的背景下，持有股票获得的股息相较类现金资产的吸引力越来越低（图 4-图 5），这也意味着股市的拐点尚未来临。
- 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

图1: 市场对美联储加息路径的预测



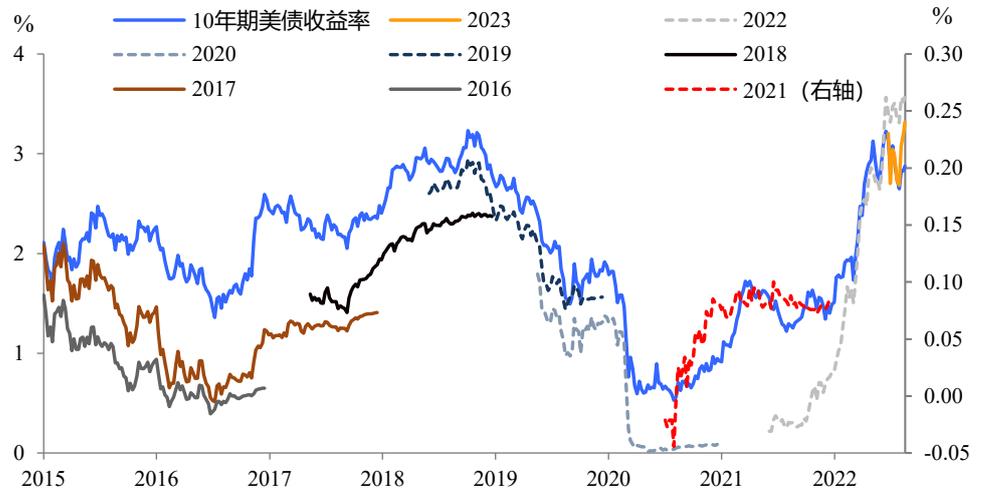
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图2: 我们对美国核心 CPI 的预测



数据来源: Wind, 东吴证券研究所测算

图3: 10年期美债利率和政策利率预期



注: 除美债收益率外, 其他折线代表的是市场对于当年年末政策利率水平的预期。

数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图4: 标普市盈率 and 5年期美债实际收益率



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 标普500股息率当前明显低于短期美债收益率



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

