

2022年09月22日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

更高更远的美联储加息终点

—宏观点评报告

事件

分析师：谭倩 S1050521120005
tanqian@cfsc.com.cn
分析师：朱珠 S1050521110001
zhuzhu@cfsc.com.cn
联系人：杨芹芹 S1050121110002
yangqq@cfsc.com.cn

北京时间9月22日凌晨，美联储公布了9月份的加息决议，将联邦基准利率上调75BP，并下调了对于未来的经济预期，将2022年GDP预测下调至0.2%；上调通胀和加息预期，分别提升至5.4%和4.4%。

最近一年大盘表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《内外需动能的切换》2022-09-16
- 2、《核心CPI超预期的背后是通胀螺旋》2022-09-15
- 3、《社融修复，资产仍荒》2022-09-10

投资要点

11月仍有可能加息75BP

9月美联储加息75BP，后续仍有125BP加息的空间，11月加息75BP的可能性提升，在政治敏感时间点，需要警惕后续的次生风险。

衰退可能不是美联储加息的终点

美联储下调对于经济的预期，上调失业预期，显示出对于经济软着陆信心的下降，但同时也显示出对于通胀的强硬态度。即使2023年会进入到衰退仍会继续进行加息，衰退不是加息的终点。

美元走强，美债震荡，美股走弱

鲍威尔再次迎来了沃尔克冲击，美元预计会持续走强，美股的吸引力在衰退和加息的影响下减弱，美债仍有一定的上行空间，但是在多空博弈下会呈现震荡行情。

风险提示

俄乌冲突再次升级，衰退加速兑现，通胀超预期回落

正文目录

事件:	3
评论:	3
1、11月份加息75BP,警惕次生风险.....	3
2、衰退是2023年的主题.....	4
3、衰退可能不是美联储加息的终点.....	4
4、沃尔克冲击再现,美元仍会上行.....	5
5、美债震荡上行,美股吸引降低.....	5
6、风险提示.....	6

图表目录

图表 1: CME 对于 11 月份加息概率略有提升.....	3
图表 2: 美联储下调对于经济的预测,上调失业预测.....	4
图表 3: 2023 年加息可能仍存.....	5

事件：

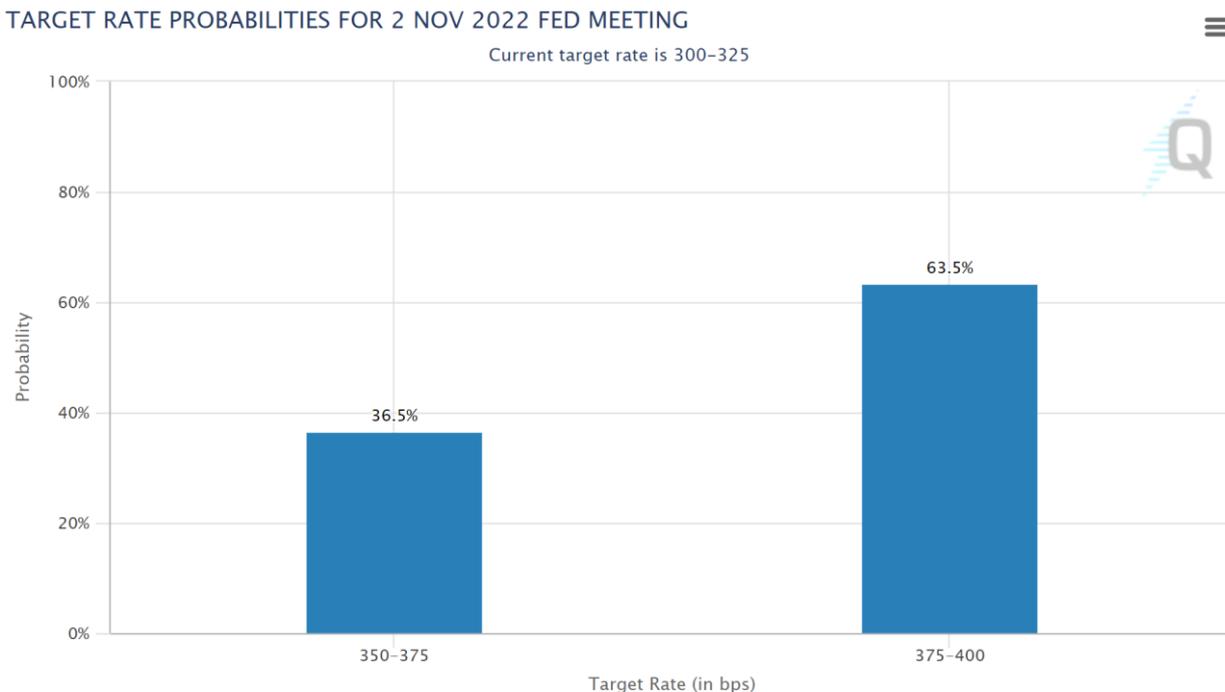
北京时间9月22日凌晨，美联储公布了9月份的加息决议，将联邦基准利率上调75BP，并下调了对于未来的经济预期，将2022年GDP预测下调至0.2%；上调通胀和加息预期，分别提升至5.4%和4.4%。

评论：

1、11月份加息75BP，警惕次生风险

从短期加息路径来看，鹰派的加息仍未停止。鲍威尔在9月份的发布会上表示2022年仍会加息100-125个基点，并将2022年的加息顶点上调至4.4%，这意味着后续仍有加息75BP的可能：CME显示11月份的加息75BP的概率已经提升至了63.5%。如何理解11月加息75BP的影响？我们认为11月作为一个政治敏感的时间节点，鲍威尔进行大幅加息显示出了他对于抗通胀的强硬态度，开始了鲍威尔的“沃尔克时刻”。其实在8月份的杰克逊霍尔会议中，鲍威尔曾引用保罗沃尔克自传来表明自己的态度。而沃尔克时刻不仅仅需要来强硬的加息，也需要央行政策的独立来推动加息的落地：沃尔克时刻也间接推动了卡特的下台。因此我们认为11月75BP的加息可能是美联储独立于白宫的开始。那中期选举时在国内仍在强加息的作用下，拜登政府极有可能会将火力转到国外，再次拿俄乌和中国做文章，仍需警惕后续政治黑天鹅事件对于经济和行业的影响。

图表1：CME对于11月份加息概率略有提升



资料来源：CME，华鑫证券研究

2、衰退是 2023 年的主题

经济前景来看，美联储下调了对于 2022 年美国 GDP 的预期，从 6 月份的 1.7%降低到了 0.2%。对于失业率的预期也有所提升，2022 年失业率较 6 月份预期提升 0.1%来到 3.8%，2023 年失业率则是大幅上行至了 4.4%并且一直维持到 2025 年才会降低。从 GDP 来看，悲观情绪更多是在今年释放，美国经济在 2022 年一二季度的同比增速分别是 3.53%和 1.71%。按照 0.2% 的预测来计算的话，下半年美国 GDP 的平均增速会出现比较明显的负增长。因此从美联储对于经济的预期来看，四季度进入到经济衰退的可能性在提升。从美联储对于失业数据的预测则能看出其对于衰退时间的判断，2023 和 2024 年失业率都维持在 4.4%的水平说明加息衰退的影响可能会在 2023 年呈现逐步加深的趋势，在 2024 年出现好转并在 2025 年出现失业率的下行，来到预测值 4.3%的位置。

图表 2：美联储下调对于经济的预测，上调失业预测

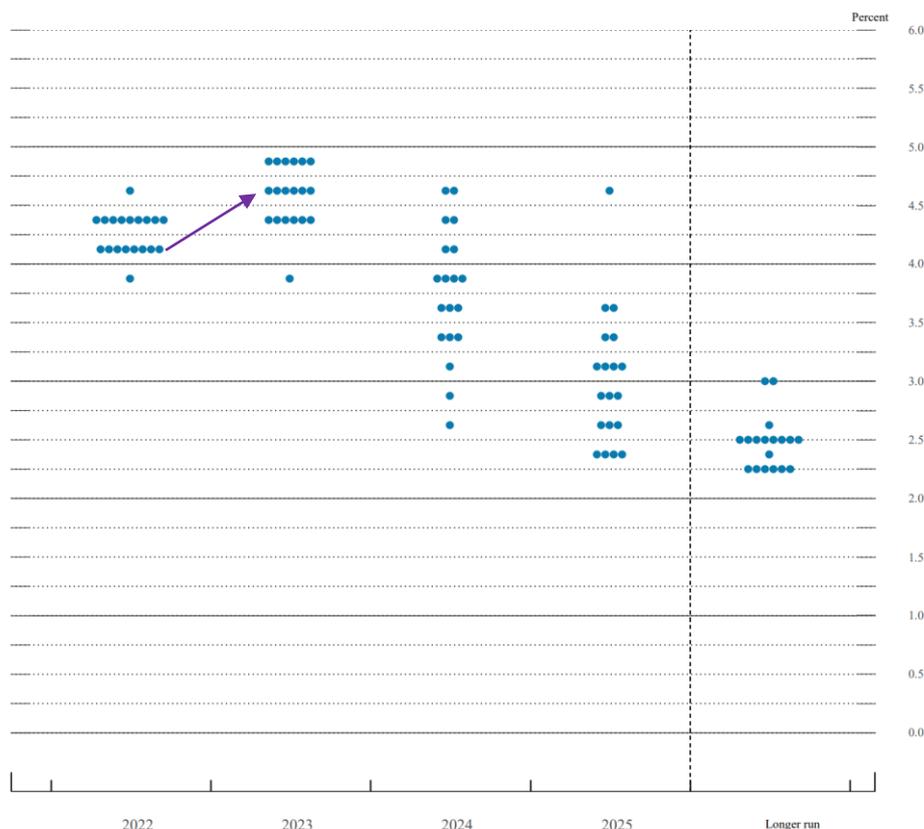
	2022	2023	2024
GDP九月预测	0.2	1.2	1.7
六月预测	1.7	1.7	1.9
失业率九月预测	3.8	4.4	4.4
六月预测	3.7	3.9	4.1
PCE九月预测	5.4	2.8	2.3
六月预测	5.2	2.6	2.2
核心PCE	4.5	3.1	2.3
六月预测	4.3	2.7	2.3
联邦基金利率9月预测	4.4	4.6	3.9
六月预测	3.4	3.8	3.4

资料来源：FED，华鑫证券研究

3、衰退可能不是美联储加息的终点

从长期的加息路径来看，点阵图显示 2023 年 FOMC 委员对于加息的态度比较一致，基本都集中在 4.5%-4.75%左右的范围。这种加息预期的集中一方面再次给市场确定了美联储不会快速进行转向的事实，另一方面则也提示了 2023 年仍有一定的加息空间，按照 2022 年目前 4.5%的加息顶点来看，2023 年至少还有一次 25BP 的加息，进入衰退并不会阻止美联储停止加息。对于后续两年的加息预测则是出现了一定的分化，但总体也能看出对于加息中枢的下移，2024 年利率中枢下移至 4%左右的范围，而 2025 年则下降至 3%左右。

图表 3：2023 年加息可能仍存



资料来源：FED，华鑫证券研究

4、沃尔克冲击再现，美元仍会上行

鲍威尔的沃尔克时刻也将伴随着沃尔克冲击的到来，回顾上世纪 80 年代，沃尔克强硬抗通胀带来的冲击主要体现在两个方面。第一方面是经济的衰退，沃尔克的加息分别导致了 1980 年和 1981 年的两次经济衰退，其中 1981 年经济衰退持续了 16 个月，失业率高达 10.8%，是一次比较严重的经济衰退。第二方面是美元的大幅升值。美元指数在加息的作用下从 1980 年的 35 上升到了 1985 年的 69，近乎翻倍，使得新兴市场国家出现了债务危机。当前我们已经看到了美元的被动升值，后续预计在加息预期持续以及海外衰退兑现的影响下，美元指数仍有一定的上行空间。

5、美债震荡上行，美股吸引降低

美股在美联储会议之后出现了一定反复后收跌，主要是这次加息符合预期加上资产前期已经调整到位的作用。但往后来看，伴随着加息的持续和衰退的兑现，美股的吸引力降低，

避险资产如黄金美元等性价比提升。加息顶点的上调造成的另一个影响是再次提升了美债的顶点。从过去的历史经验来看，十年期美债的走势往往和联邦基金利率相关，目前在加息顶点再次提高的影响下，后续来看美债仍有一定的上行空间，但是在衰退逼近的影响下，多空博弈会凸显震荡行情。

6、风险提示

俄乌冲突再次升级，衰退加速兑现，通胀超预期回落

■ 宏观策略组介绍

谭倩：11年研究经验，研究所所长、首席分析师。

杨芹芹：经济学硕士，7年宏观策略研究经验。曾任如是金融研究院研究总监、民生证券研究员，兼任CCTV新闻和财经频道、中央国际广播电台等特约评论，多次受邀为财政部等政府机构和金融机构提供研究咨询，参与多项重大委托课题研究。2021年11月加盟华鑫证券研究所，研究内容涵盖海内外经济形势研判、政策解读与大类资产配置(宏观)、产业政策与行业配置(中观)、全球资金流动追踪与市场风格判断(微观)，全方位挖掘市场机会。

朱珠：会计学士、商科硕士，拥有实业经验，wind第八届金牌分析师，2021年11月加盟华鑫证券研究所。

李刘魁：金融学硕士，2021年11月加盟华鑫研究所。

周灏：金融学硕士，2022年7月加盟华鑫研究所，两年券商研究经验，从事中观比较与主题投资研究。

张帆：金融学硕士，2022年7月加盟华鑫研究所。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数

的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。