

联储连续大幅加息，是否制约国内债市？

证券研究报告

2022年09月22日

海外宏观专题（2022-09-22）

作者

孙彬彬 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516090003
sunbinbin@tfzq.com廖翊杰 联系人
liaoyijie@tfzq.com

近期报告

- 1 《固定收益：还是没有方向？-天风总量联席解读（2022-09-21）》 2022-09-21
- 2 《固定收益：住宅政策性金融机构离我们有多远？-宏观专题》 2022-09-21
- 3 《固定收益：广义基金大幅增持利率债-2022年8月中债登和上清所托管数据点评》 2022-09-19

今年下半年以来美国经济表现超预期韧性，同时通胀未如期回落，推动了联储年内第三次单次加息 75BP。

鉴于联储会前已经充分传递鹰派立场，此次决议未明显超出市场预期。但通过此次决议，市场已经充分接收到联储不惜放缓经济增速，也要坚决对抗通胀的紧缩立场。

展望后续，考虑到联储已经加息至明显高于中性利率的限制性利率水平，我们预计，加息后美国国内需求将逐步回落，但经济仍有一定韧性，快速转弱可能性不大。年内通胀仍将维持较高水平，要到明年三季度末至四季度初，CPI 与核心 CPI 同比才有望回落至 2%。

根据联储加息点阵图和对美国宏观经济展望与通胀预期，我们预计，年内联储在 11 月与 12 月分别还有一次 75BP 和 50BP 加息，并且在明年一季度还有一次 25BP 加息。如果明年联储降息，时间点或是三季度中旬以后。

我们预计，十年美债继续上行空间有限，年内区间定价仍是 3-3.5%。

美元方面，美国经济仍有韧性，欧洲深陷能源危机，我们预计，年内美元仍将延续强势，可能升至 115。联储加息接近尾声，美元强势可能切换。

展望后续，由政策利率周期错位引发的更大幅度货币市场中美利差倒挂可能较长时间延续，这是市场参与者从未见过的局面。这是否会导致人民币持续贬值，进而制约央行货币政策？

结合历史回顾，再借鉴日本市场，我们发现，本外币利差持续大幅倒挂并不必然导致汇率持续贬值，汇率基本稳定的前提还是国内经济基本面企稳，以及政策提振市场信心。逻辑上，经济稳、利率稳才能汇率稳。所以问题不在于利差，而在于我们自身。

当前国内经济面对多重压力，货币政策以我为主的基调明确。较长时期来看，货币政策以我为主、兼顾内外均衡的方向不会动摇，但自汇改以来，中美关键利率（中国按照短端 DR007，美国按照联邦基金基准利率），还没有倒挂这么严重，对于未来可能会维持较长时期的中美利差倒挂，而且幅度还会进一步扩大，从这个角度考虑，当年易纲行长口中的中美利差舒服区间已经不存在，那么货币政策是否就不舒服了？是否就从不舒服走向被动？是否意味着我们的政策空间受限和市场利率受限？结果上，并不必然，还是建议市场合理评估我们的独立性问题，当然行为上或有影响，比如未来宽松政策的幅度和节奏，比如资金利率的下限位置，所以我们认为下次降息如有可能也要 12 月以后，降准也要进一步观察国内外情况，隔夜资金利率局部收敛，预计在 1.2-1.5%。

长端的影响建议关注美元，美元继续走强，则十年国债目前可能就维持在 2.6-2.65%的水平上横向移动。

风险提示：全球经济放缓超预期、全球货币政策调整超预期、全球贸易增速放缓超预期、国内疫情发展超预期、美元与人民币汇率调整超预期。

内容目录

| | |
|----------------------------------|----|
| 1. 如何看待联储年内第三次加息 75BP? | 4 |
| 2. 美国经济韧性和高通胀还将持续多久? | 6 |
| 3. 如何看待后续联储加息节奏与美债美元? | 9 |
| 4. 中美利差大幅持续倒挂意味着什么? | 10 |
| 4.1. 中美利差持续大幅倒挂是否导致汇率大幅贬值? | 10 |
| 4.2. 货币政策是否将受到制约? | 12 |
| 5. 小结 | 14 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图 1: 联储政策利率区间与联邦基金利率 (%) | 4 |
| 图 2: 会前市场预期 9 月联储加息区间与概率 (%) | 4 |
| 图 3: 6 月加息点阵图 (%) | 4 |
| 图 4: 9 月加息点阵图 | 4 |
| 图 5: 会前市场加息一致预期 (%) | 5 |
| 图 6: 9 月联储季度经济预测 | 5 |
| 图 7: 美国 CPI 环比 (%) | 6 |
| 图 8: 美国零售和食品服务销售额比重 (%) | 6 |
| 图 9: 原油价格与加油站比重 (美元/桶、%) | 6 |
| 图 10: 美国零售和食品服务销售额分项环比 (%) | 6 |
| 图 11: 美国 CPI 同比与环比 (%) | 7 |
| 图 12: 密歇根大学 1 年通胀预期与消费者预期指数 (%) | 7 |
| 图 13: 美国 PMI (%) | 7 |
| 图 14: 美国产能利用率与工业生产指数 (%) | 7 |
| 图 15: 失业率与劳动力参与率 (%) | 7 |
| 图 16: 美国新增非农就业数 (千人) | 7 |
| 图 17: 美国登记失业人数与职位空缺数 (千人) | 8 |
| 图 18: 美国工资增速 (%) | 8 |
| 图 19: 美国消费信贷折年率 (%) | 8 |
| 图 20: 市场预期 9 月联储加息区间与概率 (%) | 8 |
| 图 21: 美国 CPI 预期 (%) | 9 |
| 图 22: 美国核心 CPI 预期 (%) | 9 |
| 图 23: 十年 TIPS 与全部工业部门产能利用率-月 (%) | 9 |
| 图 24: 隐含通胀与布伦特原油 (美元/桶, %) | 9 |
| 图 25: 10-2 年美债期限利差 (%) | 10 |
| 图 26: 美元兑欧元与美元指数 | 10 |
| 图 27: 货币市场中美利差与人民币汇率 (%) | 10 |
| 图 28: 十年国债中美利差与人民币汇率 (%) | 10 |
| 图 29: 货币市场日美利差与日元汇率 (%) | 11 |

| | |
|------------------------------|----|
| 图 30 十年国债日美利差与日元汇率 (%) | 11 |
| 图 31: 美元指数与美元兑日元 | 11 |
| 图 32: 美元指数与美元兑人民币 | 11 |
| 图 33: 中美利差与准备金率 (%) | 12 |
| 图 34: 中美利差与政策利率 (%) | 12 |
| 图 35: 美元兑人民币与 M2-外储同比 | 13 |
| 图 36: 美元指数与十年国债 (%) | 13 |

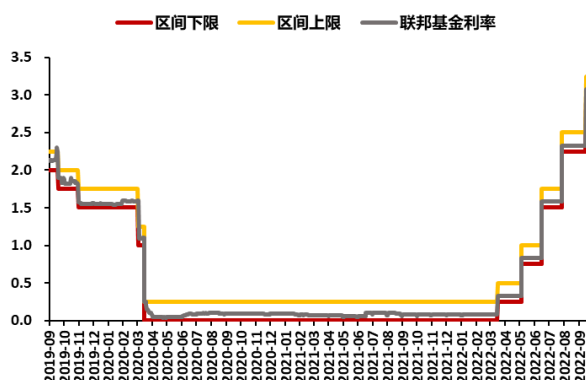
9月22日，联储决议年内第三次加息75BP，将政策利率区间提升至3.0-3.25%。如何看待联储立场？对美国经济影响怎样？对国内债市意味着什么？

1. 如何看待联储年内第三次加息75BP？

第一，联储工作重心仍是对抗通胀。联储声明表示¹，近期支出和生产略有增长，通胀仍然居高不下，鲍威尔坚定承诺将美国通胀压低至2%²。本次加息75BP后，联储政策利率区间已经明显高于中性利率水平，处在对美国经济具有有效限制性的政策利率水平。

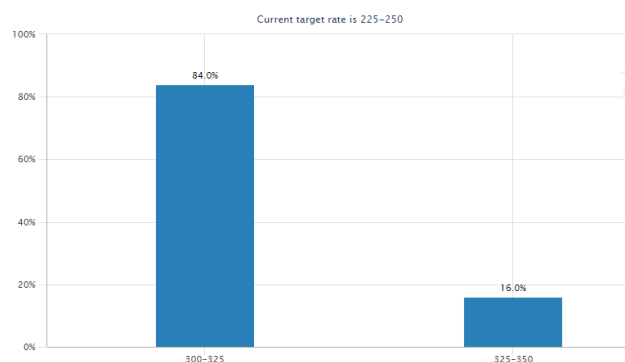
第二，加息幅度未超市场预期。杰克逊霍尔会议后，市场就已经逐步为再一次大幅加息做好准备。议息会议前，市场预期联储加息75BP概率为84%，加息100BP概率为16%。

图1：联储政策利率区间与联邦基金利率（%）



资料来源：WIND、天风证券研究所

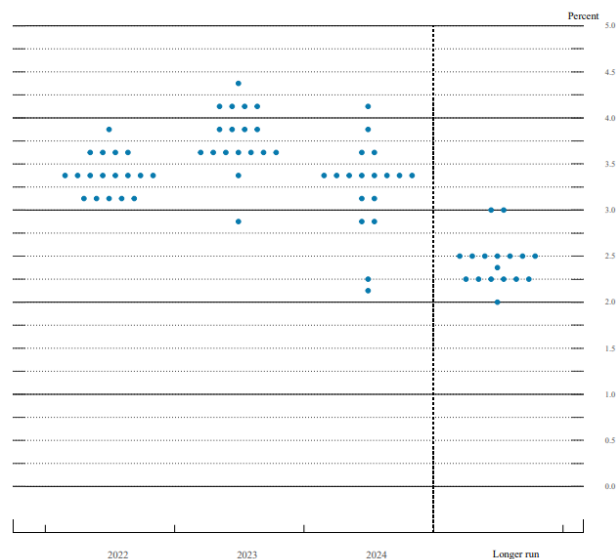
图2：会前市场预期9月联储加息区间与概率（%）³



资料来源：FEDWATCH、天风证券研究所

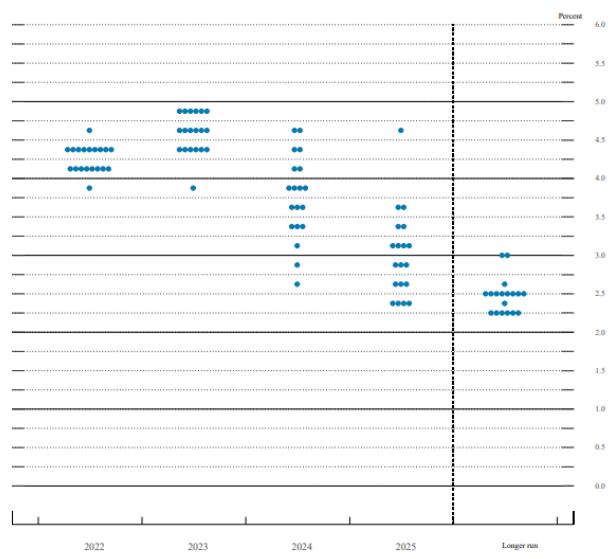
第三，加息点阵图上调加息终末利率水平，略高于市场预期⁴。6月加息点阵图指示年末政策利率中枢区间为3.25-3.5%，会前市场预期为4.25-4.5%，9月加息点阵图同样指示4.25-4.5%。6月加息点阵图指示2023年加息终末政策利率区间为3.75-4%，会前市场预期为4.25-4.5%，9月加息点阵图指示为4.5-4.75%。这意味着，年内联储在11月与12月或分别还有一次75BP和50BP加息，并且在明年一季度可能还有一次25BP加息。

图3：6月加息点阵图（%）



资料来源：FED、天风证券研究所

图4：9月加息点阵图



资料来源：FED、天风证券研究所

¹ <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20220921a.htm>

² <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomcpresconf20220921.htm>

³ <https://www.cmegroup.com/trading/interest-rates/countdown-to-fomc.html>

⁴ <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/fomcprojtab120220921.pdf>

图 5：会前市场加息一致预期（%）

| MEETING DATE | 300-325 | 325-350 | 350-375 | 375-400 | 400-425 | 425-450 | 450-475 | 475-500 | 500-525 |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 2022/9/21 | 98.0% | 2.0% | 0.0% | | | | | | |
| 2022/11/2 | 0.0% | 0.0% | 33.6% | 65.1% | 1.3% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | |
| 2022/12/14 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 33.5% | 65.0% | 1.5% | 0.0% | 0.0% |
| 2023/2/1 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 11.2% | 44.0% | 43.8% | 1.0% | 0.0% |
| 2023/3/15 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 5.0% | 25.8% | 43.9% | 24.7% | 0.6% |
| 2023/5/3 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.1% | 5.5% | 26.3% | 43.4% | 24.1% | 0.5% |
| 2023/6/14 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.6% | 7.2% | 27.6% | 41.9% | 22.2% | 0.5% |
| 2023/7/26 | 0.0% | 0.0% | 0.1% | 2.1% | 12.0% | 31.0% | 37.3% | 17.1% | 0.4% |
| 2023/9/20 | 0.0% | 0.0% | 0.8% | 5.6% | 18.6% | 33.2% | 30.2% | 11.3% | 0.2% |
| 2023/11/1 | 0.0% | 0.3% | 2.5% | 10.1% | 23.6% | 32.2% | 23.7% | 7.5% | 0.2% |
| 2023/12/13 | 0.2% | 1.4% | 6.4% | 17.1% | 28.0% | 27.8% | 15.3% | 3.7% | 0.1% |

资料来源：FEDWATCH、天风证券研究所

第四，联储下调经济预测，上调失业率预测与通胀预测。相较于 6 月预测，9 月联储大幅下调 2022 年经济增速 1.5 个百分点至 0.2%，且相应下调了 2023-2024 年经济增速。同时对应上调了 2022-2024 年失业率预测，预计 2022 年失业率 3.8%，低于 4.0% 的自然失业率水平，2023-2024 年失业率 4.4%，高于 4.0% 的自然失业率。联储还分别小幅继续上调了对 PCE 与核心 PCE 的预测，预计 PCE 要到 2025 年才能实现 2% 通胀目标。

最新经济预测表明，联储判断通胀风险仍未解除，高通胀与应对通胀所需操作，或难免降低经济与就业市场景气度。

图 6：9 月联储季度经济预测

| Variable | Median ¹ | | | | | Central Tendency ² | | | | | Range ³ | | | | |
|---|---------------------|------|------|------|------------|-------------------------------|---------|---------|---------|------------|--------------------|----------|---------|---------|------------|
| | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | Longer run | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | Longer run | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | Longer run |
| Change in real GDP | 0.2 | 1.2 | 1.7 | 1.8 | 1.8 | 0.1-0.3 | 0.5-1.5 | 1.4-2.0 | 1.6-2.0 | 1.7-2.0 | 0.0-0.5 | -0.3-1.9 | 1.0-2.6 | 1.4-2.4 | 1.6-2.2 |
| June projection | 1.7 | 1.7 | 1.9 | | 1.8 | 1.5-1.9 | 1.3-2.0 | 1.5-2.0 | | 1.8-2.0 | 1.0-2.0 | 0.8-2.5 | 1.0-2.2 | | 1.6-2.2 |
| Unemployment rate | 3.8 | 4.4 | 4.4 | 4.3 | 4.0 | 3.8-3.9 | 4.1-4.5 | 4.0-4.6 | 4.0-4.5 | 3.8-4.3 | 3.7-4.0 | 3.7-5.0 | 3.7-4.7 | 3.7-4.6 | 3.5-4.5 |
| June projection | 3.7 | 3.9 | 4.1 | | 4.0 | 3.6-3.8 | 3.8-4.1 | 3.9-4.1 | | 3.5-4.2 | 3.2-4.0 | 3.2-4.5 | 3.2-4.3 | | 3.5-4.3 |
| PCE inflation | 5.4 | 2.8 | 2.3 | 2.0 | 2.0 | 5.3-5.7 | 2.6-3.5 | 2.1-2.6 | 2.0-2.2 | 2.0 | 5.0-6.2 | 2.4-4.1 | 2.0-3.0 | 2.0-2.5 | 2.0 |
| June projection | 5.2 | 2.6 | 2.2 | | 2.0 | 5.0-5.3 | 2.4-3.0 | 2.0-2.5 | | 2.0 | 4.8-6.2 | 2.3-4.0 | 2.0-3.0 | | 2.0 |
| Core PCE inflation ⁴ | 4.5 | 3.1 | 2.3 | 2.1 | | 4.4-4.6 | 3.0-3.4 | 2.2-2.5 | 2.0-2.2 | | 4.3-4.8 | 2.8-3.5 | 2.0-2.8 | 2.0-2.5 | |
| June projection | 4.3 | 2.7 | 2.3 | | | 4.2-4.5 | 2.5-3.2 | 2.1-2.5 | | | 4.1-5.0 | 2.5-3.5 | 2.0-2.8 | | |
| Memo: Projected appropriate policy path | | | | | | | | | | | | | | | |
| Federal funds rate | 4.4 | 4.6 | 3.9 | 2.9 | 2.5 | 4.1-4.4 | 4.4-4.9 | 3.4-4.4 | 2.4-3.4 | 2.3-2.5 | 3.9-4.6 | 3.9-4.9 | 2.6-4.6 | 2.4-4.6 | 2.3-3.0 |
| June projection | 3.4 | 3.8 | 3.4 | | 2.5 | 3.1-3.6 | 3.6-4.1 | 2.9-3.6 | | 2.3-2.5 | 3.1-3.9 | 2.9-4.4 | 2.1-4.1 | | 2.0-3.0 |

资料来源：FED、天风证券研究所

第五，根据缩表原则指引，联储如期将缩表规模翻倍。根据 2022 年 1 月联储发布的《缩小美联储资产负债表规模的原则》⁵，9 月 1 日起，系统公开市场账户持有的国债将每月减少 600 亿美元，持有的 MBS 将每月减少 350 亿美元，规模均为此前两倍。按照原则指引，以及鲍威尔不考虑迅速出售 MBS 的表述⁶，预计后续联储仍将按此节奏缩表。

整体而言，联储会前已经充分传递鹰派立场，决议未明显超出市场预期。观察会后市场反映，本次会议后，市场更清晰接收了联储坚定紧缩立场。今年以来，每次联储加息后美股均有反弹，反映了市场对联储立场仍有反转预测。本次会前美股同样上涨，但会后美股首次转跌，反映了市场不再交易联储反转预期。受联储紧缩节奏加快影响，两年美债上行。市场预期联储对抗通胀行为将使美国经济承压，十年美债下行。

⁵ <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20220126c.htm>⁶ <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomcpresconf20220921.htm>

2. 美国经济韧性和高通胀还将持续多久？

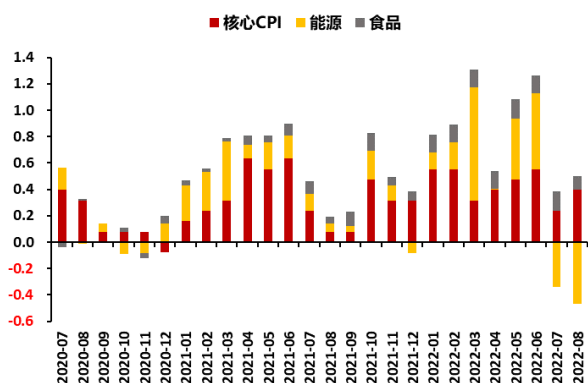
联储不再发布前瞻性指引，后续实际加息路径取决于经济数据。如何看待后续美国经济与通胀，是动态评估联储行为的基础。推动联储年内第三次加息决议的，正是下半年以来美国经济表现超预期的韧性，以及通胀未能如期回落。原因何在？

我们认为，原因主要有两方面：一方面，能源价格回落释放消费需求，改善市场预期。

今年以来，市场对美国经济转弱的担忧主要集中在两方面，一是能源价格推升通胀，挤出居民消费，二是联储紧缩压制需求。9月联储加息以前，政策利率未高于中性利率，主要是前者在冲击美国经济。

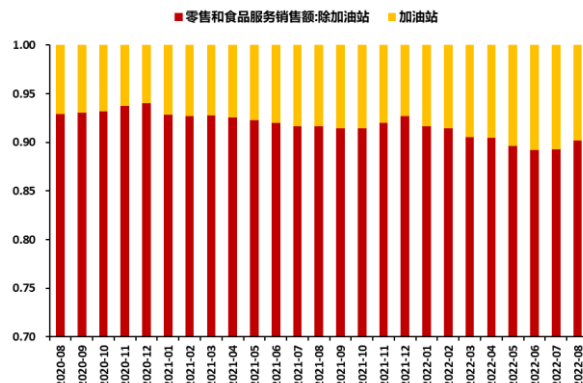
数据显示，今年以来能源是推升CPI环比的关键分项，加油站分项占美国零售与食品服务销售额的比重从1月的8.35%最高升至6月的10.79%。而且能源价格上涨不仅挤出了其他消费，还导致了汽车及零部件销售的下滑。

图7：美国CPI环比(%)



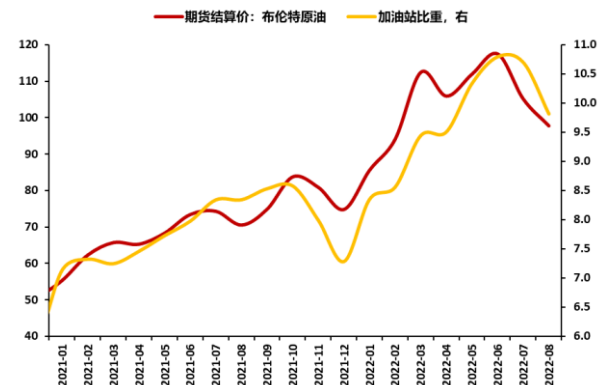
资料来源：WIND、天风证券研究所

图8：美国零售和食品服务销售额比重



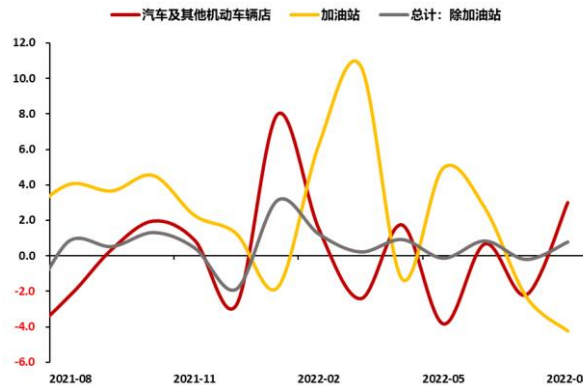
资料来源：WIND、天风证券研究所

图9：原油价格与加油站比重(美元/桶、%)



资料来源：WIND、天风证券研究所

图10：美国零售和食品服务销售额分项环比(%)

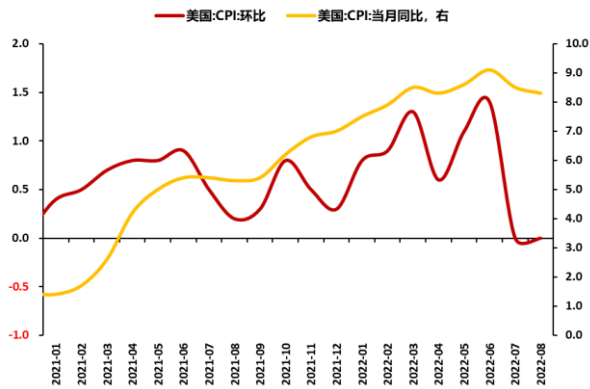


资料来源：WIND、天风证券研究所

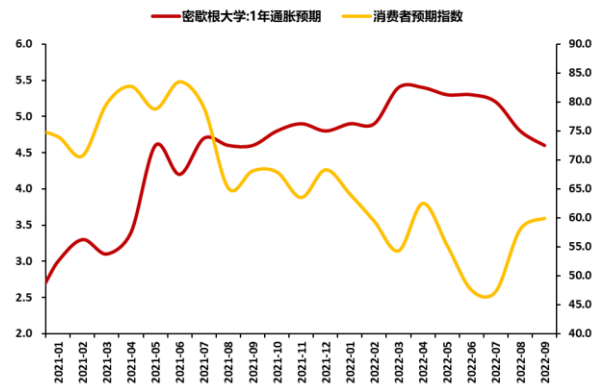
7月能源价格见顶回落，能源消费对居民消费的挤出减少，居民消费边际改善，特别是汽车及相关消费明显改善。同时居民通胀预期回落，对经济信心提升。居民消费改善重新推升非制造业景气度，制造业景气度回落也随之放缓，工业生产维持在较高水平。

美国CPI同比6月见顶9.1%，7月较快回落至8.5%，8月继续回落至8.3%。受此影响，居民通胀预期持续改善，密歇根大学1年通胀预期6月为5.3%，9月已经回落至4.6%。对未来经济信心同步提升，密歇根大学消费者预期指数6月为53.8%，9月已经提升至58.9%。

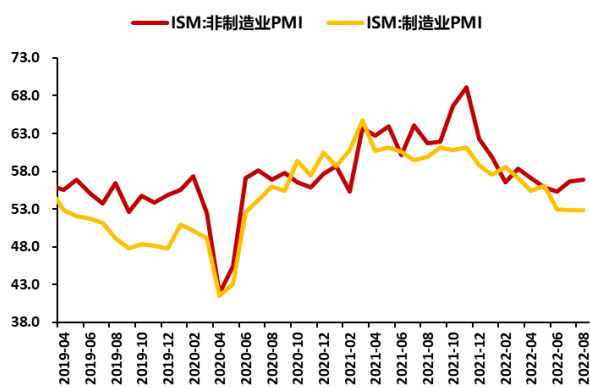
但我们预计，能源价格回落对经济重新推动也接近尾声。数据显示，9月密歇根大学消费者信心指数较8月只有小幅提升，8月全部工业产能利用率较7月也有所回落，美国经济持续扩张有放缓势头。

图 11: 美国 CPI 同比与环比 (%)


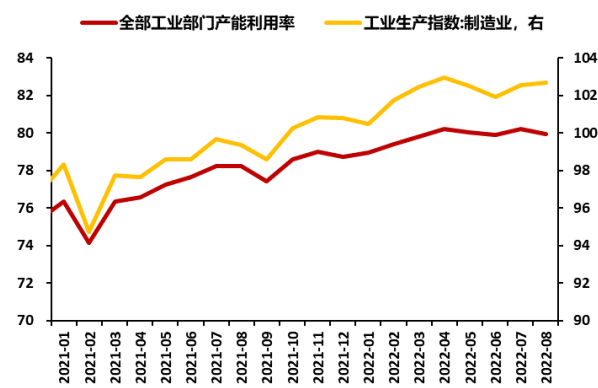
资料来源: WIND、天风证券研究所

图 12: 密歇根大学 1 年通胀预期与消费者预期指数 (%)


资料来源: WIND、天风证券研究所

图 13: 美国 PMI (%)


资料来源: WIND、天风证券研究所

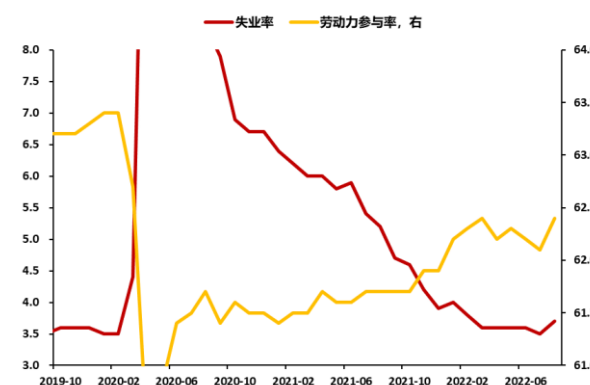
图 14: 美国产能利用率与工业生产指数 (%)


资料来源: WIND、天风证券研究所

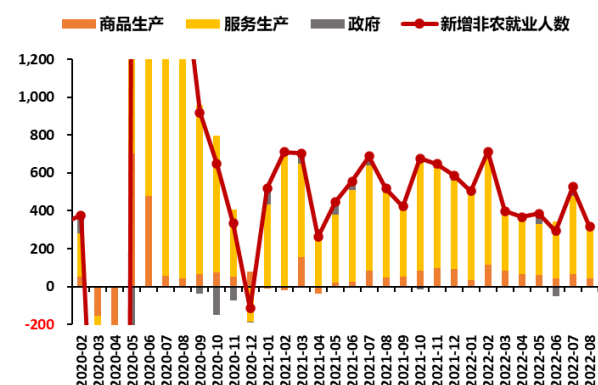
另一方面, 劳动力市场保持强劲, 居民薪酬增速维持较快增长, 消费信贷扩张仍有较高增速, 持续较好支撑美国内需。

另外, 市场一度预期联储可能放松紧缩力度, 也是市场预期改善的可能原因之一。

整体来看, 美国内需仍维持在较高水平, 能源价格回落释放了消费需求, 推动了除能源消费外的各方面居民消费, 使得能源价格回落, 美国经济依然维持较强韧性, 核心通胀超预期走高, 导致整体通胀未能如期回落。

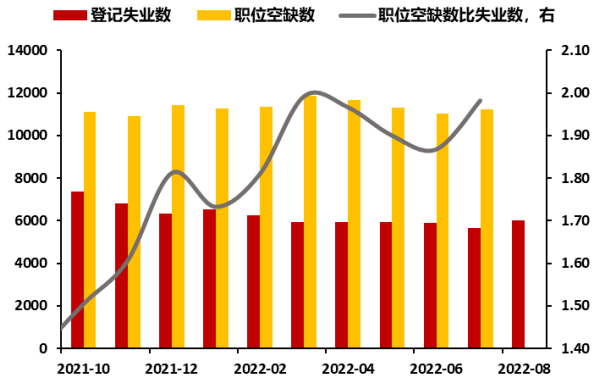
图 15: 失业率与劳动力参与率 (%)


资料来源: WIND、天风证券研究所

图 16: 美国新增非农就业数 (千人)


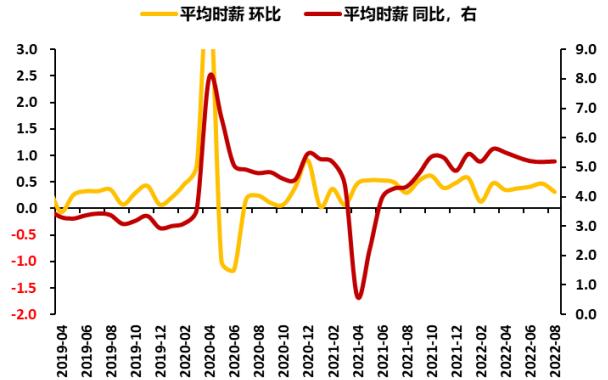
资料来源: WIND、天风证券研究所

图 17：美国登记失业人数与职位空缺数（千人）



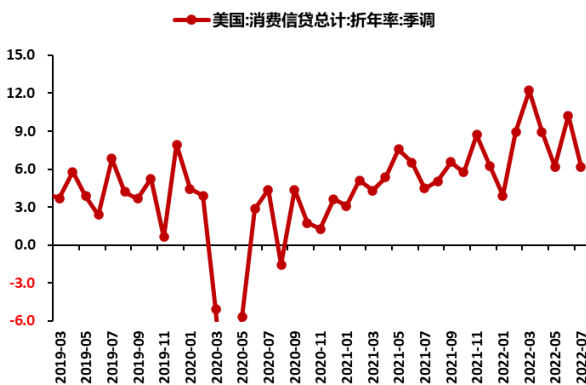
资料来源：WIND、天风证券研究所

图 18：美国工资增速（%）



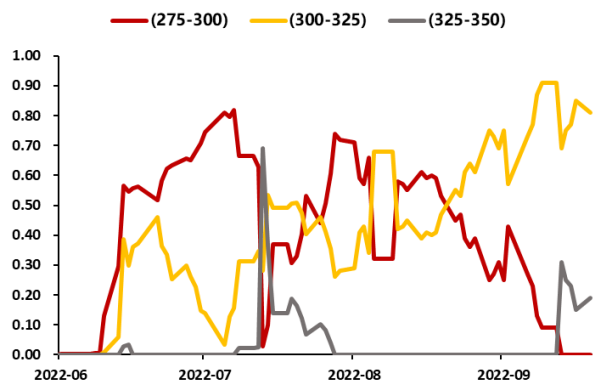
资料来源：WIND、天风证券研究所

图 19：美国消费信贷折年率（%）



资料来源：WIND、天风证券研究所

图 20：市场预期 9 月联储加息区间与概率（%）



资料来源：FEDWATCH、天风证券研究所

展望后续，加息后如何看待美国经济与通胀？同样从两方面考虑：

第一，联储加息后政策利率区间升至（3.0%、3.25%），已经明显高于中性利率水平，将会逐步制约美国国内需求扩张。特别是短端利率上行，将会明显抑制消费信贷扩张，支撑居民消费的动能将减弱。

鲍威尔在发布会上也指出，“当前政策利率对经济的限制性水平是历史上最低的，将寻求回归具有有效限制性的政策利率”

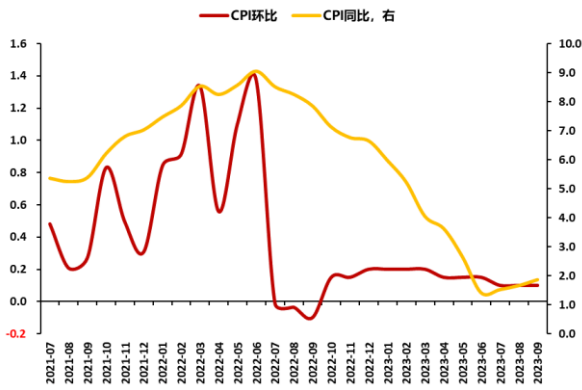
第二，能源价格回落还将释放部分消费需求，但空间已经不大。在俄乌冲突大幅推升能源价格以前，年初加油站占美国零售和食品销售额的比重是 8.35%，目前（8 月）是 9.81%，还有一定空间。但考虑到 OPEC+ 维持能源价格的决心较强，能源价格整体进一步回落的空间有限，能够持续释放的居民消费需求可能已经不大。

整体来看，我们预计，加息后美国国内需求将逐步回落，但能源价格回落仍将在一定时期内对国内需求形成支撑，美国经济仍有一定韧性。

通胀方面，我们预计，CPI 环比继续超市场预期的可能也有限，但年内 CPI 同比仍将维持在较高水平。具体而言，CPI 同比将继续回落，核心 CPI 同比可能 9 月见顶，预计年末 CPI 同比 6.6% 左右，核心 CPI 同比 5.4% 左右。

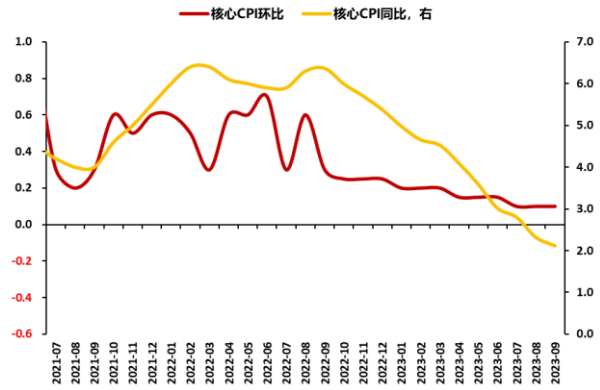
直至 2023 年三季度末至四季度初，CPI 与核心 CPI 同比才有望回落至 2%。所以我们预计，如果明年联储降息，时间点或是三季度中旬以后。

图 21: 美国 CPI 预期 (%)



资料来源: WIND、天风证券研究所

图 22: 美国核心 CPI 预期 (%)



资料来源: WIND、天风证券研究所

3. 如何看待后续联储加息节奏与美债美元?

根据联储加息点阵图与对美国宏观经济展望, 我们预计, 年内联储在 11 月与 12 月分别还有一次 75BP 和 50BP 加息, 并且在明年一季度还有一次 25BP 加息。

参考联储坚守 2%通胀目标, 以及不轻易提前降息表态, 结合我们对美国 CPI 与 CPI 同比需要到 2023 年三季度末至四季度初才有望回落至 2%的预测。我们预计, 如果明年联储降息, 时间点或是三季度中旬以后。

截至 9 月 20 日收盘, 2 年美债 3.96%, 10 年美债 3.57%, TIPS 十年 1.17%, 隐含通胀 2.40%。

展望后续, 美国经济仍有韧性, 但政策利率将限制经济扩张, 预计实际利率继续上行空间有限, 我们预计, 十年 TIPS 已经接近拐点。年内定价 0.5-1.2%。

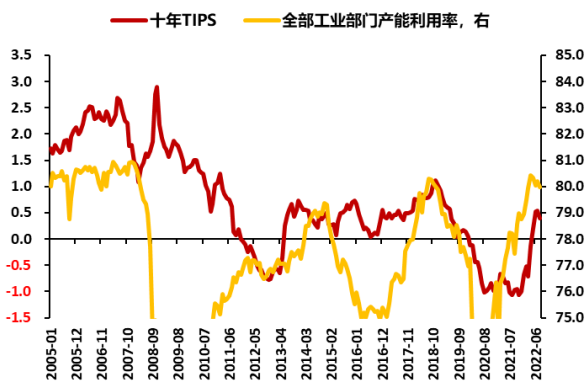
同理, 通胀风险尚未解除, 但政策利率有助于压制通胀预期, 能源价格回落对经济重新推动也接近尾声, 我们预计, 隐含通胀反弹也已经接近拐点。年内定价 2.2-2.5%。

因此我们预计, 站在当前位置, 十年美债继续上行空间有限。短期仍有上行可能, 待市场确认经济数据走强结束后, 十年美债将迎来拐点。我们对十年美债的年内区间定价暂时仍是 3-3.5%。

美元方面, 美国经济仍有韧性, 联储加息仍在继续, 欧洲经济则受制于能源危机。我们预计, 年内美元仍将延续强势, 预计年内美元可能升至 115。

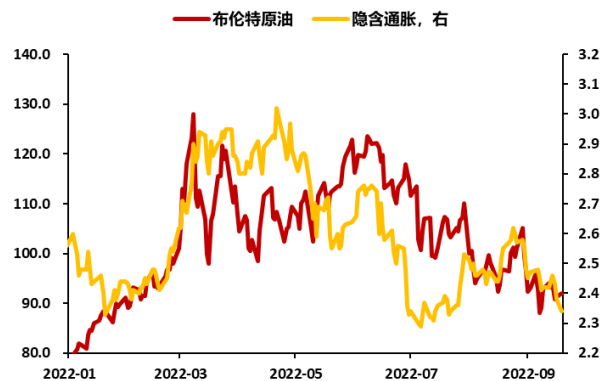
待到美国经济转弱, 欧洲经济下行预期被充分定价, 美元强势才会结束。

图 23: 十年 TIPS 与全部工业部门产能利用率-月 (%)



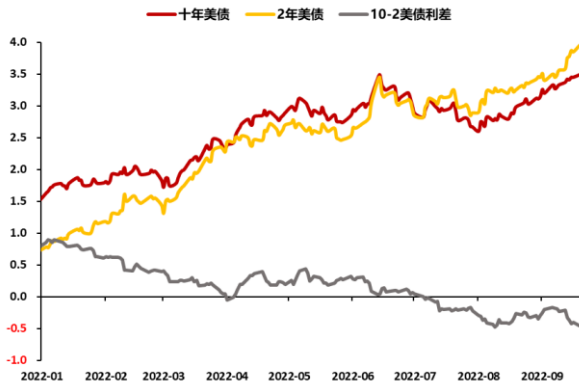
资料来源: WIND、天风证券研究所

图 24: 隐含通胀与布伦特原油 (美元/桶, %)



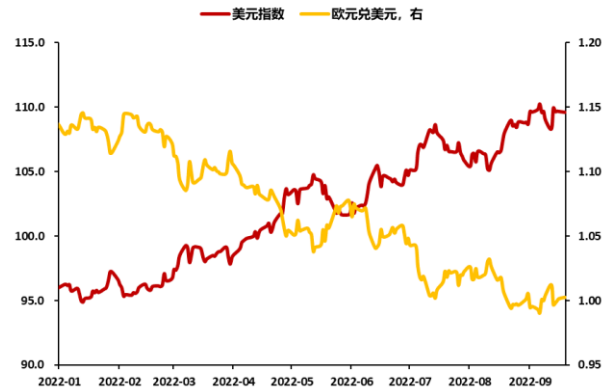
资料来源: WIND、天风证券研究所

图 25：10-2 年美债期限利差 (%)



资料来源：WIND、天风证券研究所

图 26：美元兑欧元与美元指数



资料来源：WIND、天风证券研究所

4. 中美利差大幅持续倒挂意味着什么？

国内经济修复基础尚不牢固，央行延续宽松货币政策，同时美联储加息仍是在途状态，也已经明确传递持续紧缩立场。

展望后续，十年国债中美利差大幅倒挂局面难以扭转，由政策利率周期错位引发的更大幅度货币市场中中美利差倒挂则可能较长时间延续。极端情况下，至明年年中，货币市场中中美利差（DR007-联邦基金利率）可能倒挂至 250BP 以上。国债市场建立以来，这是市场参与者从未见过的局面。

围绕中美利差可能持续的大幅倒挂，市场主要有两方面担忧：一是资金是否将持续流出并导致汇率大幅贬值？二是货币政策在短期或中期是否将受到制约？

4.1. 中美利差持续大幅倒挂是否导致汇率大幅贬值？

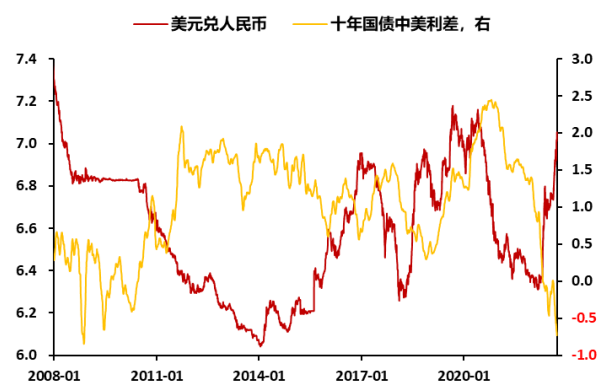
其一，观察中美利差与人民币汇率间的历史关系。两者关系并不稳定，中美利差压缩并不意味着人民币汇率贬值，例如，2015 年 811 汇改后至 2018 年年末，中美利差整体是压缩的，但与期间人民币汇率的较快波动并没有必然联系。

图 27：货币市场中中美利差与人民币汇率 (%)



资料来源：WIND、天风证券研究所

图 28：十年国债中美利差与人民币汇率 (%)



资料来源：WIND、天风证券研究所

其二，我国债市建立时间较短，还没有经历过中美利差持续大幅倒挂，不妨参考日美利差与日元汇率间的历史关系。两者关系同样并不稳定，例如，2015 年年末至 2018 年年末，日本实施负利率与收益率曲线控制，货币市场日美利差与十年国债日美利差持续大幅倒挂且倒挂幅度不断扩大，期间日元汇率反而趋势性走强。

图 29：货币市场日美利差与日元汇率 (%)



资料来源：WIND、天风证券研究所

图 30 十年国债日美利差与日元汇率 (%)



资料来源：WIND、天风证券研究所

本外币利差持续大幅倒挂并不必然导致汇率趋势性贬值。如何理解？

一种理解为，汇率是两国货币比价，利差是影响汇率的基本面因素之一，但决定汇率更重要因素的还是经济基本面。汇率反映了对市场对一国经济与政策的信心，经济基本面稳定则汇率稳定。

2015 年年末至 2018 年年末日元升值，根本原因在于日本经济一度有企稳迹象，逐步恢复了市场对日本经济的信心。同理，央行在释放稳汇率信号，强调人民币汇率能够维持基本稳定时，根本逻辑也是在于国内经济基本面仍长期向好。

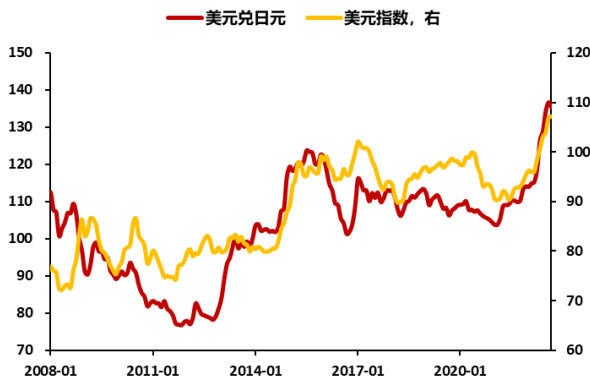
刘国强副行长 9 月 5 日在国务院吹风会上表示⁷，“除了看汇率也要关注市场运行变化情况。目前来看中国外汇市场运行正常，跨境资金流动有序，受美国货币政策的溢出效应虽然有影响，但是影响可控。这既得益于中国经济长期向好的基本面没有变，经济韧性比较强，而且目前我非常相信经济又进入了一个上行的阶段，另外也得益于中国的汇率机制……我认为，人民币长期的趋势应该是明确的，未来世界对人民币的认可度会不断增强，这是长期趋势。”

还有就是，相较于中美利差，美元强弱也是影响汇率的重要因素。

如前所述，年内美元或将延续强势，但随着美国基本面逐步转弱，市场充分定价欧洲经济衰退，以及联储加息接近尾声，明年美元未必延续上行趋势，人民币汇率的外部贬值压力也将有所缓解。

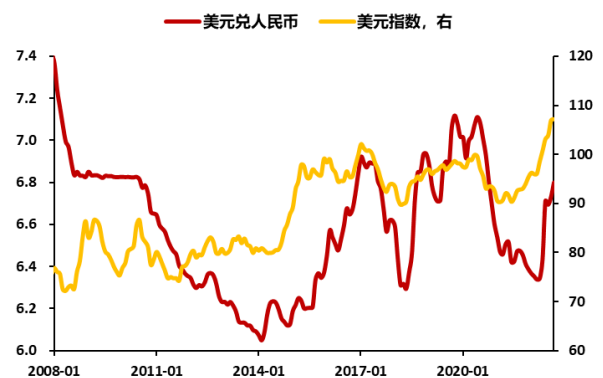
所以我们认为，中美利差持续大幅倒挂并不必然导致人民币汇率持续贬值，人民币汇率基本稳定的前提还是国内经济基本面企稳，以及政策提振市场信心。明年美元指数强势的可能转弱，也为人民币汇率稳定提供了有利条件。

图 31：美元指数与美元兑日元



资料来源：WIND、天风证券研究所

图 32：美元指数与美元兑人民币



资料来源：WIND、天风证券研究所

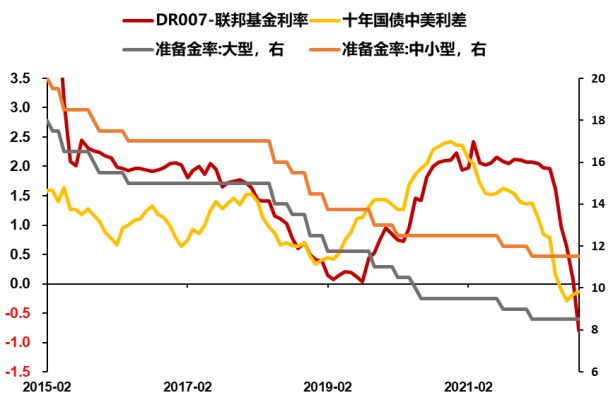
⁷ <http://www.scio.gov.cn/32344/32345/47674/49054/tw49056/Document/1729811/1729811.htm>

4.2. 货币政策是否将受到制约?

如前所述，中美利差持续大幅倒挂并不必然导致人民币汇率持续贬值，人民币汇率基本稳定的前提还是国内经济基本面企稳，以及政策提振市场信心。逻辑上，经济稳、利率稳才能汇率稳，否则就如目前欧洲一般，欧央行不断加息，但仍止不住欧元贬值。

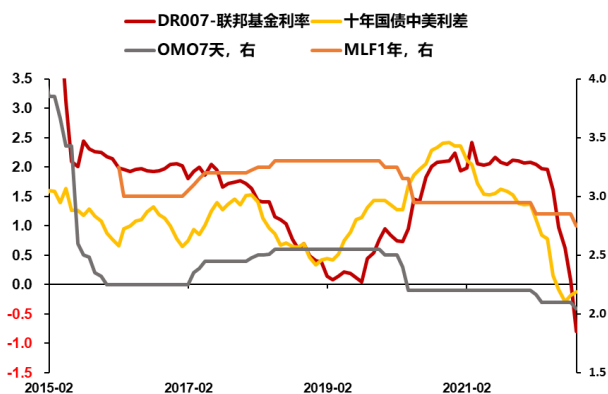
811 汇改后观察，多数情况下，中美利差对央行降息降准也没有实质性制约。在 2022 年 8 月 15 日央行降息前，市场曾有观点认为，十年国债回到 80BP 以内前，央行不会降息，目前这一历史经验也已经被打破。一并被打破的，还有联储加息过程中央行不会降息的历史经验。央行货币政策以我为主的立场更深入人心。

图 33：中美利差与准备金率 (%)



资料来源：WIND、天风证券研究所

图 34：中美利差与政策利率 (%)



资料来源：WIND、天风证券研究所

央行关注内外部均衡，其落脚点在于国际收支大体平衡与汇率基本稳定。近期人民币汇率有所贬值，但在央行看来人民币汇率仍是基本稳定。

刘国强副行长 9 月 5 日在国务院吹风会上表示⁸，“人民币汇率必然会受到各种因素的影响，近期主要是美国加码货币政策调整，美元今年以来升值了 14.6%，在美元升值背景下，……比如 1-8 月欧元贬值了 12%，英镑贬值了 14%，日元贬值了 17%，人民币贬值 8%，……，人民币并没有出现全面的贬值。……中国作为经济大国，更应该立足自己的国情自主实施货币政策。”

国家外管局副局长、新闻发言人王春英 9 月 15 日表示⁹，“近期，美元走强背景下非美货币普遍贬值，人民币汇率表现相对稳健，外汇市场反映汇率预期的相关指标运行平稳。”

就短期而言，特别是在国内经济面对多重压力之下，货币政策以我为主的基调是明确的。

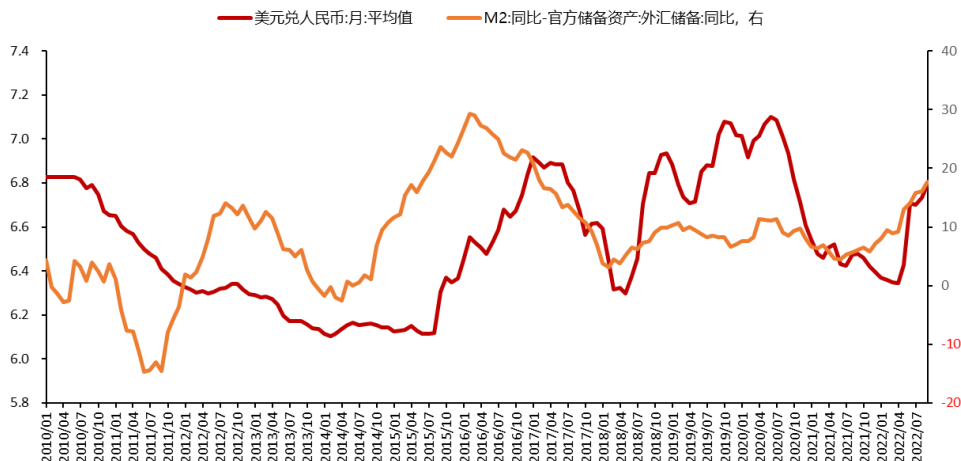
较长时期来看，货币政策以我为主、兼顾内外均衡的方向不会动摇，但自汇改以来，中美关键利率（中国按照短端 DR007，美国按照联邦基金基准利率），还没有倒挂这么严重，对于未来可能会维持较长时期的中美利差倒挂，而且幅度还会进一步扩大，从这个角度考虑，当年易纲行长口中的中美利差舒服区间已经不存在，那么货币政策是否就不舒服了？是否就不从不舒服走向被动？是否意味着我们的政策空间受限和市场利率受限？结果上，并不必然，还是建议市场合理评估我们的独立性问题，当然行为上或有影响，比如未来宽松政策的幅度和节奏，比如资金利率的下限位置，所以我们认为下次降息如有可能也要 12 月以后，降准也要进一步观察国内外情况，隔夜资金利率局部收敛，预计在 1.2-1.5%。

⁸ <http://www.scio.gov.cn/32344/32345/47674/49054/tw49056/Document/1729811/1729811.htm>

⁹ <https://www.safe.gov.cn/safe/2022/0915/21410.html>

在货币政策内外均衡的角度，建议市场合理关注如下指标：M2 同比增速与外储同比增速的增速差。

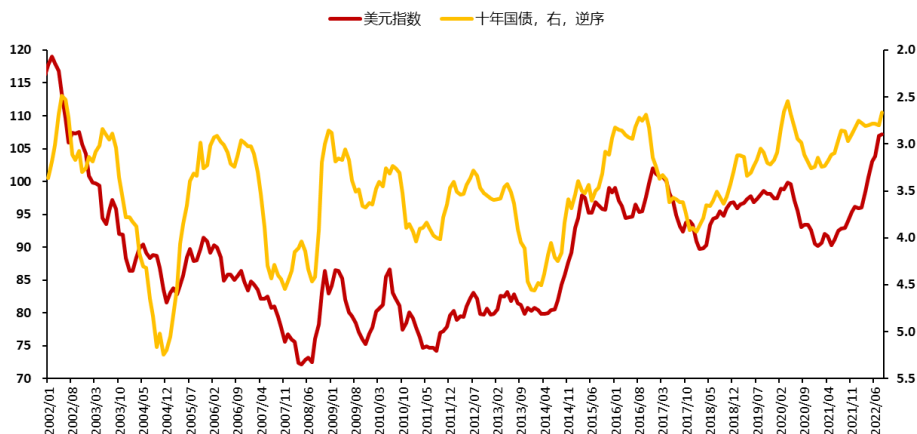
图 35：美元兑人民币与 M2-外储同比



资料来源：WIND、天风证券研究所

长端的影响建议关注美元，美元继续走强，则十年国债目前可能就维持在 2.6-2.65%的水平上横向移动。

图 36：美元指数与十年国债 (%)



资料来源：WIND、天风证券研究所

5. 小结

今年下半年以来美国经济表现超预期韧性，同时通胀未如期回落，推动了联储年内第三次单次加息 75BP。

鉴于联储会前已经充分传递鹰派立场，此次决议未明显超出市场预期。但通过此次决议，市场已经充分接收到联储不惜放缓经济增速，也要坚决对抗通胀的紧缩立场。

展望后续，考虑到联储已经加息至明显高于中性利率的限制性利率水平，我们预计，加息后美国国内需求将逐步回落，但经济仍有一定韧性，快速转弱可能性不大。年内通胀仍将维持较高水平，要到明年三季度末至四季度初，CPI 与核心 CPI 同比才有望回落至 2%。

根据联储加息点阵图和对美国宏观经济展望与通胀预期，我们预计，年内联储在 11 月与 12 月分别还有一次 75BP 和 50BP 加息，并且在明年一季度还有一次 25BP 加息。如果明年联储降息，时间点或是三季度中旬以后。

我们预计，十年美债继续上行空间有限，年内区间定价仍是 3-3.5%。

美元方面，美国经济仍有韧性，欧洲经济深陷能源危机，我们预计，年内美元仍将延续强势，可能升至 115。联储加息接近尾声后，美元强势可能切换。

展望后续，由政策利率周期错位引发的更大幅度货币市场中美利差倒挂则可能较长时间延续，这是市场参与者从未见过的局面。这是否会导致人民币持续贬值，进而制约央行货币政策？

结合历史回顾，再借鉴日本市场，我们发现，本外币利差持续大幅倒挂并不必然导致汇率持续贬值，汇率基本稳定的前提还是国内经济基本面企稳，以及政策提振市场信心。逻辑上，经济稳、利率稳才能汇率稳。所以问题不在于利差，而在于我们自身。

当前国内经济面对多重压力，货币政策以我为主的基调明确。较长时期来看，货币政策以我为主、兼顾内外均衡的方向不会动摇，但自汇改以来，中美关键利率（中国按照短端 DR007，美国按照联邦基金基准利率），还没有倒挂这么严重，对于未来可能会维持较长时期的中美利差倒挂，而且幅度还会进一步扩大，从这个角度考虑，当年易纲行长口中的中美利差舒服区间已经不存在，那么货币政策是否就不舒服了？是否就不从不舒服走向被动？是否意味着我们的政策空间受限和市场利率受限？结果上，并不必然，还是建议市场合理评估我们的独立性问题，当然行为上或有影响，比如未来宽松政策的幅度和节奏，比如资金利率的下限位置，所以我们认为下次降息如有可能也要 12 月以后，降准也要进一步观察国内外情况，隔夜资金利率局部收敛，预计在 1.2-1.5%。

长端的影响建议关注美元，美元继续走强，则十年国债目前可能就维持在 2.6-2.65%的水平上横向移动。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风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。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

| 类别 | 说明 | 评级 | 体系 |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入 | 预期股价相对收益 20%以上 |
| | | 增持 | 预期股价相对收益 10%-20% |
| | | 持有 | 预期股价相对收益 -10%-10% |
| | | 卖出 | 预期股价相对收益 -10%以下 |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上 |
| | | 中性 | 预期行业指数涨幅 -5%-5% |
| | | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下 |

天风证券研究

| 北京 | 海口 | 上海 | 深圳 |
|--|---|---|--|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com | 海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com | 上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com |