

“加息风暴” 仍将持续，短期难见政策转向

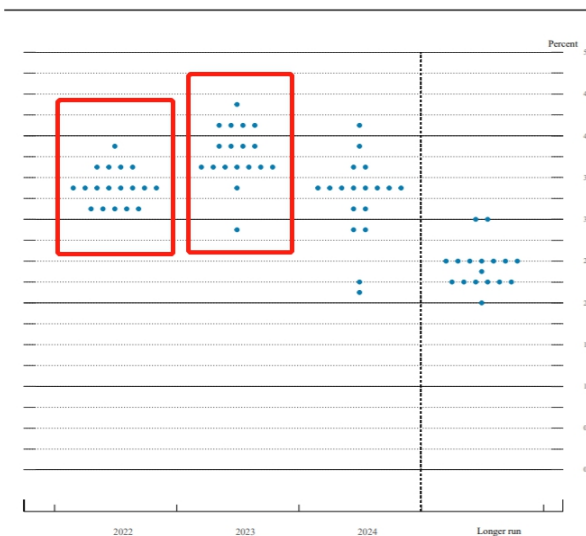
——美联储 9 月货币政策会议点评与展望

研究发展部分析师 白雪 李晓峰

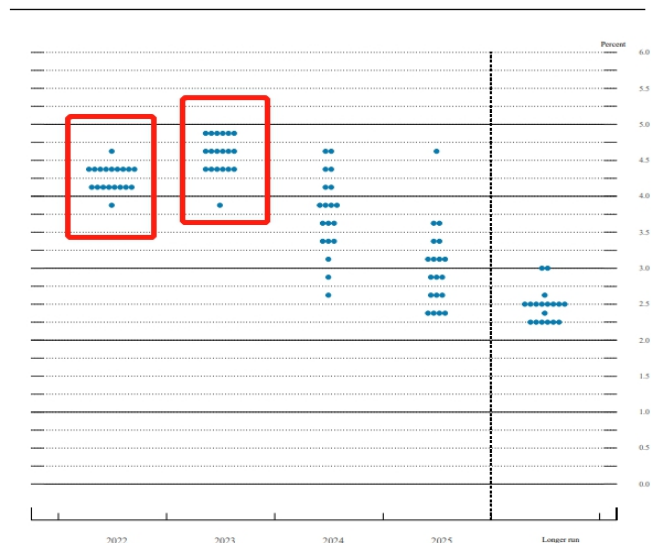
事件：北京时间 7 月 28 日（周四）凌晨，美国联邦公开市场委员会（FOMC）宣布上调联邦基金利率目标区间上调 75bp 至 2.25%-2.5%，北京时间 9 月 22 日凌晨，美国联邦储备委员会宣布上调联邦基金利率目标区间 75 个基点至 3%-3.25%，并预计“目标区间的持续上调是适当的”。这是美联储今年以来第五次加息，也是连续第三次加息 75 个基点。今年美联储加息幅度累计已达 300 个基点，创自 1981 年以来的最大密集加息幅度。资产负债表方面，委员会将继续按 5 月发布的缩表计划减持美国国债、机构债务和 MBS。

会后公布的利率点阵图显示，2022、2023 和 2024 年年末的联邦基金利率中值预计分别为 4.4%、4.6%、3.9%，分别较 6 月预测上调 100bp、80bp、50bp，暗示美联储将继续大幅度加息。宏观经济预测中，美联储下调了 2022-2024 年 GDP 增长预期，上调通胀、失业率及政策利率预测。其中，2022、2023、2024 年 GDP 增速预期分别由 1.7%、1.7%、1.9% 下调至 0.2%、1.7%、1.9%；PCE 通胀预期分别由 5.2%、2.6%、2.2% 上调至 5.4%、2.8%、2.3%；失业率分别由 3.7%、3.9%、4.1% 上调至 3.8%、4.4%、4.4%。

2022 年 6 月点阵图



2022 年 9 月点阵图



对此，东方金诚解读如下：

美联储如期加息 75 个基点，兑现了市场此前普遍预期。然而点阵图大幅上移、更弱的经济增速和更高的失业率预测，以及鲍威尔在会后的表态，均传递了超预期的强烈鹰派信号，明显指向更高的加息终点以及更长的加息周期。这表明，在通胀呈现趋势性的显著回落之前，美联储将通过更多前置和激进的加息，达到快速抑制通胀的目的，并不惜以经济衰退作为通胀降温的代价。

在通胀持续居高不下的情况下，8 月美国 CPI 仅小幅回落至 8.3%，而核心 CPI 同环比增速意外超预期上行，尤其是美联储近期的“心腹之患”——房租通胀同环比增速均出现反弹，这在一定程度上超出美联储预期，令美联储意识到通胀根深蒂固、深入系统的风险真实存在，需要激进措施避免上述情况的发生。这也是本次会议无论是利率点阵图的大幅上移，还是鲍威尔在会后讲话中维持此前杰克逊霍尔会议讲话的强硬鹰派基调的主要原因。

作为本次议息会议的焦点之一，本次会议点阵图相较于前一次（6 月）大幅上调，2022 年和 2023 年的利率中值分别调升 100 和 80 个基点至 4.4% 和 4.6%。尽管点阵图并不代表承诺与实际的加息路径，但传递出美联储维持紧缩立场的强烈决心。鹰派点阵图发布后，鲍威尔一度表示“尽管通胀上行，但长期通胀预期似乎保持良好锚定”——我们认为，这一判断可能和近期通胀预期出现小幅下行有关；然而，更多增量信息显示，鲍威尔讲话思想完全延续了在 8 月底杰克逊霍尔会议上的鹰派基调，甚至更为激进，包括：年内将再加息 100-125 个基点、当前利率处于“限制性区域的最低水平，寻求将利率调整到具有足够限制性的水平”，预计短期内不会考虑出售住房抵押贷款支持证券 MBS、“在降息之前，必须非常有信心通胀会回落到 2%”等。这表明，在通胀呈现趋势性的显著回落之前，美联储将通过更多前置和激进的加息，达到快速抑制通胀的目的。本轮加息周期的利率终值更高、持续时间更长，将是未来一段时间内的明确趋势。

此外，我们注意到，9 月的宏观经济预测数据中隐含了经济衰退的风险，说明美联储不惜通过经济衰退为通胀降温。9 月经济预测将 2022 年-2024 年的 GDP 增速分别下调至 0.2%、1.2%、1.7%，三年预期增速均低于 1.8% 的潜在增速水平；同时，值得注意的是，2023 年的失业率预测也从 6 月的 3.9% 大幅上调至 4.4%——而近两年来，美联储每次对于失业率的预测均始终保持在 4% 附近。对失业率的容忍度大幅上升，表明美联储已预见并默认了持续加息将加大经济衰退的风险——这一点也在鲍威尔会后的发言中得到印证：鲍威尔认为，在降低通胀的过程中，“需要经济增长在一段时期内低于趋势”，可能引发“就业市场疲软”，但都是降低通胀的“不幸代价”，否则将会迎来“更大的痛苦”，暗示经济衰退可能无法避免。我们判断，这主要是因为，当前美国需求驱动下的核心通胀粘性较强，若通胀预期回落，可能进一步刺激消费，从而继续支撑通胀。因此，本轮美国通胀或可能不得不通过经济衰

退的途径来缓解。预计随着加息的推进和增长压力的增加，明年下半年美国经济陷入实质性温和衰退的可能性较高。

未来政策路径方面，我们判断，11、12月将分别加息75、50个基点，2023年1月将再次加息25个基点，这三次加息的确定性较高，后续政策走势主要取决于美国房租价格涨幅是否会趋势性掉头向下，并带动美国CPI同比较快下行。明年1月之后可能将放缓或暂停加息，以观察政策效果。考虑到政策紧缩效果可能要到2023年年中左右才会显现，2023年末前触发货币政策转向的条件不足，转向降息的可能性依然很低。本轮加息周期的利率峰值或在不超过5.0%的水平。

9月后价格基数将快速抬高，叠加油价基本维持在当前水平、难有冲高动力，且供应链约束的不断缓解，美国CPI有望从当前的8%以上逐渐回落，但考虑到近期国际粮价和房价的降温趋势传导至食品和房租价格仍需时日，食品、房租对通胀的支撑作用仍将持续，这将拖累通胀回落的速度，预计今年年末美国CPI同比仍将维持在7%以上的高位。结合点阵图显示今年年内尚有125BP加息空间，我们判断，11、12月将分别加息75、50个基点，2023年1月将再次加息25个基点。这三次加息的确定性较高。明年1月之后，在政策利率升至4.5%-4.75%之后，美联储很可能将放缓甚至暂停加息，正如鲍威尔提及的“需要将政策维持在限制性立场一段时间”以观察政策效果——主要为了观察美国房租及服务业通胀是否会趋势性掉头向下，并带动美国CPI同比明显下行。

考虑到从启动加息，到就业市场降温、消费开支下滑、经济出现下滑还有一段滞后期，可能要到2023年年中左右，紧缩对于物价的效果才会体现，因此，触发货币政策转向所需要的实质性数据支撑和条件，在2023年末前可能都无法满足，预计2023年开始降息的可能性依然很低——利率点阵图也说明了这一点。结合历史上美联储紧缩周期中利率峰值与CPI同比增速的关系，我们判断，本轮加息的终点高度应该在不超过5%的水平。

资产价格方面，预计10年期美债收益率短期仍将有进一步上行空间并维持高位震荡，但中长期或存在下行趋势。美元指数短期内将依然偏强，有上行至115-120附近的可能。

在短期强加息下以及通胀持续高位运行的影响下，10年期美债收益率在当前3.5%的位置上可能还将有进一步冲高空间，可能升至接近4%左右的水平；但考虑本次会议对于短期内的紧缩预期增加了市场对于增长放缓的担忧——会后资产价格走势也充分印证了这一点，因此，市场间歇性穿插的衰退情绪可能令美债收益率短期内保持高位震荡走势；但长期来看，随着美国经济基本面下行压力凸显，并可能在明年下半年陷入实质性衰退，10年期美债收益率将逐渐转为下行。

美元指数短期内涨势未完，短期内仍将偏强。当前美欧经济基本面的差异仍是影响美欧汇率的核

心因素，相对增长优势、美联储持续鹰派的货币政策立场、进口需求减弱，以及离岸美元流动性收紧，都将为美元继续提供支撑。预计美元指数后续仍将偏强运行，可能会在今年底至明年初上行至 115-120 附近。

国内影响方面，考虑到当前中美通胀形势存在根本差异，美联储快速加息不会带动国内货币政策跟进收紧；着眼于引导宏观经济回稳向上，下一步国内货币政策还将延续宽松取向。不过，在美联储快速加息背景下，监管层会更加关注内外平衡，关注人民币汇率走势，下一步政策宽松的节奏和幅度会更加慎重。我们也判断，在经济基本面回暖支持下，未来一段时间人民币汇价出现脱离美元走势的快速贬值风险不大，三大人民币汇率指数有望保持稳定。

权利及免责声明：

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、研究观点等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以任何方式传播。未获书面授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方/及发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

本研究报告的结论，是在最初发表本报告日期当日按照东方金诚的研究流程及标准做出的独立判断，遵循了客观、公正的原则，未受第三方组织或个人的干预和影响。东方金诚可能不时补充、修订或更新有关信息，也可能发出其他与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但没有义务和责任更新本报告并通知报告使用者。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本声明为本研究报告不可分割的内容，任何使用者使用或引用本报告，应转载本声明。并且，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。