

宏观点评

2022年9月22日

新的利率终点浮现，美国衰退概率较大

宏观点评 20220922

核心内容：

- **长期通胀预期稳定，75bps 符合预期：**9月21日，美联储 FOMC 会议在8月核心 CPI 超预期后继续加息 75bps，联邦目标基金利率达到 3.00%-3.25%。美联储宣称将继续执行量化紧缩 (QT) 计划，9月 QT 上限将从 475 亿美元/月提升至 950 亿美元/月；从过去几个月的执行情况来看，量化紧缩基本严格按照时间表进行，流动性收紧速度较快。本次会议在经济、就业和通胀方面表述以及坚定的加息态度上都没有变化，增量信息主要在于通胀韧性超预期后新的“利率终点”升高至 4.6% 附近，以及鲍威尔直言软着陆可能在减小。
- **经济继续下行，软着陆概率很低：**经济预测 (SEP) 中，美国的 GDP 增速被再次下修，2022 年仅 0.2%，2023 年 1.2%。而失业率也有上调，2022 年将达到 3.8%，未来两年保持 4.4%，经济研究则偏向于 5% 以上的失业率才能导致通胀更快走弱。2022 年 PCE 与核心 PCE 的预期分别为 5.4% 和 4.5%，2023 年为 2.8% 和 3.1%；这一方面反映出美联储判断核心通胀年内不会有太大变化，且韧性将持续至 2023 年，另一方面，2023 年能源由于高基数可能出现负增长，因此名义通胀面临的压力会小于核心通胀。
- **美联储年内保持高压加息，明年达到“利率终点”：**8月核心 CPI 意外上行推动了新终点至 4.50%-4.75% (4.6%)；同时，2022 年末的利率预期中位数上升了 100bps 至 4.25%-4.50% (4.4%)。如此，美联储年内保持高压加息，在 2023 年初达到“利率终点”并在上半年坚持不降息的格局基本确立，市场情绪转好至少要等到利率达到 4.5% 左右。而按照年内达到 4.4% 目标，11 月 FOMC 会议再加息 75bps 的可能性不低，前置的加息也给美联储在年末至明年初放缓加息幅度留出空间。
- **美联储量化紧缩 (QT) 完全按计划执行：**9 月量化紧缩将分别加码至 600 亿国债和 350 亿 MBS。市场上近期出现了一些美联储 QT 和缩表不达预期的误读，主要是由于美联储资产中 TIPs 国债的价格浮动和 MBS 资产复杂的入账机制所导致，事实上 SOMA 账户的变动基本严格按照计划进行，银行存款准备金已经出现大规模减少，因此未来也不能忽视 QT 的影响。
- **警惕美股三季度盈利下修，美债短期高位，美元强势：**美股的向下调整还未结束，一方面新的利率风险定价还不完全，另一方面，美国企业三季度盈利预测出现了较大幅度的下调。美债更早更快计入了利率风险，但是在市场情绪紧张、流动性偏紧以及通胀仍存在个别月份超预期的情况下，收益率年内还有上行空间；等美联储达到 4.6% 的新加息终值后配置美债更加安全，大概率衰退也有利于美债表现。而美元将继续保持强势，近期需要关注日央行的动态。

核心风险提示：通胀韧性和经济下行速度超预期，货币市场流动性出现问题

分析师

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515030003

特别感谢：

于金潼

9月21日，美联储FOMC会议在8月核心CPI超预期后继续加息75bps，联邦目标基金利率达到3.00%-3.25%。美联储宣称将继续执行量化紧缩(QT)计划，9月QT上限将从475亿美元/月提升至950亿美元/月；从过去几个月的执行情况来看，量化紧缩基本严格按照时间表进行，流动性收紧速度较快。本次会议在经济、就业和通胀方面表述以及坚定的加息态度上都没有变化，增量信息主要在于通胀韧性超预期后新的“利率终点”升高至4.6%附近，以及鲍威尔直言软着陆可能在减小。美联储目前牺牲经济和就业以控制通胀的态度没有改变，在通胀显示出向长期目标靠拢的趋势前，金融环境将保持紧缩，市场可能要等到利率达到新“终点”后才有理由开始乐观。美股下跌恐还难结束，美债短期有上行空间，但加息达到终值后可能因衰退开始回落，美元保持强势。会议重点内容如下：

一、经济下行但消费导致通胀韧性，软着陆概率很低

FOMC会议声明和发布会中对经济、就业和通胀表述没有明显变化。在金融环境紧缩下，房贷和其他利率的寻上行导致房地产和其他商业固定资产投资快速下行，消费虽然放缓但仍然受到劳动市场的支撑，更低的海外增长限制了美国的出口，美国经济下滑趋势确定性较强。投资下行明显快于消费，这也暗示商品和服务需求是加息的重点打击对象。

就业方面，虽然劳动参与率回升，但是就业市场供需依然严重不平衡，高职位空缺率和较强的新增就业对名义工资增速形成支持，进而推高通胀。美联储认为随着时间推移，供需格局将逐渐改善。我们认为，作为反应相对滞后的指标，就业的下滑甚至可能慢于消费，因此失业率在上行至经济预测中给出的4.4%以上后就有望引起美联储重视，但这并不意味着失业率增加在通胀显著回落前可以改变美联储的政策路径。

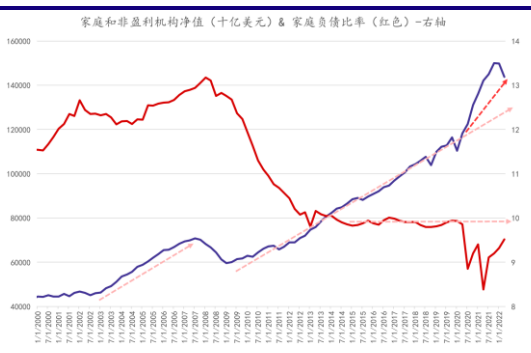
通胀方面，美联储继续强调CPI和PCE通胀增速过高，在能源和食品价格高的情况下，商品和服务价格压力仍在。通胀的粘性主要来自于通胀指标中居住成本统计的技术性滞后、继续增长的名义工资、健康的家庭资产负债表和增速不低的消费信贷。因此，美联储压低通胀只能通过严厉打击总需求。

图 1：美国固定房贷利率大幅提高(%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 2：美国家庭资产净值高位，负债较低



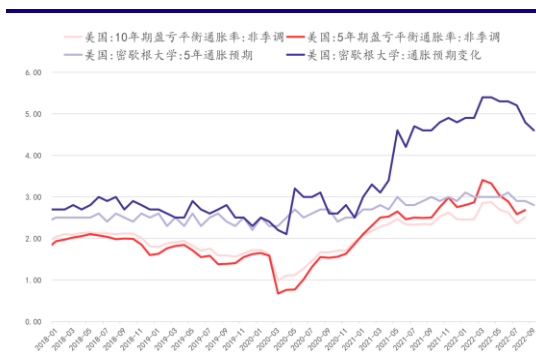
资料来源：Fred，中国银河证券研究院整理

鲍威尔在发布会中表示家庭、商业和市场调查预测都显示长期通胀预期锚定较好，近期出现了下行趋势，虽然这并不足以让美联储沾沾自喜；当下通胀高位时间越长，高通胀预期就越容易根深蒂固。同时，在被问及衰退概率时，鲍威尔终于承认在持续的紧缩下，“软着

陆”可能显著下降，这体现了美联储认为衰退概率已经很大，但在通胀控制面前是可以接受的代价。

经济预测 (SEP) 中，美国的 GDP 增速被再次下修，2022 年仅 0.2%，2023 年 1.2%。而失业率也有上调，2022 年将达到 3.8%，未来两年保持 4.4%。美联储对失业率预测虽然上调，还是偏乐观的，经济研究则偏向于 5% 以上的失业率才能导致通胀更快走弱，可以看出目前美联储对就业市场并不担忧。2022 年 PCE 与核心 PCE 的预期分别为 5.4% 和 4.5%，2023 年为 2.8% 和 3.1%；这一方面反映出美联储判断核心通胀年内不会有太大变化，且韧性将持续至 2023 年，另一方面，2023 年能源由于高基数可能出现负增长，因此名义通胀面临的压力会小于核心通胀。另外，衰退的更快来临可能使我国出口近期面临更大下行压力。

图 3：长期通胀预期较为稳定 (%)



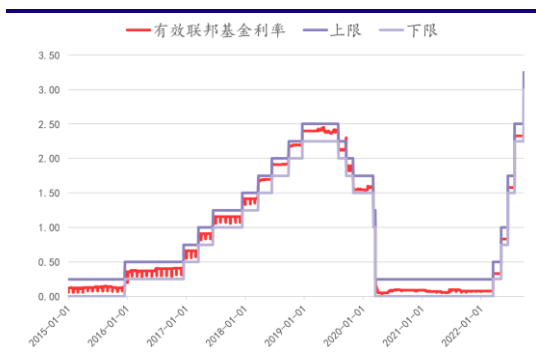
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 4：美债 Breakeven 通胀预期 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 5：联邦基金利率 (%)



资料来源：Fred，中国银河证券研究院整理

图 6：SEP 对经济展望更悲观 (%)

	2022	2023	2024	2025	长期
实际 GDP 增速	0.2	1.2	1.7	1.8	1.8
6月预测	1.7	1.7	1.9		1.8
失业率	3.8	4.4	4.4	4.3	4
6月预测	3.7	3.9	4.1		4
PCE 通胀	5.4	2.8	2.3	2	2
6月预测	5.2	2.6	2.2		2
核心 PCE 通胀	4.5	3.1	2.3	2.1	
6月预测	4.3	2.7	2.3		
预测联邦基金利率路径：					
联邦基金利率	4.4	4.6	3.9	2.9	2.5
6月预测	3.4	3.8	3.4		2.5

资料来源：FRB，中国银河证券研究院整理

二、美联储年内保持高压加息，明年达到“利率终点”

FOMC 会议声明和发布会稿件的信息实际上在 8 月鲍威尔 Jackson Hole 会议后显得有些老生常谈，旨在体现美联储坚定控通胀的导向，更值得关注的还是经济预测 (SEP) 中给出的加息预期。

6 月名义 CPI 超预期后，SEP 将“利率终点”上调至 3.75%-4.00% (3.8%) 之间，而 8 月核心 CPI 意外上行推动了新终点至 4.50%-4.75% (4.6%)；同时，2022 年末的利率预期中位数上升了 100bps 至 4.25%-4.50% (4.4%)。如此，美联储年内保持高压加息，在 2023 年初达到“利率终点”并在上半年坚持不降息的格局基本确立，市场情绪转好至少要等到利率达到

4.5%左右。而按照年内达到 4.4%目标，11 月 FOMC 会议再加息 75bps 的可能性不低，前置的加息也给美联储在年末至明年初放缓加息幅度留出空间。降息则可能至少要等到 2023 年下半年才会出现，但美联储 2024 年末的利率中位数仍有 3.9%，所以明年下半年及时降息，幅度也将较为有限。

图 7：点阵图出现上调 (%)

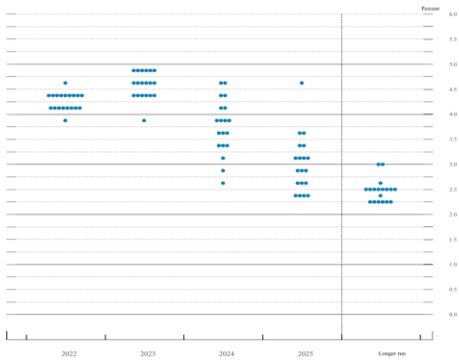


图 8：CME 加息预期 (%)

MEETING DATE	MEETING PROBABILITIES					
	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475
2022/11/2	0.0%	31.5%	68.5%	0.0%	0.0%	
2022/12/14	0.0%	0.0%	0.0%	29.1%	65.8%	5.1%
2023/2/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	28.5%	65.0%
2023/3/22	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	15.4%	48.3%
2023/5/3	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	14.5%	46.2%
2023/6/14	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	16.2%	45.6%
2023/7/26	0.0%	0.0%	0.1%	3.7%	21.7%	43.1%
2023/9/20	0.0%	0.1%	1.3%	9.8%	29.0%	37.8%
2023/11/1	0.0%	0.5%	4.1%	16.0%	31.8%	31.8%
2023/12/13	0.3%	2.3%	10.2%	24.2%	31.8%	22.6%

资料来源：Fred，中国银河证券研究院整理

资料来源：CME，中国银河证券研究院整理

三、量化紧缩 (QT) 完全按照计划进行，银行间流动性快速收紧

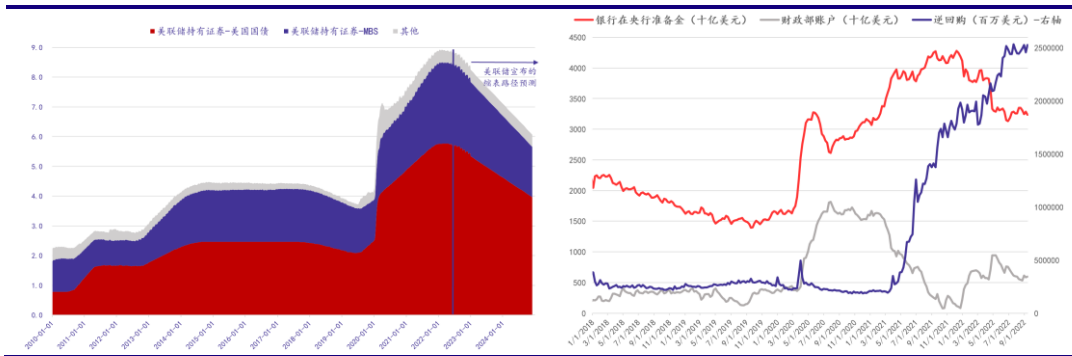
通过量化紧缩来缩表的问题上，美联宣布按照 5 月公布的计划执行。6 到 8 月维持每月 300 亿美元国债和 175 亿美元 MBS 的缩表规模，9 月将分别加码至 600 亿和 350 亿。市场上近期出现了一些美联储 QT 和缩表不达预期的误读，主要是由于美联储资产中 TIPs 国债的价格浮动和 MBS 资产复杂的入账机制所导致，事实上 SOMA 账户的变动基本严格按照计划进行，银行存款准备金已经出现大规模减少，因此未来也不能忽视 QT 的影响。

纽约联储 SOMA 账户中剔除 TIPs 因通胀上行引起的价格上浮影响后，实际 6 到 8 月缩减国债规模 873.9 亿美元，基本和 900 亿美元的目标一致。MBS 缩减受到到期量的影响，但是实际 MBS 回购金额和 MBS 回款的差额（也即 MBS 缩减上限）与美联储缩减掉的规模也是一致的。这就意味着 6 到 8 月美联储的缩表计划是按部就班执行的，而 9 月份缩减数据虽然尚未公布，大概率也会完成 950 亿美元的目标，这会让银行间流动性收紧，而隔夜逆回购 (ON RRP) 用量是否会减少还要看市场的选择以及美国财政部是否开始回购国债。

目前来看，隔夜逆回购使用量仍在高位，不过此前一直上行并迫使银行使用存款准备金承接美联储释放的证券的趋势有所放缓。货币市场基金在动荡的市场中并不热衷于把流动性借给银行系统，而是存在了逆回购中；这种情况下，银行系统承接美联储放出的国债和 MBS 时必须使用自有资金，因此准备金规模受到消耗，9 月 14 日相比 2021 年末的峰值已将下降了 1.04 万亿美元。虽然限制银行系统的货币派生可能是正在打击总需求的美联储想看到的，但是 QT 出售的长债和 MBS 如果主要靠消耗银行准备金承接可能会给银行系统流动性增加过大压力（参见 2019 年 9 月 17 日的回购市场流动性危机）。财政部可能考虑回购流动性差的债券，保护国债市场，但这一举措尚在探讨中。

图 9：美联储计划缩表大致路径 (万亿美元)

图 10：银行在美联储准备金持续下滑 (%)



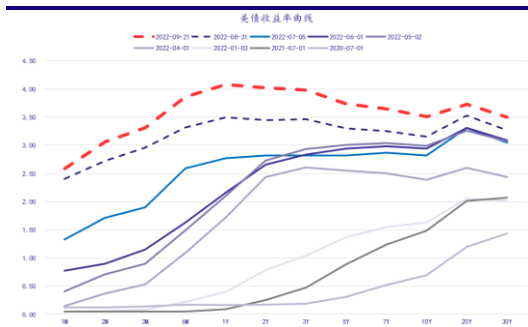
资料来源：FRB，中国银河证券研究院整理

资料来源：FRBNY，中国银河证券研究院整理

四、相关资产未来的表现？

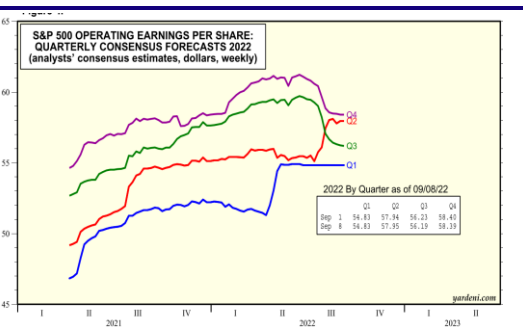
美联储保持鹰派并给出了 4.4% 的年内加息目标，股市继续下行，标普全下跌 1.71% 收 3790；美债收益率上扬，10 年期 3.55%，两年期 4.09%，3 月期 3.291；美元指数在美联储继续加息以及俄乌冲突恶化的情况下站上 111 关口。美股的向下调整还未结束，一方面新的利率风险定价还不完全，另一方面，美国企业三季度财报将要集中公布，而和二季度不同的是三季度盈利预测出现了较大幅度的下调；随着紧缩继续，盈利的萎缩和部分企业的破产会继续发酵，压制美股表现。美债则更早更快计入了利率风险，但是在市场情绪紧张、流动性偏紧以及通胀仍存在个别月份超预期的情况下，收益率年内还有上行空间；等美联储达到 4.6% 的新加息终值后配置美债更加安全，大概率衰退也有利于美债表现。而美元将继续保持强势：当前欧央行虽然跟随紧缩，但面临货币政策传导碎片化和能源危机等风险，日央行还在坚持 YCC，其他美元指数一揽子货币也难有强力表现。因此，美元的强势至少可以保持到明年欧洲安全过冬后的明年春天，那时加息也将达到“利率终点”。日央行仍然在坚持 YCC，但是近期在强美元下面临极大的压力，也需要关注。

图 11：美债收益率曲线 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 12：美股三季度盈利预期下滑



资料来源：Yaderni，中国银河证券研究院整理

五、美联储观点变化

表 1：美联储 FOMC 会议重点：

	2022-07 FOMC会议重点	2022-08 Jackson Hole发言	2022-09 FOMC会议重点
经济和就业状况	<ol style="list-style-type: none"> 近期的支出和生产指标已经弱化；消费支出由于降低的实际可支配收入和收紧的金融条件放缓，房地产业活动由于房贷利率上行走弱，二季度商业固定资产投资也已经下行 劳动力市场十分紧张，失业率达到50年低点，职位空缺是历史高位，工资上涨，这反映总需求依然强劲 删除中国疫情封锁影响使供应链进一步恶化的表述 俄乌冲突将加大通胀压力并对全球经济造成影响 	<ol style="list-style-type: none"> 美国经济正在放缓，经济数据的信号并不统一，但经济还有较强的动力，劳动力市场供不应求导致严重不平衡 控制通胀将意味着低于正常趋势的经济增速保持一段时间，就业市场的情况将出现缓和，家庭和企业将经历一些痛苦；但是，如果美联储在恢复价格稳定这一任务上失败，那么将会引发更大的痛苦 	<ol style="list-style-type: none"> 近期指标指向了支出和生产的温和增长；消费支出从去年的高速增长放缓，反映出更低的实际可支配收入和更紧的金融环境；房地产相关部门由于更高的房贷利率而显著走弱；高利率和低产出在降低商业固定资产投资，更低的海外增长限制了出口 劳动力市场十分紧张，失业率达到50年低点，职位空缺是历史高位，新增就业仍有活力，失业率处于低位；劳动市场依然严重的供不应求，好消息是劳动参与率出现了上行，供需情况将随着时间改善 俄乌冲突将加大通胀压力并对全球经济造成影响 软着陆的可能减小，因为货币政策或有更强的限制性，或在限制性区域保持更长时间 控制通胀将意味着低于正常趋势的经济增速保持一段时间，就业市场的情况将出现缓和
通胀	<ol style="list-style-type: none"> 通胀已经过高，虽然近期经济活动放缓但总需求依然较强，供给限制比预期的更大且更持久 在PCE基础上继续提及CPI增速 尽管一些商品价格近期有所放缓，俄乌冲突造成的汽油和粮食涨价正加大通胀压力 控制通胀回到2%目标的过程可能伴随着低于正常趋势的经济增长和劳动力市场情况的弱化 	<ol style="list-style-type: none"> 通胀是由于供需不平衡导致的，美联储的政策工具主要作用于需求端 7月的通胀数据有所放缓是好的信号，但远不足以成为通胀将会确定性回落的证据。 	<ol style="list-style-type: none"> 通胀处于高位，主要反映了疫情导致的供需不平衡，高食品和能源价格以及更广泛的价格压力 尽管汽油价格有所下降，但依然远高于去年水平，导致能源和食品价格上行 长期通胀预期控制较好
货币政策	<ol style="list-style-type: none"> 联邦基金利率增加75bps至2.25%-2.50%（全体票委同意） 加息将按逐次会议方式决定，下一次会议再次有不寻常的高加息仍是可能的，但取决于数据变化，通胀变化仍可能超预期 随着货币政策持续收紧，未来放缓加息节奏以评估对经济和通胀的影响可能是合适的 部分委员认为当利率达到足够的限制性水平后，应该在该水平维持一段时间以确保通胀向2%靠拢 部分委员担心加息幅度可能超过必要水平 缩表按照之前公布的计划进行 美联储的双重目标仍是物价稳定和就业最大化 	<ol style="list-style-type: none"> 美联储的最首要目标就是控制通胀回到2%的中长期目标，保证价格稳定 当前2.25%-2.50%的联邦基金利率是长期中性目标，但美联储的加息不会因为达到中性利率目标就暂停或停止 9月FOMC加息依然取决于各种经济数据，当加息达到足够的限制程度时会考虑放缓加息节奏 预计联邦基金利率在2023年末处于略低于4%的水平 美联储将保持紧缩直至价格稳定的目标达成 	<ol style="list-style-type: none"> 联邦基金利率增加75bps至3.00%-3.25%（全体票委同意） FOMC预测的2022年底利率中位数是4.4%；对未来三年利率的预测中位数为4.6%、3.9%和2.9% 加息将按逐次会议方式决定，仍然关注数据变化 随着货币政策持续收紧，未来放缓加息节奏是合适的 量化紧缩按照之前公布的计划进行，9月开始每月缩减600亿美元国债和350亿美元MBS 美联储的双重目标仍是物价稳定和就业最大化

资料来源：FRB，中国银河证券研究院整理

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

许冬石：宏观经济分析师，英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券研究部，主要从事数据预测工作。新财富上榜分析师团队成员，2014年获得第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年获得第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn