

2022年11月03日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

11月美联储 FOMC：速度边际趋缓，但终点更高更远

—宏观观点评报告

事件

分析师：谭倩 S1050521120005

tanqian@cfsc.com.cn

分析师：朱珠 S1050521110001

zhuzhu@cfsc.com.cn

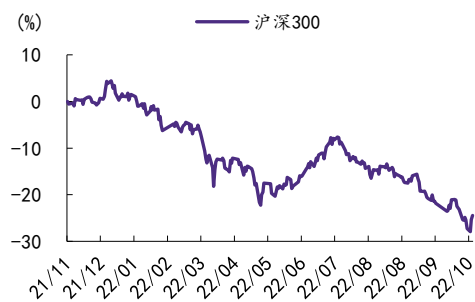
联系人：杨芹芹 S1050121110002

yangqq@cfsc.com.cn

11月3日凌晨，美联储公布了十一月份的加息决议，将联邦基金利率目标上调至 3.75%-4%，连续四次加息 75BP，预期 12月加息放缓，但利率顶点上行，加息对市场压力仍大。

投资要点

最近一年大盘表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《9月工业企业：利润下行放缓，继续以量补价》2022-10-27
- 2、《被夯实的 75BP 加息决心》2022-10-14
- 3、《9月 PMI 重回扩张区间的支撑》2022-10-01

如何理解这次议息会议？

这次议息会议整体呈现先鸽后鹰的局势，虽然后续会放缓加息步伐（50BP>75BP），但加息的顶点（5%）和高利率的持续性都有所上升，市场仍然面对比较大的加息压力。

对资本市场如何表现？

资本市场在先鸽后鹰的表态下出现一定反复，美股先上后下收跌，美债先下后上突破 4.1%，美元先下后上突破 112。往后来看，美股整体仍将继续下行，美元在长期加息的支撑下仍有上行空间，美债则是继续衰退和加息交易博弈，在加息放缓的影响下，后续衰退交易逐渐占优。

如何看待史无前例的倒挂？

11月加息意味着中美基准贷款利率出现历史首次倒挂，将加大资金的流出，给 A 股和人民币带来更多的压力，但当前最鹰派的加息进程已经接近尾声，从历史经验来看，美联储加息后半程对于 A 股的影响是趋于减弱的状态。后续需从财政政策出发进一步呵护经济动能的恢复，扭转市场预期，以此来对冲利差倒挂的影响。

风险提示

欧美衰退加速兑现，地缘政治风险再次升级。

正文目录

事件:	3
评论:	3
1、缓加息并不意味着转向	3
2、更高的加息终点和更长的高利率时代	3
3、先鸽后鹰的预期管理	5
4、中美基准利差倒挂在即	6
5、风险提示	7

图表目录

图表 1: 工资增长仍处在高位	4
图表 2: 服务消费支撑通胀上行 (%)	5
图表 3: 中美基准利差将迎来历史性的倒挂	6
图表 4: 股市资金净流出给市场带来压力	7

事件：

11月3日凌晨，美联储公布了十一月份的加息决议，将联邦基金利率目标上调至3.75%-4%，连续四次加息75BP，预期12月加息放缓，但利率顶点上行，加息对市场压力仍大。

评论：

1、缓加息并不意味着转向

美联储在11月第四次加息75BP，将联邦基金利率的目标上调至3.75%-4%。当前摆在美联储前面的问题有三个，是否继续保持大力度的加息节奏？加息的顶点在哪？以及需要保持当前的高利率水平多久？第一个问题的回答关键在于美联储如何看待当前的通胀压力。如果联储委员们认为当前的通胀压力已经开始触顶缓解，后续并没有必要继续进行“矫枉过正”的加息，那么4.5%左右的水平可能是在这轮美联储加息的顶点。而如果联储委员认为当前通胀压力仍在，仍需大力度的加息去扭转当前的通胀压力，那12月仍有可能加息75BP，且5%可能不是当前联储加息的终点。议息会议前各地联储主席的意见也有所分裂，一方面旧金山，芝加哥和堪萨斯的联储主席均认为当前通胀压力已经有所缓解，美联储可以考虑开始放缓加息的节奏。另一方面圣路易斯，克利夫兰和费城的联储主席认为当前通胀压力并没有明显的改善，依然支持鹰派的加息进程。

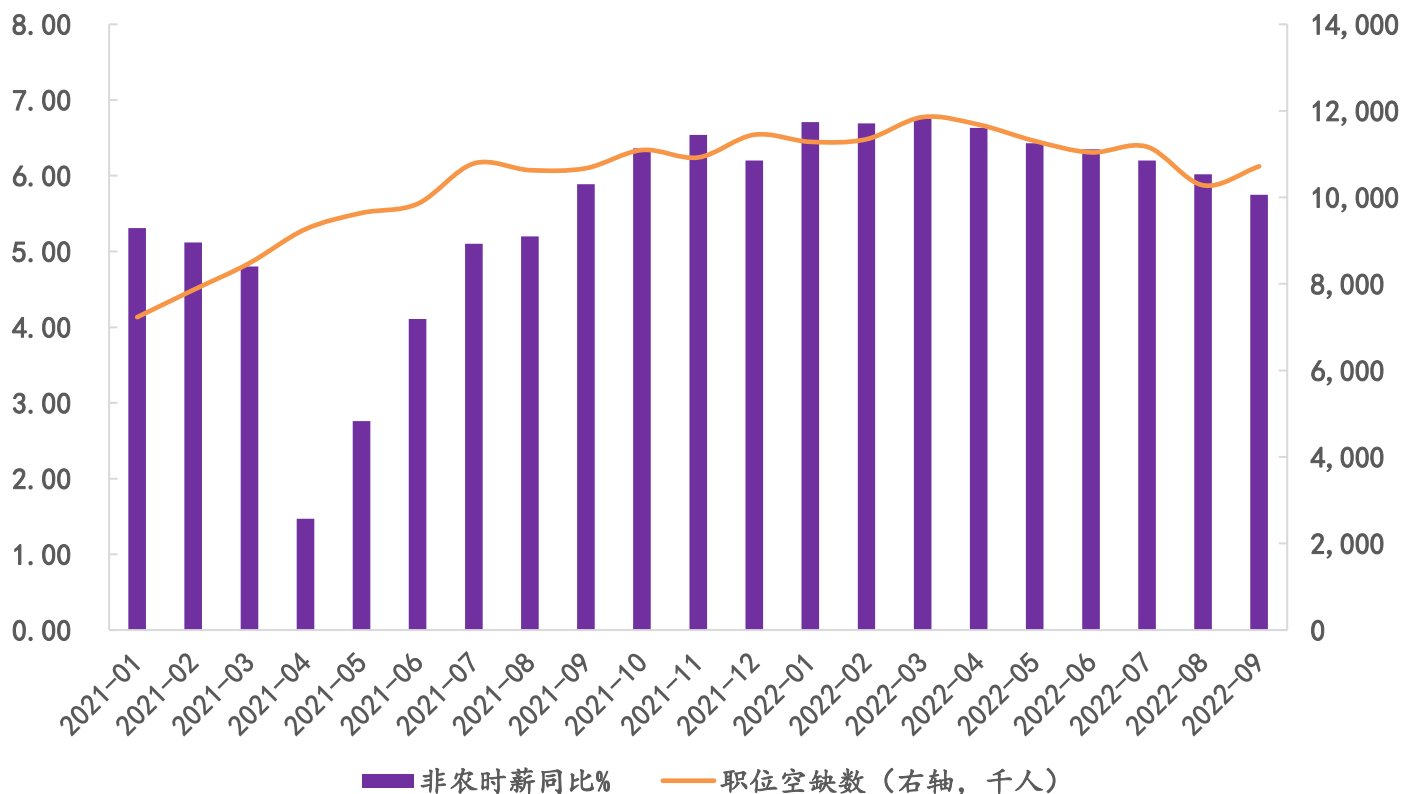
从11月FOMC会议声明中可以看出，美联储当前倾向于暂缓加息的节奏。在声明中，鲍威尔指出联储银行要考虑连续紧缩货币政策的叠加影响，对经济活动和通胀的延时(Lags)生效。因此从声明上来看，12月加息50BP的可能性更高一些。与声明不同的是，在记者招待会上鲍威尔表示当前更重要的问题是加息的终点在哪。从加息和衰退的博弈来，美联储的选择是比较确定的：如果加息过高导致衰退则可以通过降息来解决，而要是加息不充分造成通胀的固化则会对经济造成更大的伤害。这与鲍威尔在疫情前通缩大于通胀的风险管理观点正好相反，因此鲍威尔虽然在FOMC声明中显示出12月加息放缓的态度，但在随后的记者问答中强调当前考虑暂停加息是过早而没有必要的。综合来看，美联储只是放松了加息的步伐，但是并未放松加息的进程，长期的加息状态仍会继续给市场带来压力。

2、更高的加息终点和更长的高利率时代

加息的顶点在哪？根据鲍威尔在议息会议上的表述，鲍威尔认为当前加息顶点已经远高于9月份时联储4.6%左右的预期，CME显示当前美国加息顶点在5.25%，意味着在联储放缓加息前仍会有125BP的加息。

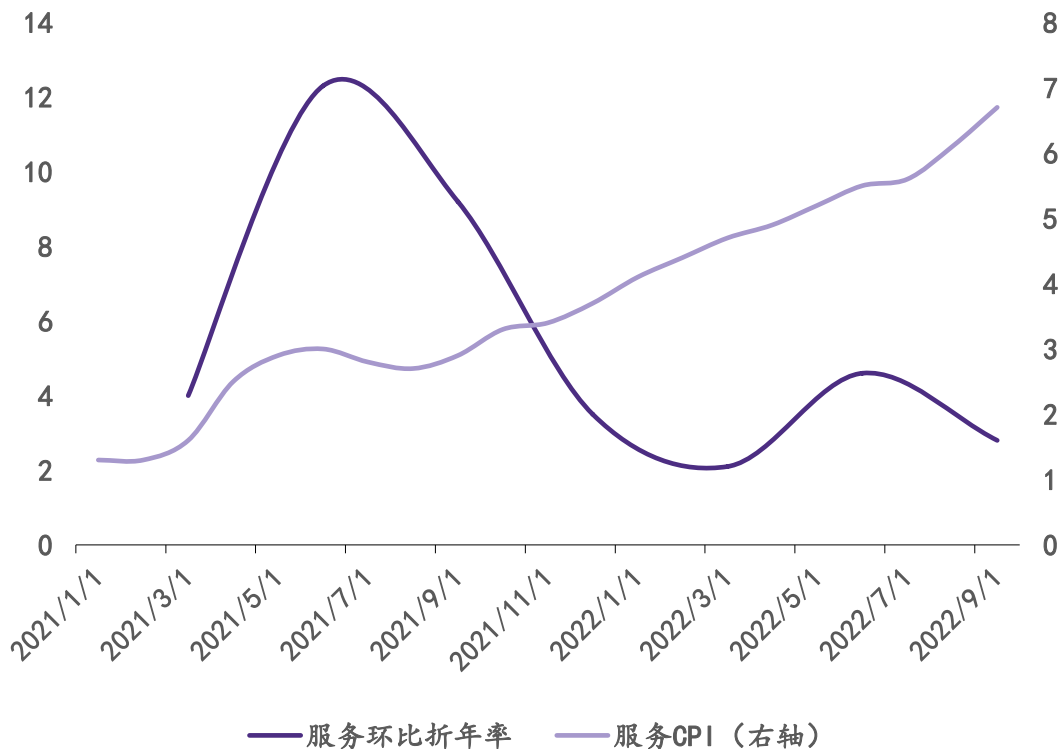
需要保持当前的高利率水平多久？这个问题的决定因素是通胀究竟何时会下降到联储足以接受的水平。当前联储通胀的主要推动力是服务消费的价格，而服务消费的价格又跟工资的涨跌幅息息相关，9月美国非农和非管理人员时薪同比涨幅5.75%，仍处在相对的高位。同时9月份的职位空缺数量为1072万个，高于8月的1028万个，平均每个求职者有1.9个职位，供需失衡的现象没有实质性的缓解，工资的增长仍会持续，带来服务通胀的韧性：9月美国CPI中，服务通胀贡献了46%的物价上涨，而去除掉房屋的服务贡献了20.3%的物价上行。因此从通胀的角度来说，高利率政策或将持续到服务消费下行，服务价格有所缓解的时候。

图表 1：工资增长仍处在高位



资料来源：wind，华鑫证券研究

图表 2：服务消费支撑通胀上行 (%)



资料来源：wind，华鑫证券研究

3、先鸽后鹰的预期管理

优于 FOMC 声明的公布要早于鲍威尔的发言，使得声明的鸽派和鲍威尔的鹰派出现了先鸽后鹰的效果，市场对于 12 月份的预期出现了一定的波动，在 FOMC 声明公布后，CME 联储观察工具显示 12 月加息 50BP 的概率升至 62%，而加息 75BP 的概率则降至 33.5%；但是在鲍威尔发言后 12 月加息 50BP 的可能性降低到了 51.6%，而加息 75BP 的可能性提升到了 43.7%。在 12 月加息之前，美国仍会有新的非农和通胀数据公布，12 月具体的加息仍需观察数据的变化。

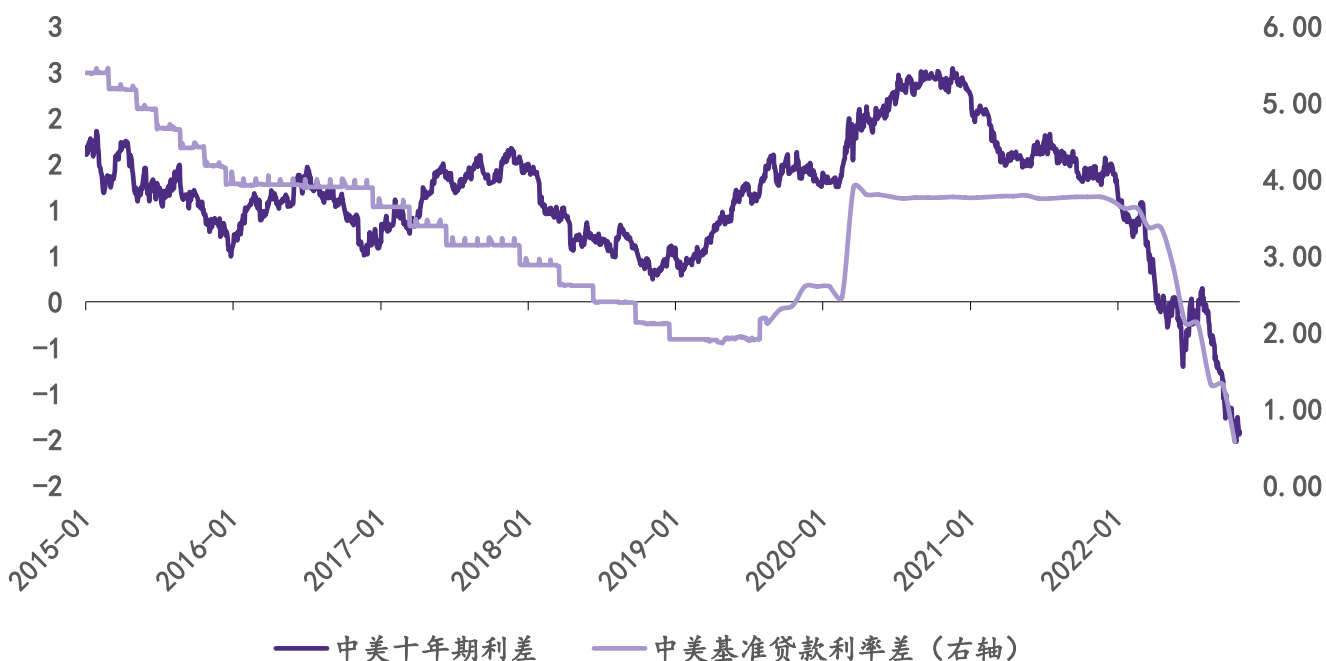
资本市场也出现了一定的反复，美股三大指数在 FOMC 声明公布后短暂拉升，又在鲍威尔发言之后下行，最后道琼斯指数收跌近 500 点，纳斯达克指数收跌 3.37%，标普 500 收跌 2.51%。美元指数也先下后上突破了 112 点的位置。美债则是先下后上，最终突破了 4.1% 的水平。往后来看，美股整体仍将继续下行，美元在长期加息的支撑下仍有上行空间，美债则是继续衰退和加息交易博弈，在加息放缓的影响下，后续衰退交易逐渐占优。

4、中美基准利差倒挂在即

本次加息之后，中美的基准利率将出现了历史上第一次的倒挂：国内一年期 LPR 与美国联邦基金利率的差在会议前保持在 57BP 的空间，11 月联储加息后将推动中美基准利率的倒挂。中美经济和通胀周期的错位导致了货币政策的错位，在美联储不断快速加息的同时国内仍在通过宽货币的方式进一步呵护弱复苏的经济促使了利差的倒挂。利差的倒挂将直接影响国内市场的流动性以及人民币的吸引力。人民币会在美元冲高和利差加强的双重影响下进一步贬值，将有突破前低的可能。沪港通深港通资金净流出在 10 月份达到了 21 年以来的最高值，后续在利差倒挂的进一步加深下，预计资金流出仍将继续，进一步给 A 股市场带来一定的压力。但从另一个角度来说，当前最鹰派的加息进程已经接近尾声，加息进程进入到后半段，从历史经验来看，美联储加息后半程对于 A 股的影响是趋于减弱的状态，对于美股反而是在衰退的风险下面临更大的杀业绩风险。

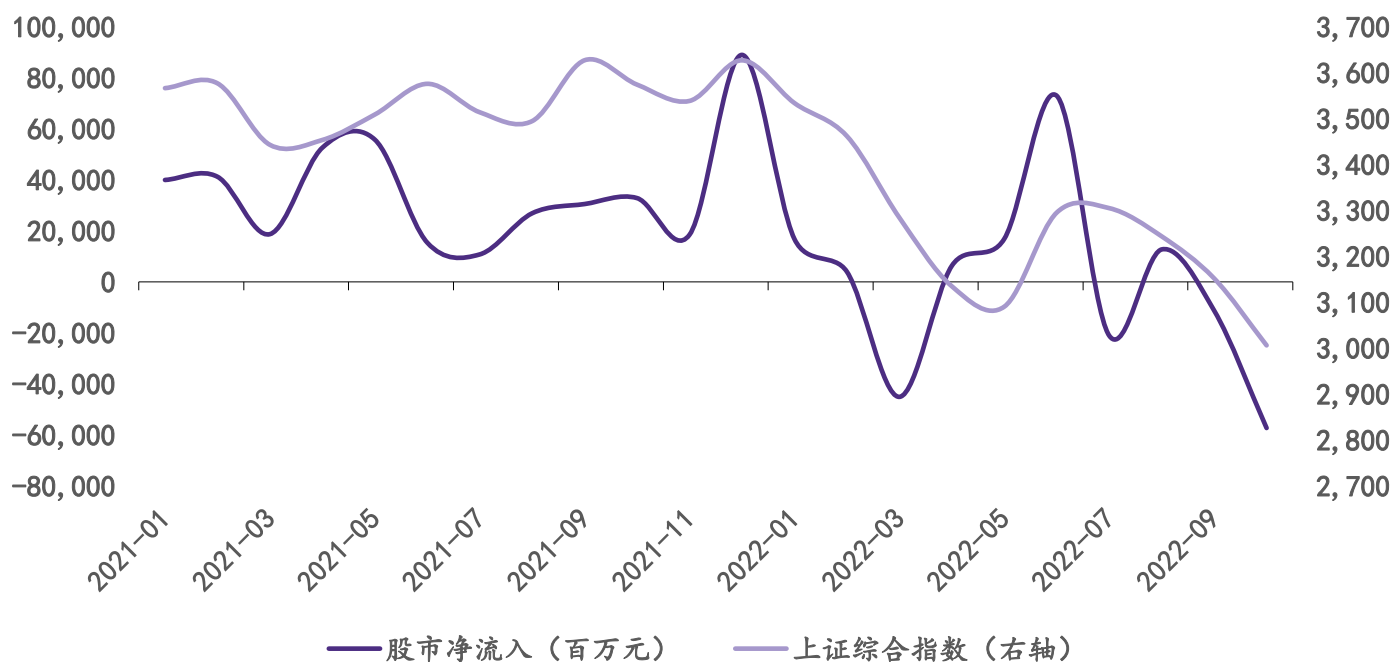
真正决定国内市场走向的是经济基本面的恢复情况，当前国内经济弱复苏的状态受疫情的干扰较为脆弱，后续来看从货币政策角度来说当前利差倒挂使得后续宽货币的空间进一步缩小，需要从财政政策出发进一步呵护经济动能的恢复，扭转市场预期，以此来对冲利差倒挂的影响。

图表 3：中美基准利差将迎来历史性的倒挂



资料来源：wind，华鑫证券研究

图表 4: 股市资金净流出给市场带来压力



资料来源: wind, 华鑫证券研究

5、风险提示

欧美衰退加速兑现，地缘政治风险再次升级。

■ 宏观策略组介绍

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。

谭倩：11年研究经验，研究所所长、首席分析师。

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。

李刘魁：金融学硕士，2021年11月加盟华鑫研究所。

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。