

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师  
执业编号: S1500521040002  
联系电话: 010-83326858  
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

张云杰 宏观研究助理  
联系电话: +86 13682411569  
邮箱: zhangyunjie@cindasc.com

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO., LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
邮编: 100031

## 加息放慢就是好消息

2022年11月3日

- **11月FOMC如期加息75基点。**会前,市场对11月+75bp的预期较为一致。但在9月通胀数据、“新美联储通讯社”记者Timiraos多次表态的影响下,市场对于12月的加息幅度曾有过摇摆,一度升温至+75bp。会后,12月加息预期重回50bp。
- **美联储加息下半场:更慢、更高、更久。**我们在10月初提出判断,美联储加息可能进入下半场,四季度将放慢加息速度。鲍威尔在答记者问时表示加息速度不再重要,12月和明年1月或讨论放缓加息节奏,与我们此前的观点相吻合。与此同时,鲍威尔释放了“更高、更久”的鹰派信号,一是表示最终利率水平将高于此前预期;二是表示紧缩政策的全面见效仍需时间,尤其在通胀方面,且货币政策对经济活动和通胀的影响是滞后的。
- **紧张的劳动力市场依然让美联储神经紧绷。**美联储做出鹰派陈述的原因在于通胀依然较高,其中最让美联储担忧的因素在于紧张的劳动力市场。9月美国职位空缺数反弹,同时就业增长势头强劲,表明劳动力市场仍然偏紧,用工需求旺盛且明显超过劳动力供给,因此造成的工资上涨将对通胀回落形成阻碍。
- **我们预计四季度美国通胀将进一步回落。**第一,针对美联储所担忧的劳动力市场,工时指标已持续下降。从历史上看,工时是衡量就业市场更加领先的变量。去年下半年以来,美国每周工时持续下降,这与经济放缓相一致。当前一系列数据表明,美国经济动能的放缓是实实在在的,就业形势并非坚不可摧。第二,CPI主要分项的上涨动能均趋于减弱。能源项已率先下降,我们预计与之高度相关、走势滞后的粮食价格也将见顶。核心项的变局也已临近,逻辑在于房地产景气度下滑背景下,四季度房屋租金增速或将见顶。第三,四季度通胀基数垫高,将加快CPI同比的回落速度。
- **加息慢了就是好消息。**加息放慢,表明美联储并非对经济放缓“漠不关心”。更重要的是,节奏放慢为将来的政策留出了更多回旋余地。11月会议上,美联储特别强调了在做加息决策时,将着重考虑紧缩政策的累积影响。当通胀回落速度加快,美联储也将具备放缓加息的条件。
- **风险因素:**疫情再度恶化,俄乌冲突扩大,美欧经济衰退。

## 目录

一、11月FOMC如期加息75基点.....	3
二、美联储加息下半场：更慢、更高、更久.....	4
三、预计四季度美国通胀将进一步回落.....	5
四、加息慢了就是好消息.....	8
风险因素.....	8

## 图目录

图 1：市场对于年末的基准利率预期已高过9月加息点阵图给出的指引.....	3
图 2：市场对于未来的加息路径预期（截至11月3日）.....	3
图 3：9月美国职位空缺数反弹.....	4
图 4：9月就业市场表现依然强劲.....	5
图 5：美国长期通胀预期近几个月以来趋于稳定.....	5
图 6：工时变化领先于失业率变化.....	6
图 7：2022Q3美国GDP环比折年率以及分项贡献.....	6
图 8：美国高通胀的三轮驱动中，能源项率先回落.....	7
图 9：四季度CPI住房租金增速或见顶.....	7
图 10：四季度通胀基数垫高.....	8
图 11：美债10Y-3M、10Y-2Y利差双双倒挂.....	8

**事件：**

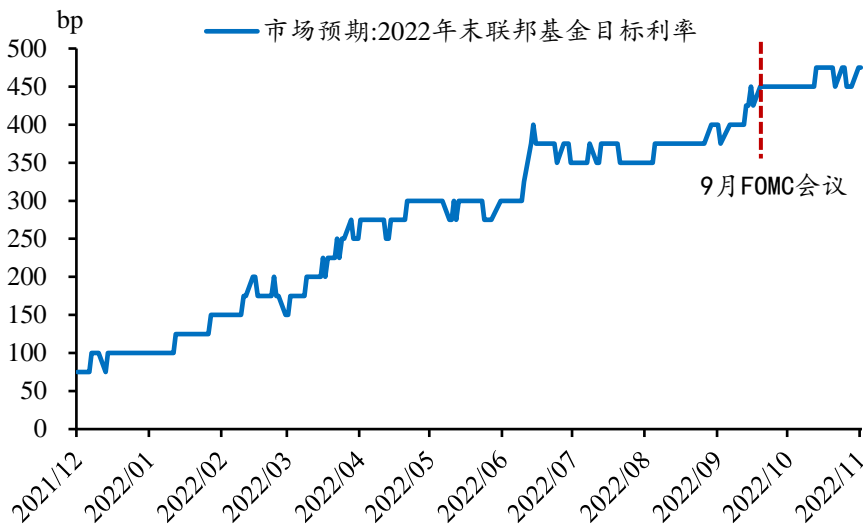
北京时间 11 月 3 日凌晨 2:00，美联储公布 11 月利率决议。凌晨 2:30，美联储主席鲍威尔召开新闻发布会。

## 一、11 月 FOMC 如期加息 75 基点

9 月会议以来，市场对于 11 月会议的加息预期基本定格在 75bp。根据 9 月加息点阵图给出的指引，11、12 月会议将合计加息 125 个基点。市场对 11 月+75bp 的预期较为一致，对 12 月的加息幅度曾有过摇摆。10 月 13 日美国 9 月通胀数据公布，略超预期，市场对 12 月的加息预期由+50bp 升温至 75bp。10 月下旬，有“新美联储通讯社”之称的华尔街日报记者 Nick Timiraos 撰文表示，美联储可能考虑暗示缩小 12 月加息幅度。但在市场加息预期短暂回落至 50bp 后，Timiraos 于 10 月末再度发出鹰派警告，指出更高利率可能持续更长时间，市场预期受此影响重回 75bp。

11 月会议上，美联储如期连续第四次加息 75bp。其他操作上，美联储同步上调各项基准利率。包括存款准备金率调高至 3.9%；隔夜回购利率调高至 4%，总操作限额维持 5000 亿美元不变；隔夜逆回购利率调高至 3.8%，操作限额维持 1600 亿美元（单个交易对手/日）不变；一级信贷利率上调至 4%。

图 1：市场对于年末的基准利率预期已高过 9 月加息点阵图给出的指引



资料来源：CME，信达证券研发中心

图 2：市场对于未来的加息路径预期（截至 11 月 3 日）

MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575	575-600
2022/12/14	0.0%	0.0%	56.8%	43.2%	0.0%	0.0%			
2023/2/1	0.0%	0.0%	0.0%	21.7%	51.6%	26.7%	0.0%	0.0%	0.0%
2023/3/22	0.0%	0.0%	0.0%	4.7%	28.2%	46.2%	20.9%	0.0%	0.0%
2023/5/3	0.0%	0.0%	0.0%	3.3%	21.0%	40.7%	28.6%	6.4%	0.0%
2023/6/14	0.0%	0.0%	0.0%	3.1%	20.0%	39.5%	29.3%	7.7%	0.4%
2023/7/26	0.0%	0.0%	0.4%	5.4%	22.6%	38.1%	26.4%	6.7%	0.3%
2023/9/20	0.0%	0.1%	1.6%	9.3%	26.2%	35.4%	21.9%	5.3%	0.3%
2023/11/1	0.0%	0.6%	4.4%	15.6%	29.6%	30.4%	15.7%	3.4%	0.2%
2023/12/13	0.3%	2.3%	9.3%	21.7%	30.0%	23.9%	10.3%	2.0%	0.1%

资料来源：CME FedWatch Tool，信达证券研发中心

## 二、美联储加息下半场：更慢、更高、更久

会后新闻发布会上，鲍威尔释放了较强的鹰派信号。

一是表示“最终利率水平将高于此前预期 (The ultimate level of interest rates will be higher than previously expected)”。这一表态基本浇灭了市场关于年内停止加息、明年降息的乐观期盼。美联储在9月份披露的加息点阵图已足够鹰派 (多数官员预计2023年基准利率将位于4.5-5.0%区间)，如今无疑是释放了更强的鹰派信号。受此影响，美国股市大幅调整，纳指收跌3.36%，道指收跌1.55%。10年期美债收益率盘中上涨5.4bp (截至北京时间11月3日07:30)。

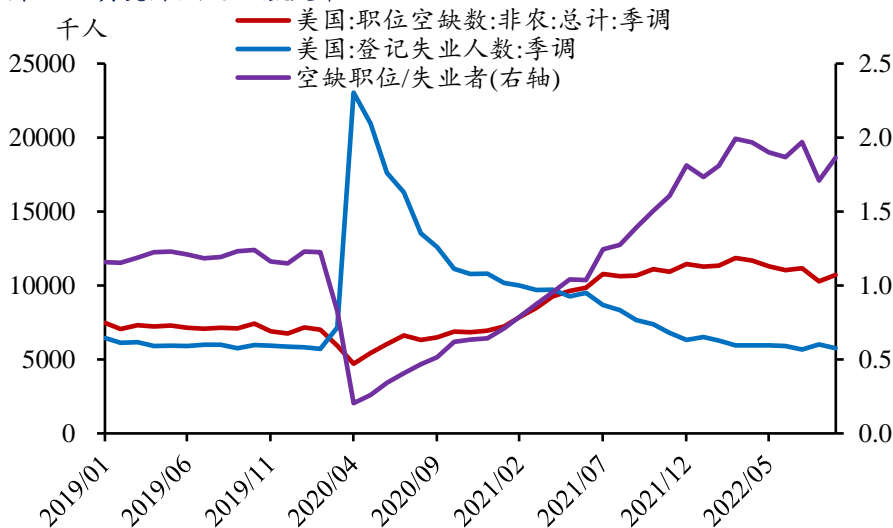
二是表示“紧缩政策的全面见效仍需时间，尤其在通胀方面 (It will take time for the full effects of monetary restraint to be realized, especially on inflation)”，“货币政策对经济活动和通胀的影响是滞后的 (The lags with which monetary policy affects economic activity and inflation)”。这是对于9月会议相关表态的进一步强化，彼时鲍威尔已在新闻发布会上暗示“恢复价格稳定或需要在一段时间内保持紧缩的政策立场”。市场交易已开始清晰反映这一预期，联邦基金利率期货显示，市场预计2023年基准利率将在峰值水平上持续半年之久 (参见图2)。

新闻发布会后的问答环节，鲍威尔表示今年12月和明年1月会议或讨论放缓加息节奏。市场关于12月会议的加息预期随即降至50bp (参见图2)，至此，11月会议所释放信号的三大关键词已形成，即**更慢、更高、更久**。

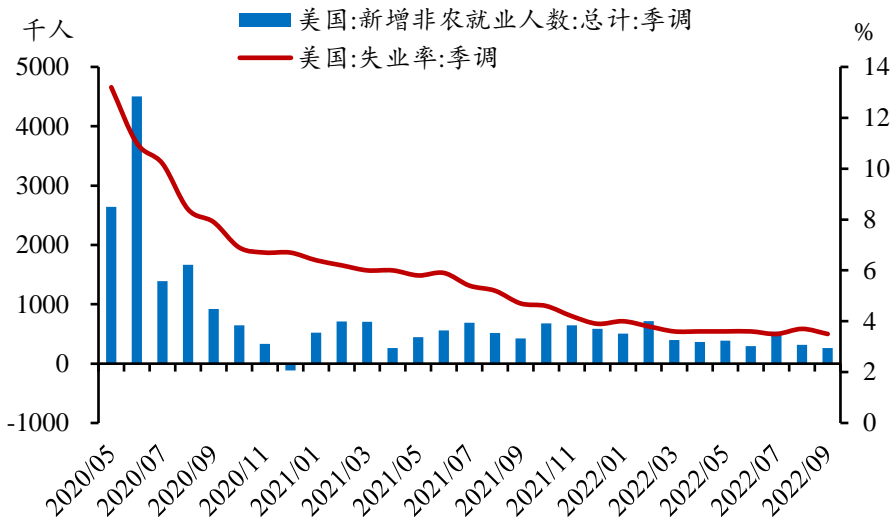
美联储对待通胀的态度依然十分谨慎。鲍威尔强调了控制通胀的紧迫性，高通胀持续时间越长，其根深蒂固 (entrenched) 的可能性就越大。重申价格稳定是经济基石，不会过早放松货币政策等。

最让美联储担忧的是紧张的劳动力市场，以及因此造成的工资上涨。9月美国职位空缺数出现反弹，由8月的1028万升至1072万。每个失业者大约对应1.86个空缺职位，明显高于疫情前水平。与此同时，就业增长势头依旧强劲，9月新增非农就业26.3万，失业率边际下降0.2个百分点至3.5%。这说明劳动力市场仍然偏紧，用工需求旺盛且明显超过劳动力供给，因此造成的工资上涨将对通胀回落形成阻碍。

图3：9月美国职位空缺数反弹



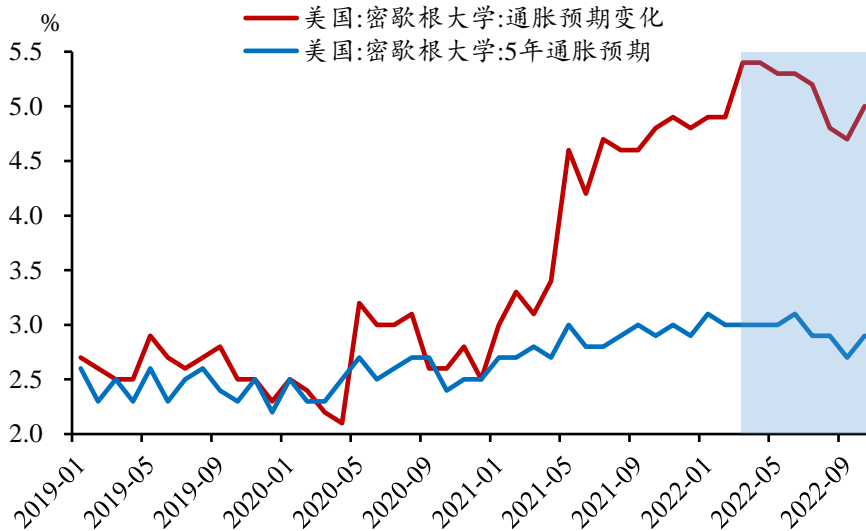
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 4：9 月就业市场表现依然强劲**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

### 三、预计四季度美国通胀将进一步回落

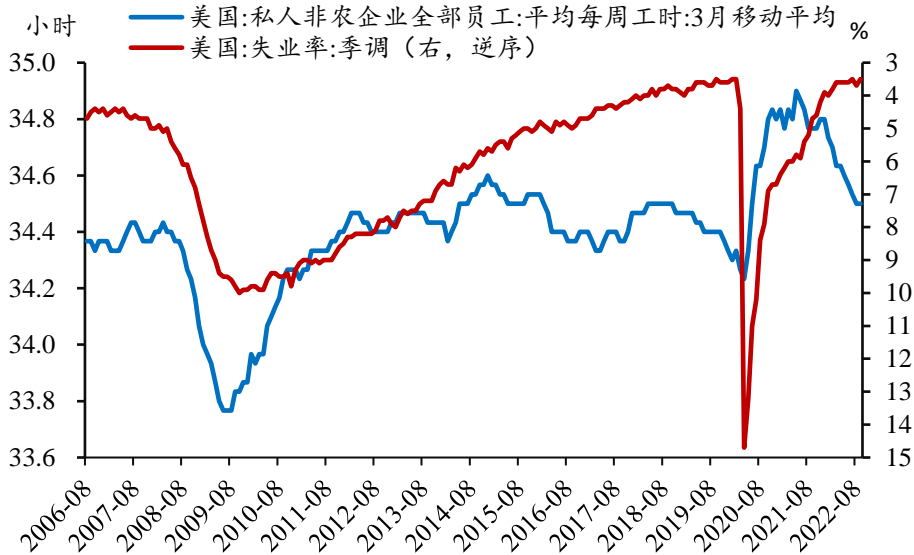
美联储的激进加息已开始见效。尽管 9 月 CPI 同比降幅低于市场预期，但自 6 月读数触顶以来，已连续 3 个月出现回落。此外，鲍威尔判断长期通胀预期趋于稳定 (remain well anchored)，未来将继续尽可能清晰地与市场沟通，从而稳定这一预期。

**图 5：美国长期通胀预期近几个月以来趋于稳定**


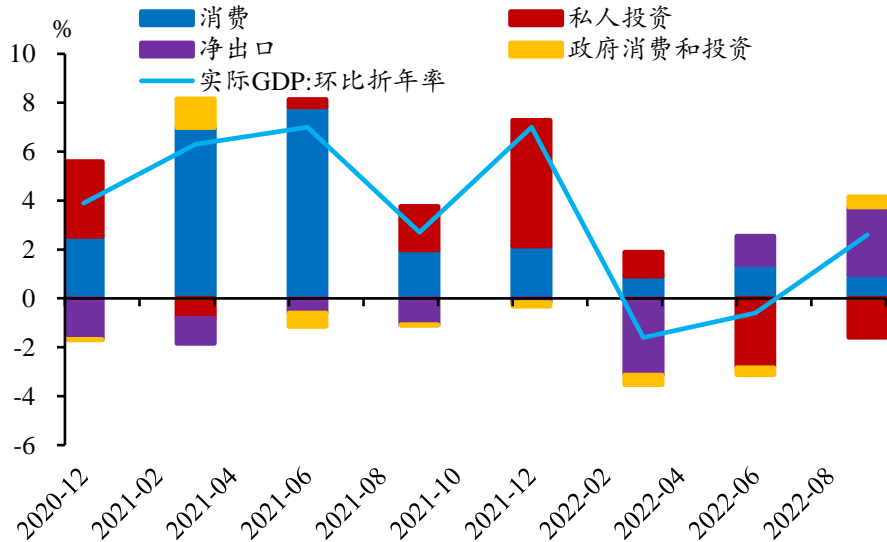
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

四季度，我们预计美国通胀读数将进一步回落。

第一，针对强劲的劳动力市场，工时指标已持续下降。当前的就业形势并非坚不可摧，自去年下半年以来，美国每周工时持续下降，这与经济放缓相一致。从历史上看，工时是衡量就业市场更加领先的变量，失业率指标相对滞后。当前的一系列数据表明，美国经济动能的放缓是实实在在的，包括房地产景气度明显减弱，企业固定资产投资承压。支撑美国三季度 GDP 反弹的消费支出，也已较去年显著放缓。

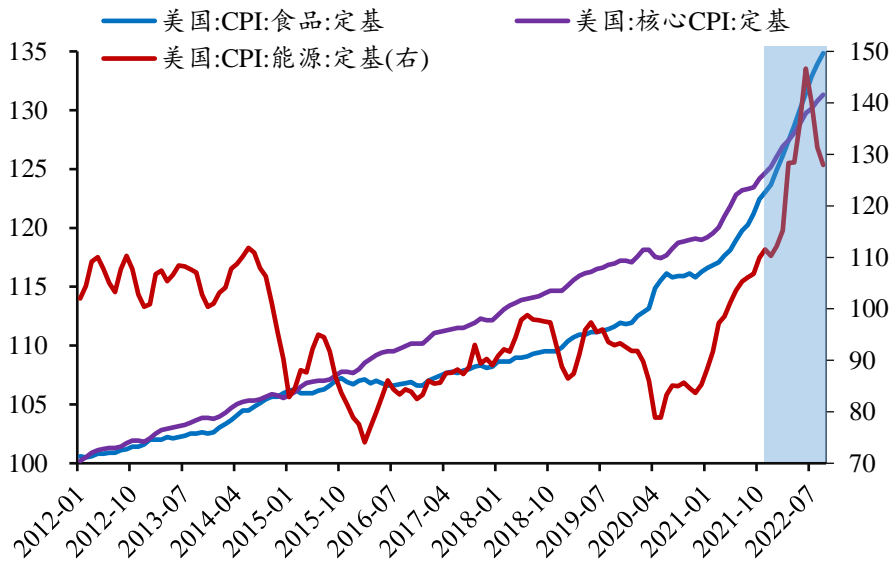
**图 6：工时变化领先于失业率变化**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

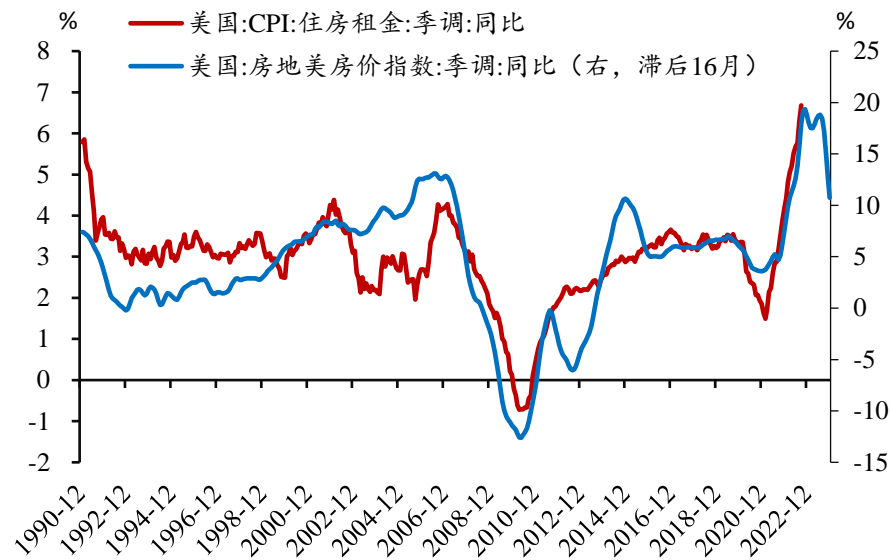
**图 7：2022Q3 美国 GDP 环比折年率以及分项贡献**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**第二，主要分项的上涨动能均趋于减弱。**我们在报告《美国加息进入下半场——四季度股债双牛的逻辑之一》中有详细论述，前期美国通胀高企受能源项、食品项、核心项三轮驱动。但自美联储开启大幅加息，同时带动全球主要经济体央行开启紧缩周期后，6月份以来能源项 CPI 定基指数已有明显回调。未来食品项的驱动也将逐步减弱，逻辑在于全球粮食价格和能源价格高度相关，具有同涨同跌的特征。而核心项的变局也已临近，原因在于核心 CPI 中住宅分项占比最高。在房地产市场景气度下降的背景下，四季度房屋租金增速或将见顶，核心通胀上涨动力趋于衰竭。

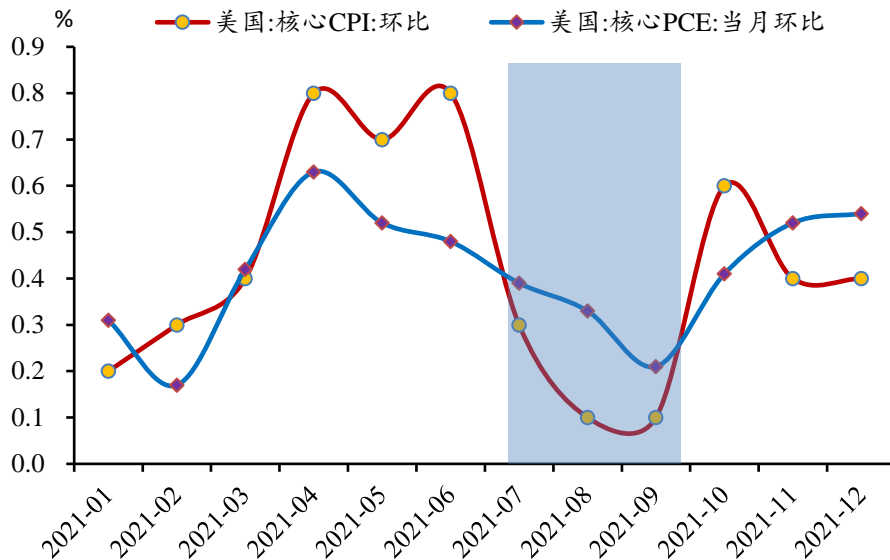
**图 8：美国高通胀的三轮驱动中，能源项率先回落**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 9：四季度 CPI 住房租金增速或见顶**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**第三，四季度通胀基数垫高，将加快 CPI 同比的回落速度。**最后再考虑基数因素，2021 年 7 月美国德尔塔疫情爆发，CPI 和 PCE 环比降至低位，四季度随着经济复苏通胀基数再度走高。

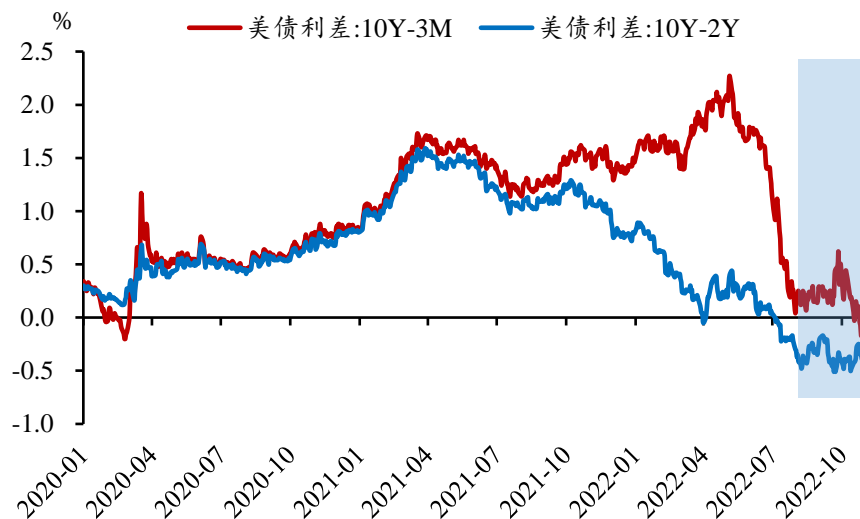
**图 10：四季度通胀基数垫高**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

## 四、加息慢了就是好消息

加息放慢，表明美联储并非对经济放缓“漠不关心”。10月中旬以来，美债 10Y-3M 利差与 10Y-2Y 利差双双发生倒挂。历史上两项利差同时发生倒挂时，美国经济无一例外发生衰退（详见《美联储史诗级加息：源起、演进和影响》）。在加息幅度大、节奏快的时期，市场恐慌情绪更浓，波动更加剧烈。而当加息节奏放慢，经济活动将迎来喘息的空间。

更重要的是，节奏放慢为将来的政策留出了更多回旋余地。11月会议上，美联储特别强调了在做加息决策时，将着重考虑紧缩政策的累积（cumulative）影响。如前文所述，我们预计四季度通胀读数将进一步回落，且幅度有可能高于市场预期。届时，美联储也将具备放缓加息的条件。

**图 11：美债 10Y-3M、10Y-2Y 利差双双倒挂**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

## 风险因素

疫情再度恶化，俄乌冲突扩大，美欧经济衰退。



## 研究团队简介

解运亮，信达证券首席宏观分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学汉青研究院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。首届“21世纪最佳预警研究报告”得主。

张云杰，信达证券宏观研究助理。阿德雷德大学应用金融硕士，华中科技大学统计学学士。2021年加入信达证券研究开发中心，侧重于研究货币流动性和物价分析。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	<a href="mailto:hanqiyue@cindasc.com">hanqiyue@cindasc.com</a>
华北区销售总监	陈明真	15601850398	<a href="mailto:chenmingzhen@cindasc.com">chenmingzhen@cindasc.com</a>
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	<a href="mailto:quejiacheng@cindasc.com">quejiacheng@cindasc.com</a>
华北区销售	祁丽媛	13051504933	<a href="mailto:qiliyuan@cindasc.com">qiliyuan@cindasc.com</a>
华北区销售	陆禹舟	17687659919	<a href="mailto:luyuzhou@cindasc.com">luyuzhou@cindasc.com</a>
华北区销售	魏冲	18340820155	<a href="mailto:weichong@cindasc.com">weichong@cindasc.com</a>
华北区销售	樊荣	15501091225	<a href="mailto:fanrong@cindasc.com">fanrong@cindasc.com</a>
华北区销售	秘侨	18513322185	<a href="mailto:miqiao@cindasc.com">miqiao@cindasc.com</a>
华东区销售总监	杨兴	13718803208	<a href="mailto:yangxing@cindasc.com">yangxing@cindasc.com</a>
华东区销售副总监	吴国	15800476582	<a href="mailto:wuguo@cindasc.com">wuguo@cindasc.com</a>
华东区销售	国鹏程	15618358383	<a href="mailto:guopengcheng@cindasc.com">guopengcheng@cindasc.com</a>
华东区销售	李若琳	13122616887	<a href="mailto:liruolin@cindasc.com">liruolin@cindasc.com</a>
华东区销售	朱尧	18702173656	<a href="mailto:zhuyao@cindasc.com">zhuyao@cindasc.com</a>
华东区销售	戴剑箫	13524484975	<a href="mailto:daijianxiao@cindasc.com">daijianxiao@cindasc.com</a>
华东区销售	方威	18721118359	<a href="mailto:fangwei@cindasc.com">fangwei@cindasc.com</a>
华东区销售	俞晓	18717938223	<a href="mailto:yuxiao@cindasc.com">yuxiao@cindasc.com</a>
华东区销售	李贤哲	15026867872	<a href="mailto:lixianzhe@cindasc.com">lixianzhe@cindasc.com</a>
华东区销售	孙僮	18610826885	<a href="mailto:suntong@cindasc.com">suntong@cindasc.com</a>
华东区销售	贾力	15957705777	<a href="mailto:jjali@cindasc.com">jjali@cindasc.com</a>
华东区销售	石明杰	15261855608	<a href="mailto:shimingjie@cindasc.com">shimingjie@cindasc.com</a>
华东区销售	曹亦兴	13337798928	<a href="mailto:caoyixing@cindasc.com">caoyixing@cindasc.com</a>
华南区销售总监	王留阳	13530830620	<a href="mailto:wangliuyang@cindasc.com">wangliuyang@cindasc.com</a>
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	<a href="mailto:chenchen3@cindasc.com">chenchen3@cindasc.com</a>
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	<a href="mailto:wangyufei@cindasc.com">wangyufei@cindasc.com</a>
华南区销售	刘韵	13620005606	<a href="mailto:liuyun@cindasc.com">liuyun@cindasc.com</a>
华南区销售	胡洁颖	13794480158	<a href="mailto:hujieying@cindasc.com">hujieying@cindasc.com</a>
华南区销售	郑庆庆	13570594204	<a href="mailto:zhengqingqing@cindasc.com">zhengqingqing@cindasc.com</a>
华南区销售	刘莹	15152283256	<a href="mailto:liuying1@cindasc.com">liuying1@cindasc.com</a>

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达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，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入：股价相对强于基准20%以上；	看好：行业指数超越基准；
	增持：股价相对强于基准5%~20%；	中性：行业指数与基准基本持平；
	持有：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡：行业指数弱于基准。
	卖出：股价相对弱于基准5%以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。