

# 美联储加息周期峰值预期再次提升

## ——美联储10月FOMC点评及周评

2022年11月3日

宏观经济	事件点评
------	------

分析师

康明怡 电话：021-25102911 邮箱：kangmy@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480519090001

### 事件：

11月2日，美联储连续第四次加息75bp，联邦基金利率升至3.75~4%。

### 主要观点：

昨晚FOMC以及鲍威尔讲话完全符合我们上次加息和9月非农点评内容。当前美联储的加息路径走在正确的道路上，非常利于控制通胀和未来衰退的幅度。11月加息幅度符合市场预期，后期加息幅度或有下降，但本轮加息周期峰值和久期再超市场预期，引发市场动荡。相对于实体经济和通胀表现，货币政策还没有到过紧的水平，短端市场流动性平稳。本轮加息周期最终利率水平可以到达4.75~5%。美十债利率上限暂时维持4.1~4.35%；维持美股中性，等待低点；美元指数在欧洲衰退落地之前将继续保持强势。

**鲍威尔指出本轮加息周期最终利率水平将高于上次点阵图4.5%，维持高位的时间也更长，引发市场动荡。**我们在上次点评中提到，如果美联储坚持当前立场，本轮加息周期峰值可到达4.5%+而非点阵图中的4.5%。从历史角度，联邦基金利率处于实际GDP季度同比之上是利率中性的典型特征。次贷危机之前，FFR基本在实际GDP同比和名义GDP同比增速之间。当前FFR水平刚刚略超过实际GDP同比，考虑到地产行业已从次贷危机中恢复，有理由认为FFR也应恢复原有的相对位置。我们对比了2000年和2006年实际GDP同比、CPI同比以及FFR的相对关系，测算出本轮加息周期末期峰值可以达到4.8%附近，即4.75~5%区间，并维持一段时间直至确认通胀问题得到根本性解决。至于最终会不会突破5%还要看未来通胀和就业数据的演变。

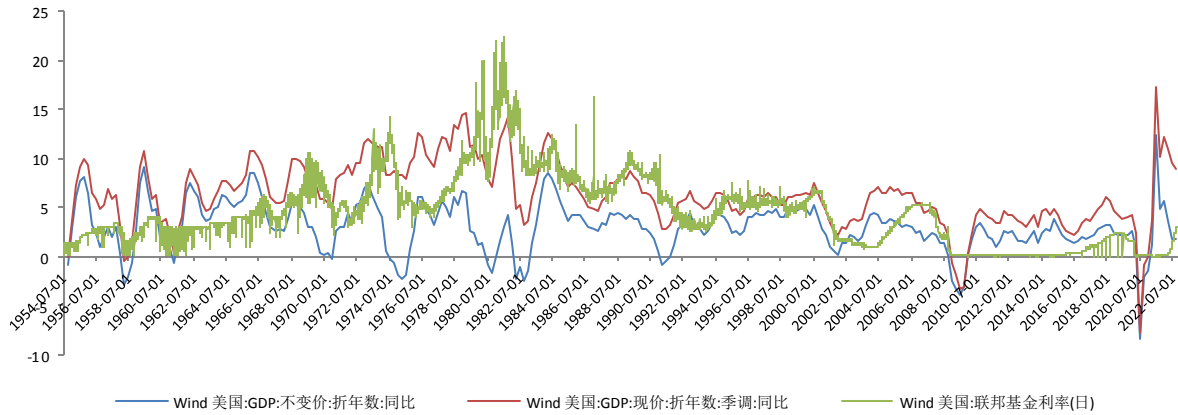
**未来可能降低加息幅度，但不代表暂停加息。**这非常符合加息周期末期特征，可以避免金融市场动荡以及经济不必要的大幅衰退，有利于实现温和衰退。我们在9月非农数据点评中提到在加息周期末期每次以50bp较为稳妥，而长期通胀水平应在2.3~2.5%左右，如果美联储仍旧致力于回到2%，将造成后期货币政策过紧的风险。但市场不应该因为降低加息幅度而产生暂停加息的预期，两者并不互为因果。此次能否转向成真将面临四季度通胀有可能反弹的考验，原油价格在近一个月期间止跌，或无法对冲核心通胀上涨。因此，12月能否降低加息幅度至50bp仍不能完全落地。

**从短期利率市场看，货币政策尚未偏紧，短端流动性正常。**虽然2年期和10年期国债利率长期倒挂，但短端利率与FFR息差稳定，没有出现短端利率低于FFR这种经典的货币政策偏紧的信号。银行间市场流动性也保持稳定，无论银行隔夜拆借利率还是逆回购利率在加息过程中没有出现危机前利率明显波动的情况，表明市场尚能够承受利率抬高。此外，虽然9月开始缩表加速，但目前美联储资产规模缩减才刚刚开始，至少半年内对流动性没有影响。商业银行资产比例中，现金和国债MBS债持有比率仍在高位。因此，尚不比过分担忧市场流动性。在上次加息之后，FFR稳定在3.08%，处于3~3.25%的中间偏下位置，亦表明短端流动性较为充裕。

**我们认为结合原油、非管理人员时薪持续回落，地产降温，基本可以判断本轮通胀见顶，但冬季可能会有反复。**通胀是本轮加息进程的决定性因素。我们从2020年开始对本轮通胀周期的观点一直有二：一是通胀维持高位的时间比美联储预期的要长，二是通胀回落的幅度比美联储预期的要小。其中最主要的内生原因是地产周期的恢复，导致通胀中枢上移50bp至2.3%附近。本轮通胀已脱离原油增长趋势，为90年代以来首次。一般而言，核心通胀与过去12个月CPI均值高度相关，因此需要更长时间回落。在薪资增速同比没有降至4%以下前，服务类价格较难有效回落。考虑到4季度欧洲能源危机或导致能源价格再次走高，3季度为通胀良性回落的最佳窗口期，通胀回落非常有限。我们一直强调，高通胀背景下实体经济陷入衰退不可避免。相比欧洲，美国衰退或较为温和。

**美债方面，维持美十债上限4.1~4.35%。**因黄金价格跌势，10月初我们已将美十债上限从3.75%~4%修正至4.1~4.35%，并提出处于这一区间的时间不会很长。此次修正并非因为通胀或加息路径预期的变化，而是9月美元指数上升导致的金价下跌，我们在模型预测时对金价变动预期不足导致。该模型只能提供正常情景下与宏观经济环境相匹配的美债合理区间，不能预测

图1：美国实际 GDP、名义 GDP 和基准利率的关系



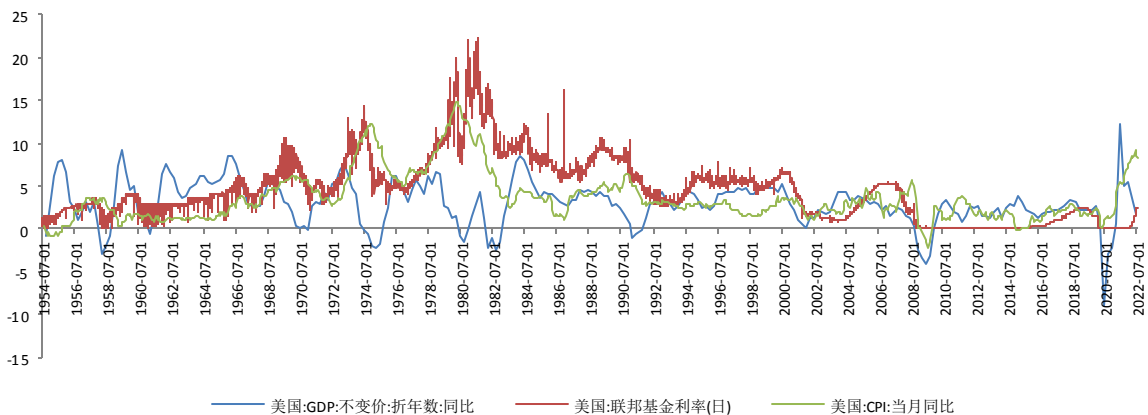
资料来源：wind，东兴证券研究所

极端情况，例如资产抛售引起流动性短缺导致的利率上升。关于长短国债利率倒挂可以参考 1978~1980 年的情况，预计会维持较长时间。

**维持美股中性，等待低点的观点。**我们在 1 月美联储缩表预期提前出现后即对美股从积极转向中性，并提示泡沫风险。当前，美股虽然长期趋势上的泡沫已经消失，但在加息周期结束之前，仍会受到利率抬升的压制，长期拐点仍需耐心等待。此外，受美联储鹰派以及欧洲经济衰退预期的双重影响，美元将继续保持强势。

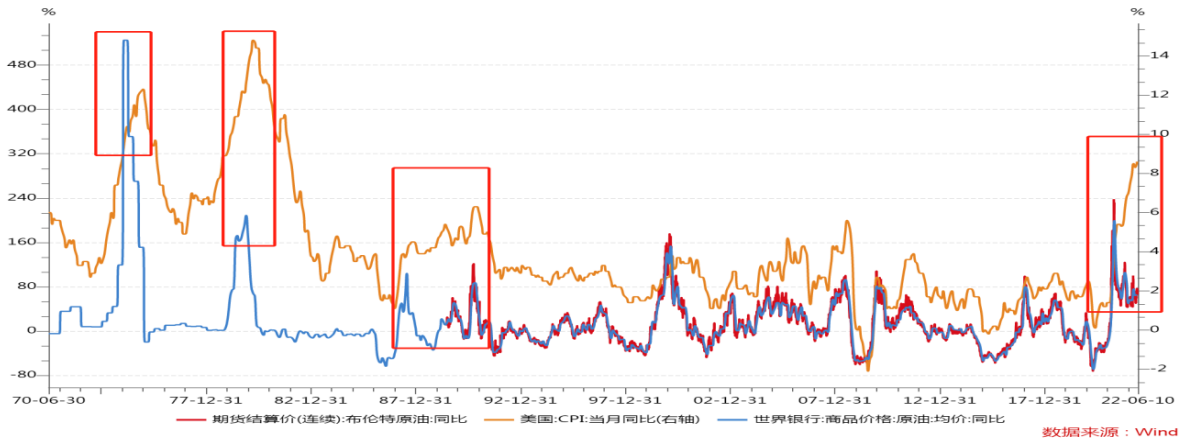
**风险提示：**海外通胀回落不及预期，海外经济衰退，冬季能源危机。

图2：实际 GDP、CPI 与 FFR 的关系



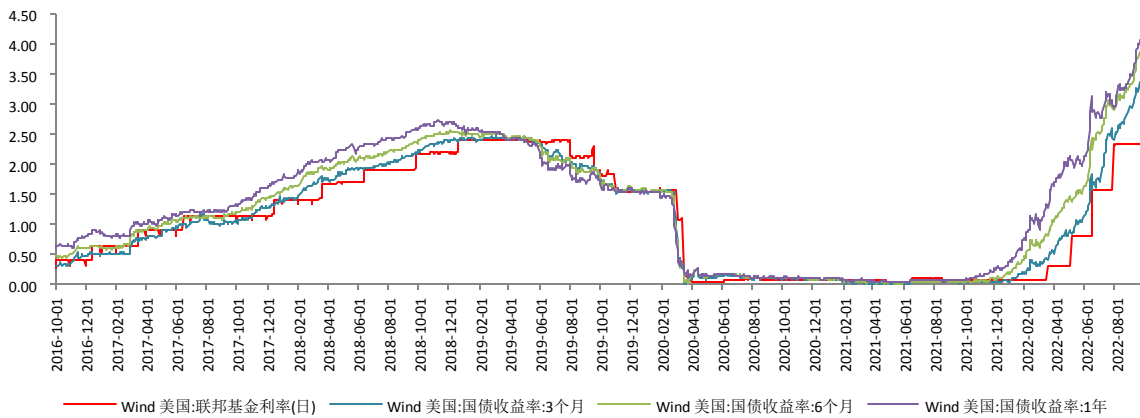
资料来源：wind，东兴证券研究所

**图3：本轮通胀大幅脱离原油价格为 90 年代以来首次**



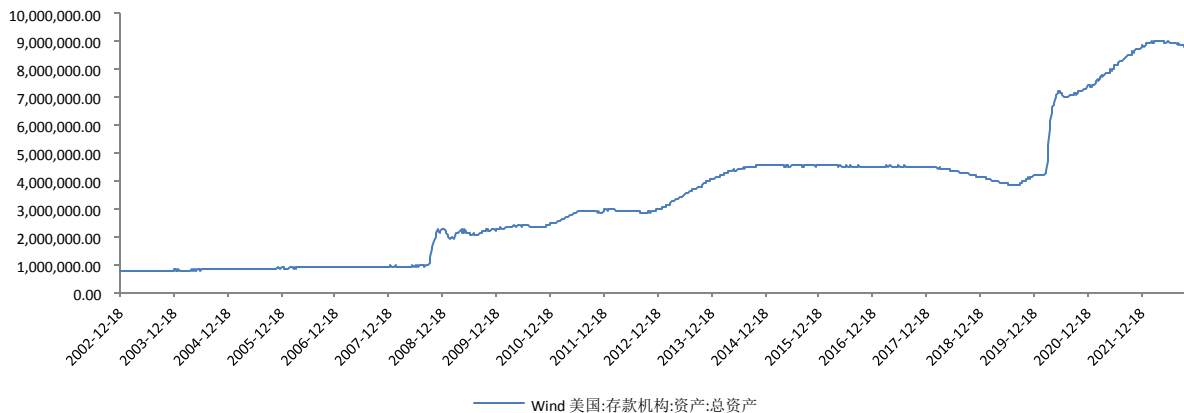
资料来源: wind, 东兴证券研究所

**图4：短端利率与 FFR 利差稳定**



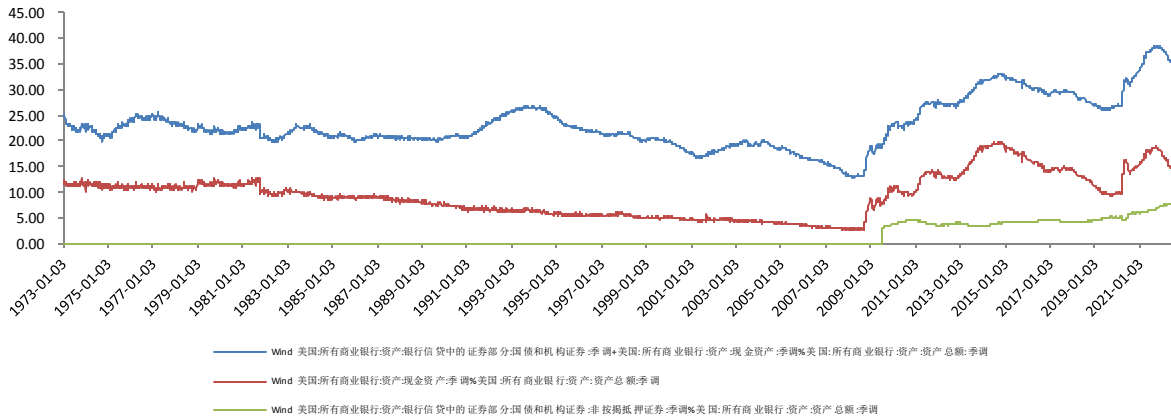
资料来源: wind, 东兴证券研究所

**图5：缩表规模尚不足以影响流动性**



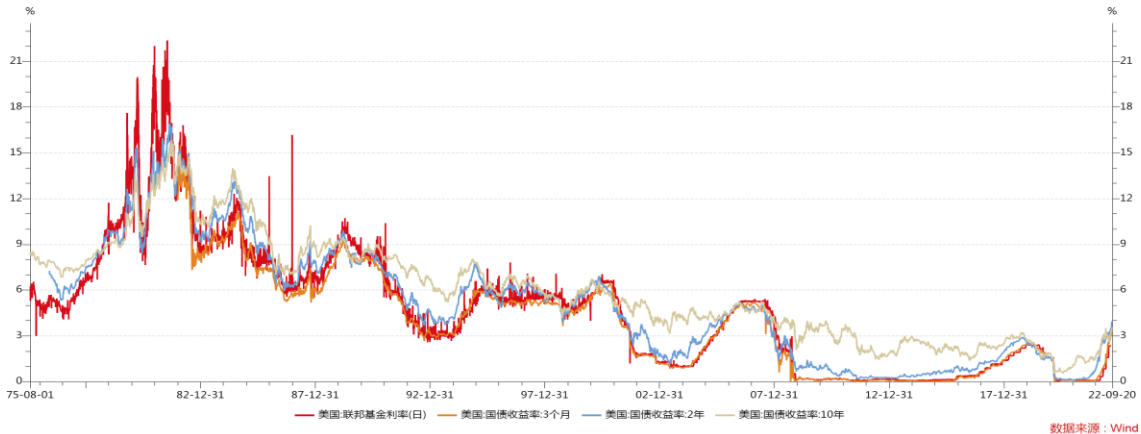
资料来源: wind, 东兴证券研究所

图6: 银行体系流动性占比较高



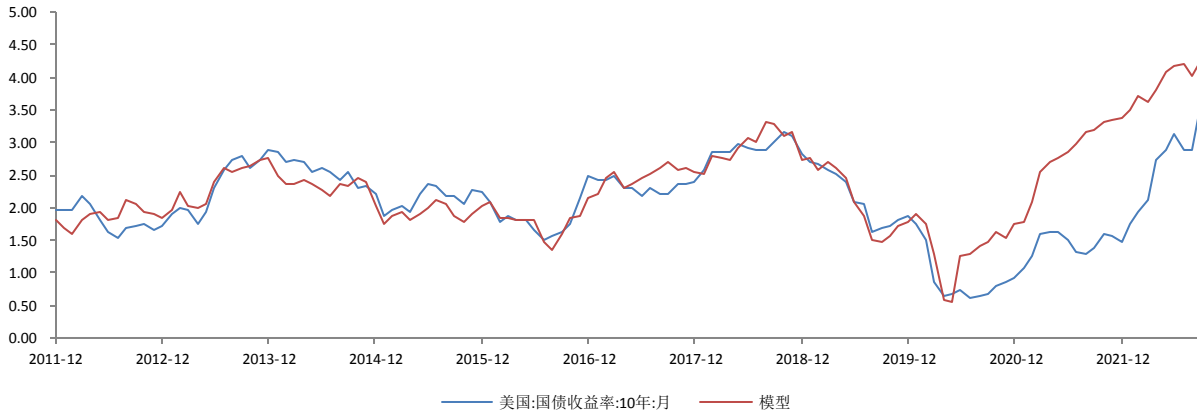
资料来源: wind, 东兴证券研究所

图7: 利率倒挂可参考 70 年代末



资料来源: wind, 东兴证券研究所

图8: 美十债模型预测



资料来源: wind, 东兴证券研究所

## 相关报告汇总

报告类型	标题	日期
宏观普通报告	宏观普通报告: 美国三季度 GDP 略超预期, 各国央行加息幅度或有转向	2022-10-28
宏观普通报告	宏观普通报告: 美国通胀回落不及预期, 冬季或有反复	2022-10-14
宏观普通报告	宏观普通报告: 美国非农略超预期, 11 月加息 75bp 概率提升	2022-10-09
宏观普通报告	宏观普通报告: 美联储 9 月加息 75bp, 加息周期峰值预期再次提升	2022-09-23
宏观普通报告	宏观普通报告: 美国通胀回落不及预期, 美股债双跌	2022-09-15
宏观普通报告	宏观普通报告: 美国非农仍旧强劲, 9 月加息 75bp 概率进一步提升	2022-09-04
宏观普通报告	宏观普通报告: 美联储 9 月加息 75bp 概率提升, 并将维持高利率直至通胀问题彻底解决	2022-08-28
宏观普通报告	宏观普通报告: 美国通胀回落超预期, 8 月将继续回落	2022-08-11
宏观普通报告	宏观普通报告: 美国就业增长广泛, 不阻碍加息步伐	2022-08-07
宏观普通报告	宏观普通报告: 美国通胀再创新高, 下月或小幅回落	2022-07-14

资料来源: 东兴证券研究所

## 分析师简介

### 康明怡

经济学博士。分别就读于武汉大学、清华大学和明尼苏达大学，博士期间曾在明尼苏达大学、美联储明尼阿波利斯分行从事多年教学和访问工作。2010 年开始执教于复旦大学经济学院 985 平台，上海浦江人才计划项目。2017 年加入东兴证券研究所。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

## 东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：010-66554070  
传真：010-66554008

电话：021-25102800  
传真：021-25102881

电话：0755-83239601  
传真：0755-23824526