

加息或将放缓但终值可能更高

——美联储 11 月会议点评

报告摘要

证券分析师：尤春野

电话：021-58502206

E-MAIL: youcy@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190522030002

美联储如期加息，市场鹰派解读。美联储 11 月会议上如期加息 75bp，符合市场预期。不过随着美联储公布会议决议及鲍威尔召开新闻发布会，资产价格剧烈波动，美元与美债收益率先抑后扬，股市与黄金则反向变化。最终美元大涨而美股大跌，市场给出了鹰派的反馈。

“加息速度”和“加息终点”是市场博弈的两个角度。资产价格之所以有如此大的波动，源于市场对美联储未来“加息速度”和“加息终点”的两个角度的博弈。美联储公告中指出，“在决定未来目标区间的加息步伐时，委员会将考虑货币政策的累积收紧程度、货币政策对经济活动和通胀的影响滞后程度，以及经济和金融发展。”这在很大程度上是未来会放缓加息的信号，这是决议公布后美元大跌、美股大涨的原因。但在随后的新闻发布会上，鲍威尔强调了抗击通胀的决心，打消了市场对于美联储可能很快转向的预期，转而引导市场预期向更高的利率终点定价。“加息速度放缓”与“加息终值提升”是一鸽一鹰的两个方向，但加息终值对于市场而言相对更加重要，且加息放缓的预期在过去一段时间已经一定程度上被 price in，所以最终资本市场对本次会议给出的反馈是鹰派取向。

滞胀的持续时间可能更长。鲍威尔指出美国经济当前的状况仍然较为良好。但同时鲍威尔也承认“金融状况已经相当紧张。”“随着利率走高，很难看到软着陆。”鲍威尔的矛盾态度反映出美国经济“强现实”与“弱预期”之间的背离。所以美联储的整体态度更倾向于相机决策，是滞后性的，需要通胀和经济方面更多的数据确认才可能转变态度。我们认为美国经济“滞胀”的时间将会持续更长，相应的“衰退”的时点可能后移。虽然美联储在大幅加息，但财政政策对居民的福利补贴依然很多，且很多州推出了新一轮“直升机撒钱”方案，这反映出美国当前货币政策与财政政策并不协调，所以美联储紧缩来压制通胀的努力会被财政政策削弱，也就意味着“滞胀”的时间可能更长。但更长的“滞胀”就会带来更久的加息和更大的衰退风险。

美元上行的风险仍在，人民币贬值未到转向时。我们认为美联储加息给全球资产带来的压力并未结束。11 月会议虽然透露了放缓加息的取向，但抗击通胀的态度未有丝毫软化。在美国经济衰退预期尚未兑现、

通胀仍然高企的背景下，不宜过早交易美联储转向。预计美元将维持较强的势头，欧洲经济衰退如果兑现，将会造成美元短期内快速冲高，美元指数高点可能会冲击 120。相应的人民币兑美元贬值的压力将继续存在。预计未来央行对人民币汇率的调控主要是防止人民币的过快贬值，而非扭转趋势。

风险提示：美国通胀居高不下。

目录

1. 美联储如期加息，市场鹰派解读.....	5
2. “加息速度”和“加息终点”是市场博弈的两个角度	5
3. 滞胀的持续时间可能更长.....	6
4. 美元上行的风险仍在，人民币贬值未到转向时	6

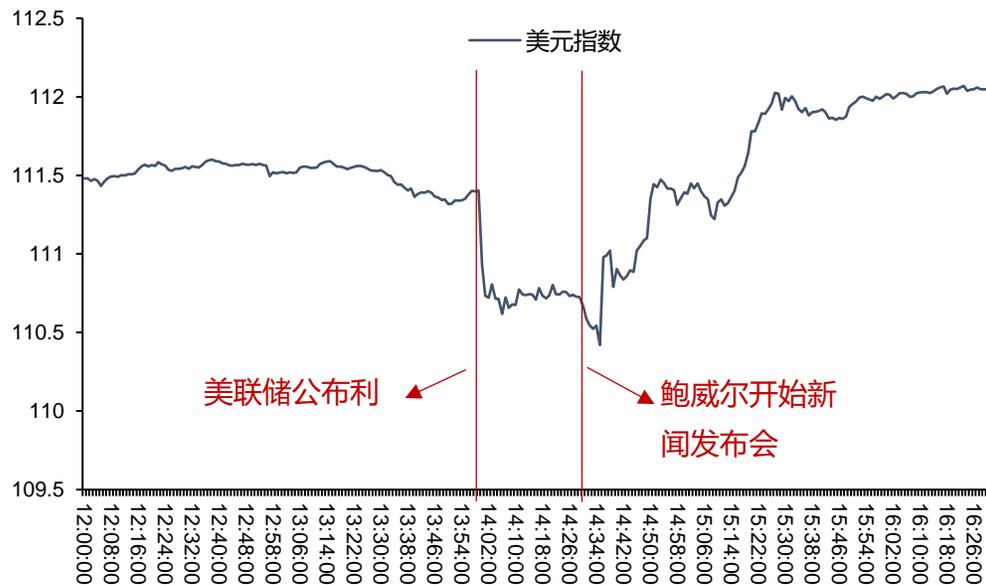
图表目录

图表 1: 美元先抑后扬.....	5
图表 2: 美国政府福利（财政补贴）仍远远高于疫情前的趋势水平.....	6

1. 美联储如期加息，市场鹰派解读

美联储 11 月会议上如期加息 75bp，并获所有票委一致通过。这是本轮加息周期中第四次单次加息 75bp，基准利率区间上升至 3.75%-4%，这一幅度符合市场预期。不过随着美联储公布会议决议及鲍威尔召开新闻发布会，资产价格剧烈波动，美元与美债收益率先抑后扬，股市与黄金则反向变化。最终美元大涨而美股大跌，市场给出了鹰派的反馈。

图表 1：美元先抑后扬



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

2. “加息速度”和“加息终点”是市场博弈的两个角度

资产价格之所以有如此大的波动，源于市场对美联储未来“加息速度”和“加息终点”的两个角度的博弈。

美联储公告中指出，“在决定未来目标区间的加息步伐时，委员会将考虑货币政策的累积收紧程度、货币政策对经济活动和通胀的影响滞后程度，以及经济和金融发展。”这在很大程度上是未来会放缓加息的信号，与此前美联储多位官员的“吹风”和此后鲍威尔新闻发布会上的倾向相符，所以市场对于 12 月继续加息 75bp 的预期有所下降，而更多地押注于 50bp 的幅度。这是决议公布后美元大跌、美股大涨的原因。

但在随后的新闻发布会上，鲍威尔不断强调“我们没有过度加息。”“现在考虑暂停加息还为时过早。”“我们现在关注的是我们需要把利率提高到什么水平。”“没有迹象表明通货膨胀正在下降。”这打消了市场对于美联储可能很快转向的预期，转而引导市场预期向更高的利率终点定价。鲍威尔指出终端利率水平将高于 9 月会议时的预期，这意味着本轮加息的高点很可能会超过 5%。美联储掉期交易显示本轮加息的峰值接近 5.1%，CME 利率期货显示高点或在 5.25%。

“加息速度放缓”与“加息终值提升”是一鸽一鹰的两个方向，但加息终值对于市场而言相对更加重要，且加息放缓的预期在过去一段时间已经一定程度上被 price in，所以最终资本市

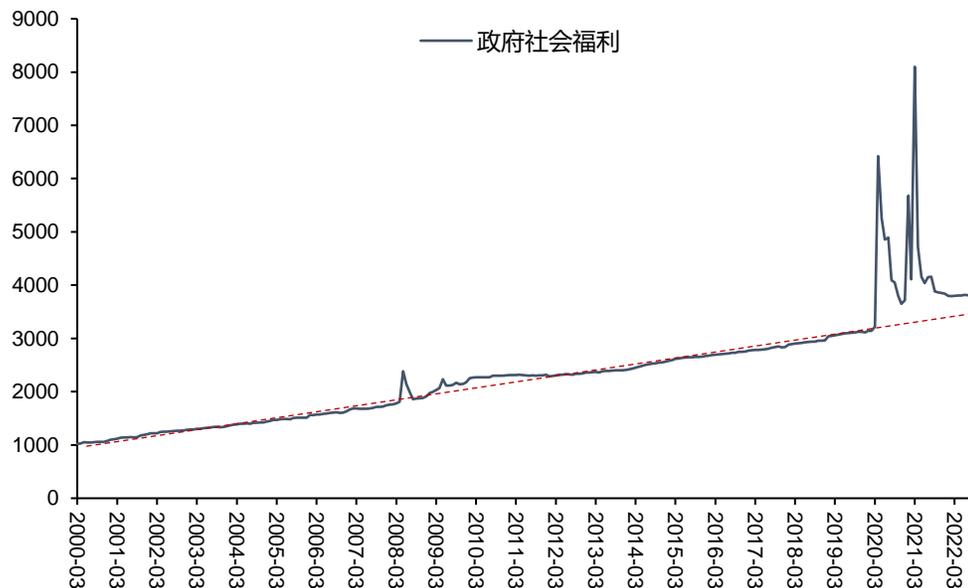
场对本次会议给出的反馈是鹰派取向。

3. 滞胀的持续时间可能更长

鲍威尔指出美国经济当前的状况仍然较为良好。“我们的经济很强劲。”“家庭资产负债表强劲。”“我们一直在寻找劳动力市场逐渐复苏和经济放缓的迹象，但目前这些迹象还不明显。”但同时鲍威尔也承认“金融状况已经相当紧张。”“随着利率走高，很难看到软着陆。”鲍威尔的矛盾态度反映出美国经济“强现实”与“弱预期”之间的背离。所以美联储的整体态度更倾向于相机决策，是滞后性的，需要通胀和经济方面更多的数据确认才可能转变态度。

我们认为美国经济“滞胀”的时间将会持续更长，相应的“衰退”的时点可能后移。美国当前经济的韧性和通胀的粘性本质上源于家庭资产负债表的改善，居民消费支出能力持续强劲。但值得注意的是，本轮经济周期中美国家庭资产负债表的改善并非由于美国经济内生的繁荣，而是大量的财政现金补贴导致的。而且数据显示至今美国财政对于居民的各种福利、补贴仍然远远高于疫情前的趋势水平。同时，为了中期选举获得更多的民意支持，美国很多州推出了新一轮“直升机撒钱”方案，将给美国居民再度大量发放现金补贴。这反映出美国当前货币政策与财政政策并不协调，所以美联储紧缩来压制通胀的努力会被财政政策削弱，也就意味着“滞胀”的时间可能更长。但更长的“滞胀”就会带来更久的加息和更大的衰退风险。

图表 2：美国政府福利（财政补贴）仍远远高于疫情前的趋势水平



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

4. 美元上行的风险仍在，人民币贬值未到转向时

我们认为美联储加息给全球资产带来的压力并未结束。11月会议虽然透露了放缓加息的取向，但抗击通胀的态度未有丝毫软化。在美国经济衰退预期尚未兑现、通胀仍然高企的背景下，不宜过早交易美联储转向。对于美国通胀而言，我们认为未来更应关注“环比”以及核心CPI的变化，不应简单通过基数上升、同比下降而做出“通胀已经缓解”的论断。

预计美元将维持较强的势头，可能会出现再度冲高。当前美元的支撑主要有两点，一是美联

储持续上调的加息预期，二是发达国家“比差”中美国的相对优势。从以往经验来看，全球范围内出现较大规模的经济衰退之时，美元都会出现明显的阶段性冲高。当前欧洲经济陷入衰退的风险很高，因为受到能源短缺与欧央行激进加息的双重冲击。而**欧洲经济衰退如果兑现，将会造成美元短期内快速冲高，美元指数高点可能会冲击 120。**

相应的人民币兑美元贬值的压力将继续存在。一方面，由于疫情的不断反复，中国经济短期内难以出现较强的复苏动力，且出口已经出现走弱迹象。另一方面，人民币兑欧元、日元、英镑等主流货币并不疲软，甚至较为强势，所以并无很大必要竭力对抗美元的单边升值。预计未来央行对人民币汇率的调控主要是防止人民币的过快贬值，而非扭转趋势。

风险提示：美国通胀居高不下。

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	巩赞阳	18641840513	gongzy@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华东销售	周许奕	021-58502206	zhouxuyi@tpyzq.com
华东销售	张国锋	18616165006	zhanggf@tpyzq.com
华东销售	胡平	13122990430	huping@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	陈宇	17742876221	cheny@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。