

## 宏观点评 20231101

# 美联储:不会兑现的“用嘴加息”

2023年11月01日

证券分析师 陶川

执业证书: S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书: S0600523010001

shaox@dwzq.com.cn

### 相关研究

《金融工作会议:“金融强国”的新义与深意》

2023-10-31

《10月PMI:又“变温”了?》

2023-10-31

- 最后一次加息仍有悬念,但美联储大概率是“口不惠而实至”。在加息进入“终局”的阶段,美联储兑现“最后一次加息”很可能是遥不可及的。因此我们认为美联储到了“说比做更重要”的阶段,因此这最后一加将始终难以落地。美联储也会一直保留一次加息的“悬念”,以引导金融市场收紧,从而达到软着陆的状态。那么具体来看,本次会议要点主要有以下三点:
  - 一是虽然不加息了,但依然保留原先的前瞻指引。这是“口不惠”的具体表现,美联储并未对2023年的点阵图做出实质性调整,继续通过前瞻指引来引导利率,从而不让最后一次加息落地。不过这样做的实际效果取决于金融条件是否够“紧”,从而让通胀能够进一步放缓。
  - 二是表达对通胀放缓进程的“失望”。即两周前鲍威尔就做出了暗示:“9月份通胀数据虽呈下降趋势,但不太令人鼓舞”。这是因为近期一些核心通胀指标暗示良性放缓的节奏可能被打破,而美联储部分票委同样传达出了对未来通胀走势的担忧(图1)。
  - 三是美债利率上涨不能代替货币紧缩效果。虽然部分票委认为市场利率自发上行降低了进一步紧缩的必要性,甚至可以代替一次25bp的加息(图1标黄部分)。不过,鲍威尔在会上反驳了这一点,他表示10年期美债收益率的上涨并非市场预期美联储会进一步收紧货币政策,而是他因所推高的。
- 很显然,美联储现在选择这样的方式来引导市场是为了快速收紧金融条件,从而让通胀抓紧回归到符合“软着陆”下的状态。正如此前我们提出的,消除加息终局不确定性的最好的“武器”便是核心通胀的良性放缓,至触发3%的关键门槛。
- 基准情形下,2024年5月将触及3%。而达到这一状态的关键在于核心通胀能否维持6个月以上<0.2%-0.3%的环比增速。
- 不过目前存在基准情形外的通胀上行风险。因为通胀是否良性放缓可以通过克利夫兰联储中位数CPI进行判断,而该项从7月底的2.3%快速飙升至9月的5.6%(图2)。此外,近期核心通胀已经连续2个月环比增速在0.3%这一“危险”的边沿(图3)。鉴于此,我们认为核心通胀的放缓还需要更多时间才能交出让美联储满意的“成绩单”。
- 那么美联储的“用嘴加息”会对未来的资产价格产生怎样的影响?
- 美股、美债“都不太好过”。因为“用嘴加息”导致最后一次“永远”难以落地。而一直保持加息的可能性,这对美债收益率来讲,利率水平将横在高位难以大幅回落,同时也印证了利率的“higher for longer”。
 

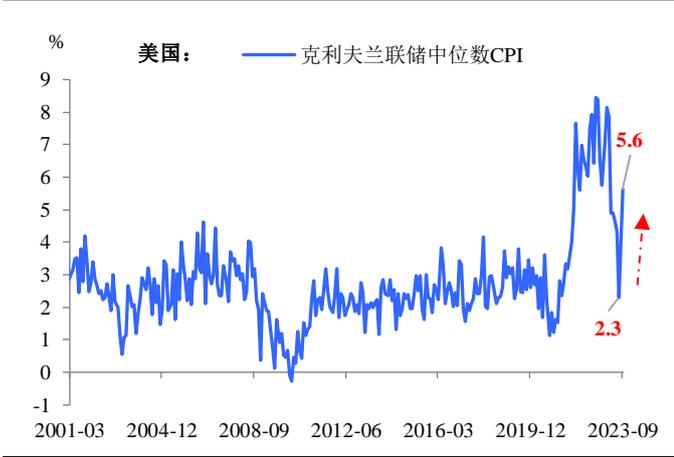
美股的波动无疑也将会加大,导致下行风险>上行风险。因为这取决于美联储选择“用嘴加息”所产生的效果。倘若这一方法没能抑制住通胀,那么美联储也将不得不继续用嘴代替加息。不过如果“奏效”了,美联储“收手”,这又意味着经济衰退风险的加大。因此无论上述哪一种情形,都将对美股形成压制。
- 风险提示:全球通胀超预期上行,美国财政及货币政策超预期,美国经济提前进入显著衰退,俄乌及巴以冲突的局势失控。

图1: 美联储官员的表态显示其对通胀的担忧、以及部分官员认为上涨的金融条件可代替一次加息

| 官员   | 日期         | 美联储官员表态   | 职位         | 2023FOMC<br>投票权 | 2024FOMC<br>投票权 |
|------|------------|---|------------|-----------------|-----------------|
| 威廉姆斯 | 2023/9/30  | 利率正处于或接近峰值水平，多项指标显示劳动力市场的失衡状况正在消退。美联储政策对经济与通胀的影响需要一些时间才能显现， <b>预计仍需在一定时间内维持限制性的货币政策。</b>                      | 纽约联储主席     | 有               | 有               |
| 鲍曼   | 2023/10/2  | <b>高能源价格可能逆转降低通胀的最新进展</b> ，如果数据表明通胀进展停滞或恢复到2%的速度过慢，将在未来会议上支持加息。   | 美联储理事      | 有               | 有               |
| 梅斯特  | 2023/10/3  | 当前的问题是要在多长时间把利率维持在限制性水平，当前可能已经接近，或者甚至已经处于利率峰值。 <b>如果经济仍然稳健，将支持在11月再度加息。</b>                                   | 克利夫兰联储行长   | 无               | 有               |
| 博斯蒂克 | 2023/10/4  | 限制性政策有助于抑制通货膨胀，如果通胀预期稳定，可以耐心等待，美国将在很长一段时间保持利率稳定。  | 亚特兰大联储行长   | 无               | 有               |
| 戴利   | 2023/10/6  | 如果就业市场和物价持续降温，美联储就可以维持政策利率不变。 <b>金融条件收紧，削弱了美联储（继续）加息的必要性。</b>   | 旧金山联储行长    | 无               | 有               |
| 梅斯特  | 2023/10/7  | 就业报告继续显示劳动力市场强劲，经济非常有韧性，经济增速“异常强劲”。主要问题是美联储需要将利率维持高位多久， <b>进一步收紧货币政策将取决于即将发布的数据。</b>                          | 克利夫兰联储行长   | 无               | 有               |
| 洛根   | 2023/10/9  | <b>非常强劲的劳动力市场会带来通胀风险</b> ，美联储资产负债表仍有一定的缩减空间， <b>市场显示平均利率可能进一步走高。</b>  | 达拉斯联储行长    | 有               | 无               |
| 杰斐逊  | 2023/10/10 | <b>劳动力市场的供需失衡水平正在收窄，通胀数据令人鼓舞，但仍然过高。当前说美联储已经完成加息进程可能还为时过早。</b>   | 美联储理事      | 有               | 有               |
| 卡什卡利 | 2023/10/11 | 债市收益率的走高可能意味着美联储需要放缓加息步伐。   | 明尼阿波利斯联储行长 | 有               | 无               |
| 戴利   | 2023/10/11 | 如果市场条件收紧，美联储可能就不需要采取如此多的紧缩行动。 <b>美国国债市场条件收紧可能等同于另外一次加息。</b>   | 旧金山联储行长    | 无               | 有               |
| 鲍曼   | 2023/10/11 | 利率可能需要进一步上调，并在高位保持比此前预期更长的时间，以使通胀率降至美联储目标水平。  | 美联储理事      | 有               | 有               |
| 博斯蒂克 | 2023/10/12 | 美联储需要尽其所能把通胀率降到2%。 <b>不认为美联储当前需要在利率政策上采取更多行动</b> ，如果通胀停止继续放缓，就是美联储需要进一步加息的信号。                                 | 亚特兰大联储行长   | 无               | 有               |
| 柯林斯  | 2023/10/13 | 债市收益率上涨，强化“ <b>美联储处于或接近利率峰值</b> ”这一观点，但不排除FOMC进一步收紧货币政策的可能性   | 波士顿联储行长    | 无               | 无               |
| 哈克   | 2023/10/13 | 美联储不会容忍价格回升，预计利率将需要保持高位一段时间。 <b>如果数据没有明显转变，美联储可以维持利率不变。</b>   | 费城联储行长     | 有               | 无               |
| 古尔斯比 | 2023/10/16 | 美国通胀放缓是一种趋势，而不是一时的昙花一现， <b>尽管最近的一系列经济数据显示一些物价持续承压。</b>  | 芝加哥联储行长    | 有               | 无               |
| 哈克   | 2023/10/16 | <b>美联储不应考虑更多的加息。</b> 他再次重申，美联储在通胀压力减弱的环境下已经完成了加息，不应通过提高借贷成本给经济带来新的压力。   | 费城联储行长     | 有               | 无               |
| 卡什卡利 | 2023/10/17 | <b>通胀回落所花费的时间远远超过预期，而且仍然过高。</b>   | 明尼阿波利斯联储行长 | 有               | 无               |
| 鲍威尔  | 2023/10/19 | <b>美国经济的强劲和劳动力市场的持续紧缩可能会为美联储进一步加息提供理由。美国经济的强势和劳动力市场的持续紧缩可能需要更加苛刻的借贷条件来控制通货膨胀</b> ，尽管市场利率的上升会使央行本身采取行动的必要性降低。□ | 美联储主席      | 有               | 有               |
| 洛根   | 2023/10/20 | 近期数据和债券市场借贷成本的上升为央行提供了考虑下一步货币政策举措的空间。 <b>依然强劲的就业市场可能需要进一步疲软</b> ，才能帮助美联储实现2%通胀目标。                             | 达拉斯联储行长    | 有               | 无               |
| 梅斯特  | 2023/10/20 | <b>对央行利率政策的展望仍然倾向于再次加息。</b> 随着更多有关经济和金融发展的信息公布，并评估已经出现的金融条件收紧的影响，很可能接近或处于基金利率的维持点。                            | 克利夫兰联储行长   | 无               | 有               |
| 博斯蒂克 | 2023/10/20 | 认为不会出现经济衰退且通胀会回到2%。 <b>不认为在2024年年中之前会降息，可以预见美联储在2024年末降息。</b>   | 亚特兰大联储行长   | 无               | 有               |

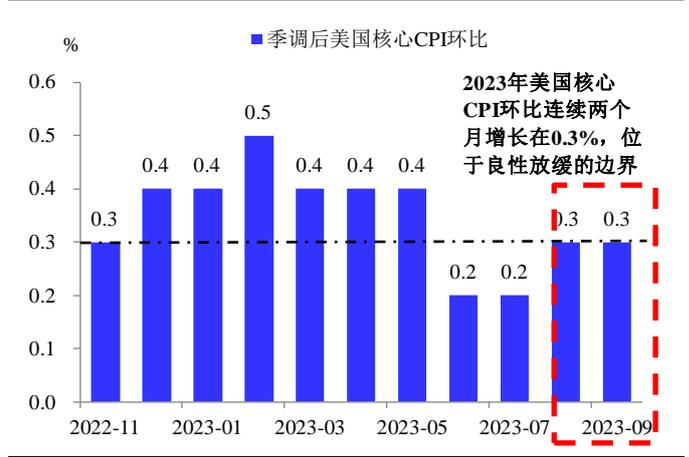
数据来源：美联储官网，路透社，彭博，东吴证券研究所

图2: 克利夫兰联储中位数 CPI 大幅走高至 5.6%



数据来源: Fred, 东吴证券研究所

图3: 美国核心通胀已连续两个月环比增长 0.3%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)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。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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(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,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>