



宏观研究

【粤开宏观】美联储破釜沉舟：9月
美联储议息会议点评

2022年09月22日

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001
电话：010-83755580
邮箱：luozhiheng@y kzq.com

分析师：方堃

执业编号：S0300521050001
电话：010-83755575
邮箱：fangkun@y kzq.com

近期报告

《【粤开宏观】“六省一市养全国”的表象与真相》2022-09-09

《【粤开宏观】弱复苏背后的隐忧：8月金融数据点评》2022-09-10

《【粤开宏观】力挽狂澜：地方财政的困境与自救》2022-09-10

《【粤开宏观】8月经济何以超预期，兼论稳增长政策的力量与边界》2022-09-16

《【粤开宏观】复盘本轮欧洲能源危机：特点、成因及影响》2022-09-18

事件

当地时间9月22日，美联储公布利率决议，即日起加息75bp，缩表速度每月950亿美元。本次会议的经济预测加大了衰退担忧，而点阵图提升了市场的加息预期，引发市场恐慌，大类资产价格剧烈波动。

摘要

1、政策决议：美联储宣布加息75bp，系年内连续第三次，政策利率已经达到2008年3月的水平。9月缩表速度已翻倍，每个月减持600亿美元的国债和350亿美元MBS。

2、会议声明：本次会议声明改动极少，大部分内容基本与上次会议一致，基调维持鹰派。未来仍需要继续加息和缩表，尽快实现2%的通胀目标。

3、经济预测：印证了美联储不惜以衰退对抗通胀的立场，可能引发失业率明显上升。一是预测今年GDP仅增长0.2%，历史性加息对投资和消费的冲击接下来会进一步显现。二是未来两年的失业率被大幅上调至4.4%。2023年失业率较历史低点大幅反弹0.9%，指向美国经济步入衰退。三是今明两年的通胀预期都被上调，通胀粘性超预期，2025年才能实现2%的通胀目标。

4、点阵图：今年年内还有100-125bp的加息幅度，明年仍可能加息25bp，后年才会降息。点阵图显示，FOMC票委立场一致鹰派，未来三年的利率预测大幅提升至3.375%、4.625%、3.875%。美联储降息至少需要等到2024年，较市场预期的2023年大大推迟。

5、答记者问：鲍威尔讲话基调鹰中有鸽。虽然暗示改变政策立场的可能，但有着严格的要求。虽然坦承加息会带来经济衰退的痛苦，但主张经济增长下滑幅度相对温和。未来美联储加息幅度取决于经济和通胀数据。

6、本次议息会议，正式宣告美联储不惜衰退也要坚持鹰派加息，美联储为何破釜沉舟？一是本轮通胀的粘性强，需要更加激进的加息抑制通胀。二是中期选举临近抗通胀的政治诉求更加迫切。

7、美联储已步入加息下半场，后续加息幅度将逐步回落，节奏仍取决于通胀数据回落的速度。目前通胀回落的大方向是明确的，但是路径仍存在不确定性。加息下半场，衰退风险升温，债市配置价值优于股市。

风险提示：通胀粘性超预期导致紧缩加码；劳动力市场超预期恶化导致加息中止。



目 录

一、政策决议：年内第三次加息 75bp 至 3%，缩表速度翻倍	3
二、会议声明：基调维持鹰派继续加息和缩表.....	3
三、经济预测：经济衰退临近、失业率大幅上升	4
四、点阵图：年内加息空间还有 100-125bp，明年加息终点 4.6%.....	4
五、答记者问：政策转向难度较高，经济痛苦程度加深	5
六、美联储破釜沉舟，衰退风险升温，市场何去何从？	6

图表目录

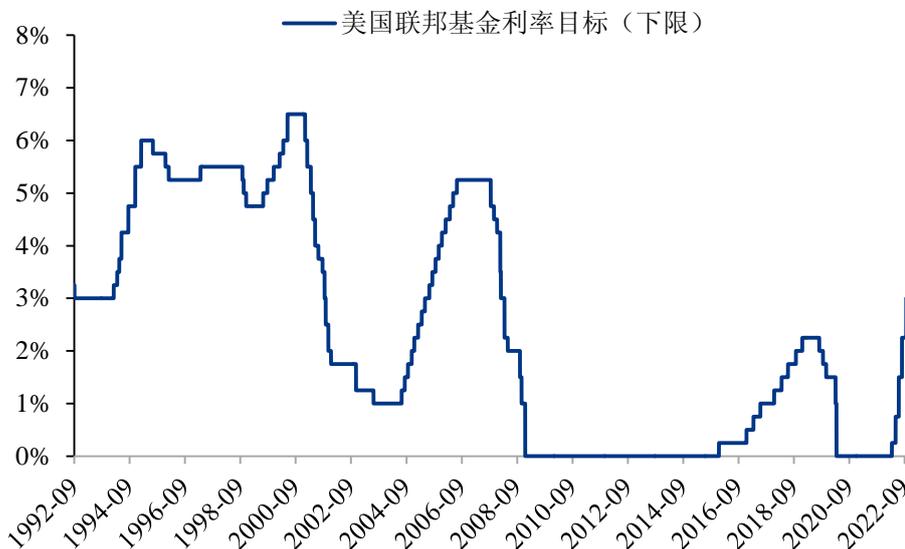
图表 1：美联储连续第三次加息 75bp	3
图表 2：2022 年 7 月和 9 月会议声明比较.....	3
图表 3：美联储 2022 年 6 月会议经济预测变化.....	4
图表 4：会议披露的点阵图中，FOMC 票委对未来利率预测的中位数比较	5
图表 5：鲍威尔答记者问后主要大类资产表现	5
图表 6：美联储工资-通胀螺旋加大通胀粘性.....	7
图表 7：拜登政府需要打压通胀以挽回民意支持率	7
图表 8：美国消费者通胀预期明显回落	8
图表 9：美国劳动力市场动能放缓.....	8
图表 10：美股可选消费、通信服务行业净利润增速预期大幅下调	9
图表 11：美债实际利率推动名义利率攀升	9
图表 12：欧元兑美元汇率跌破平价，推动美元指数突破新高	10



一、政策决议：年内第三次加息 75bp 至 3%，缩表速度翻倍

美联储 9 月利率决议宣布加息 75bp，系年内连续第三次，政策利率已经达到 2008 年 3 月的水平。9 月缩表速度已翻倍，每个月减持 600 亿美元的国债和 350 亿美元 MBS。

图表1：美联储连续第三次加息 75bp



资料来源：美联储、粤开证券研究院

二、会议声明：基调维持鹰派继续加息和缩表

本次会议声明只有两处改动，大部分内容基本与上次会议一致，基调维持鹰派。未来仍需要继续加息和缩表，尽快实现 2% 的通胀目标。

图表2：2022 年 7 月和 9 月会议声明比较

	2022 年 7 月会议声明	2022 年 9 月会议声明
利率	将联邦基金利率的目标区间提高至 2.25-2.50%，并预计继续加息是适当的...委员会坚定地致力于将通胀率恢复到 2% 的目标。	将联邦基金利率的目标区间提高至 3.0-3.25%，并预计继续加息是适当的...委员会坚定地致力于将通胀率恢复到 2% 的目标。
经济	最近的消费支出和生产指标已经疲软。尽管如此，近几个月就业增长一直很强劲，失业率保持在低位。	最近的指标表明支出和生产增长温和。近几个月就业增长强劲，失业率保持在较低水平。
缩表	委员会将继续减少其持有的国债和机构债务以及机构抵押贷款支持证券，如 5 月份发布的缩表计划所述。	委员会将继续减少其持有的国债和机构债务以及机构抵押贷款支持证券，如 5 月份发布的缩表计划所述。
通胀	通货膨胀仍然居高不下，反映出与疫情相关的供需失衡、食品和能源价格上涨以及更广泛的价格压力。	通货膨胀仍然居高不下，反映出与疫情相关的供需失衡、食品和能源价格上涨以及更广泛的价格压力。
风险	俄罗斯对乌克兰的战争正在造成巨大的人类和经济困难。战争和相关事件正在给通胀带来额外的上行压力，并给全球经济活动带来压力。委员会高度关注通胀风险。	俄罗斯对乌克兰的战争正在造成巨大的人类和经济困难。战争和相关事件正在给通胀带来额外的上行压力，并给全球经济活动带来压力。委员会高度关注通胀风险。
投票	全票通过	全票通过

资料来源：同花顺 iFind、粤开证券研究院

三、经济预测：经济衰退临近、失业率大幅上升

总体上，9 月经济预测印证了美联储不惜以衰退对抗通胀的立场，高通胀和加息对经济的损伤更为严重，并且可能引发失业率明显上升。

关于经济增长，下调了今后三年的 GDP 增长，衰退风险加剧。FOMC 预测今年 GDP 仅增长 0.2%，下调了 1.5 个百分点，体现了对三四季度经济的悲观预期。历史性加息对投资和消费的冲击接下来会进一步显现，并且随着企业预期转弱，美国正在转向去库存周期，经济衰退或难以避免。2023 年、2024 年经济增长也分别下调了 0.5 个百分点、0.2 个百分点。

关于就业，上调未来 3 年的失业率预测，长期失业率预测不变。今年失业率预测小幅上调至 3.8%，而未来两年的失业率则大幅上调至 4.4%。根据美联储经济学家塞姆提出的经验规则，当 3 个月平均失业率较前 12 个月的低点上升 0.5 个百分点时，经济就将进入衰退。与历史低点 3.5% 相比，2024 年预测失业率大幅反弹 0.9%，超出了塞姆定律的经验阈值，指向美国经济明年步入衰退。当前美联储的双重使命的天平无条件向通胀倾斜，美联储对失业率上升的容忍度增加。

关于通胀，上调了今后两年的通胀预期，2025 年才能实现 2% 的目标。本轮周期通胀粘性超预期，更高的通胀将持续更长的时间。今年 PCE、核心 PCE 预测分别为 5.4%、4.5%，均提升 0.2 个百分点。8 月核心 CPI 超预期提速，主要是租金和服务价格上涨超预期，后续若劳动力紧张持续，仍可能增加通胀粘性。2023 年的 PCE、核心 PCE 预测分别上调了 0.2、0.4 个百分点。未来需要等到 2025 年，通胀才能恢复 2% 的长期目标。

图表3：美联储 2022 年 6 月会议经济预测变化

经济指标	预测时间	2022E	2023E	2024E	2025E	长期
GDP	2022 年 9 月	0.2%	1.2%	1.7%	1.8%	1.8%
	2022 年 6 月	1.7%	1.7%	1.9%		1.8%
失业率	2022 年 9 月	3.8%	4.4%	4.4%	4.3%	4.0%
	2022 年 6 月	3.7%	3.9%	4.1%		4.0%
PCE	2022 年 9 月	5.4%	2.8%	2.3%	2.0%	2.0%
	2022 年 6 月	5.2%	2.6%	2.2%		2.0%
核心 PCE	2022 年 9 月	4.5%	3.1%	2.3%	2.1%	
	2022 年 6 月	4.3%	2.7%	2.3%		—

资料来源：美联储、粤开证券研究院

四、点阵图：年内加息空间还有 100-125bp，明年加息终点 4.6%

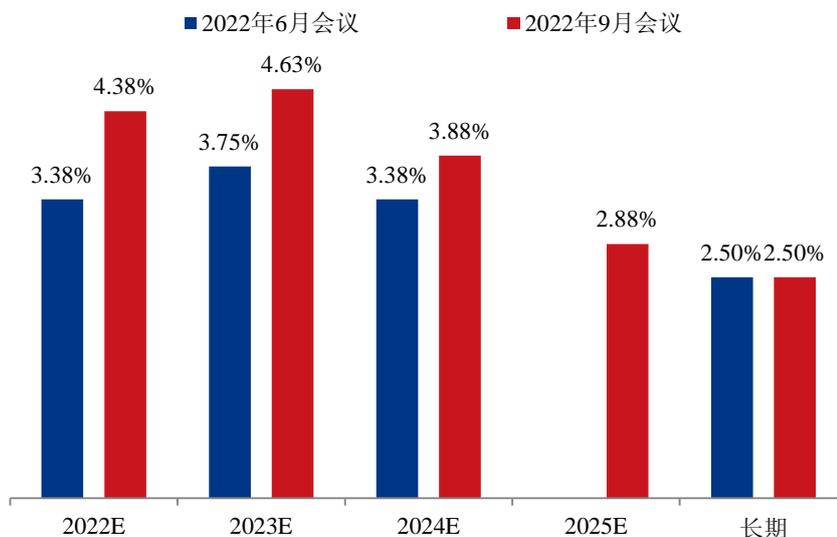
9 月会议的点阵图显示，FOMC 票委立场一致鹰派，未来三年的利率预测都大幅提升。2022 年、2023 年、2024 年的利率目标中位数分别为 3.375%、4.625%、3.875%。而 6 月点阵图预测三年政策利率分别为 1%、0.875%、0.5%。9 月 FOMC 点阵图包括了 19 位票委的预测，新增了 1 名新履职的美联储理事。



今年年内还有 100-125bp 的加息幅度。 8 位票委预测今年利率达到 4.125%，9 位票委预测今年利率达到 4.375%。这意味接下来的两次会议(11 月和 12 月)还有 100-125bp 的加息幅度。半数票委认为 11 月加息 75bp、12 月加息 50bp，这也超出了市场预期。此前投资者低估了美联储短期内加息的立场和抗击通胀的决心。

明年仍可能加息 25bp，后年才会降息。 票委对明年的利率预测较为集中，分布在 4.375%-4.875% 的区间。中位数处于 4.6%，这高于 2022 年底的水平，表明明年降息可能性很小。2024-2025 年的利率预测分歧较大，票委分布较为分散，中位数分别为 3.875%、2.875%。因此，美联储降息至少需要等到 2024 年，较市场预期大大推迟。

图表4：会议披露的点阵图中，FOMC 票委对未来利率预测的中位数比较

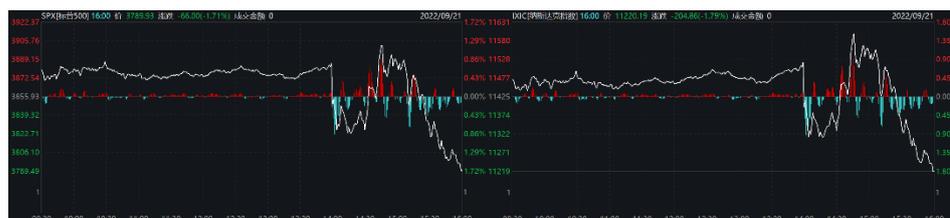


资料来源：美联储、粤开证券研究院

五、答记者问：政策转向难度较高，经济痛苦程度加深

鲍威尔讲话基调鹰中有鸽，市场走向衰退交易，体现在股市普遍大跌，美债利率倒挂。市场一波三折，先是在发布会开始初期的解读偏积极，股市由跌转涨，美债利率冲高；随后经济衰退的担忧增加不确定性，避险需求升温，股市大跌，美债利率回落。截至收盘，美股 11 个细分行业全线下跌，标普 500 指数、纳斯达克指数分别大跌 1.71%、1.79%。而美债收益率曲线倒挂加剧，长短期国债利差收窄。美债 10 年期利率从 3.63% 的高位下行至 3.53%，2 年期利率则向上突破 4.1% 创出新高。美元指数则继续上行超 1%，并突破 111。

图表5：鲍威尔答记者问后主要大类资产表现





资料来源：wind、粤开证券研究院

鲍威尔讲话基调鹰中有鸽。鲍威尔在开场白中首先强调政策立场没变，依然是坚定承诺将美国通胀压低至 2%，重申历史经验反对过早放松政策，与之前的央行年会发言一致。增量信息在于：**一是暗示改变政策立场的可能**，未来“某个时候”（At some point）放缓加息步伐是合适；**二是加息导致经济衰退的痛苦**，但经济增长下滑幅度相对温和。未来美联储加息幅度取决于经济和通胀数据，将逐次会议作出决定。

首先，关于未来加息的拐点和终点，存在放松政策的可能但条件严格。记者第一个问题是关于何时放缓加息，如何停止加息。鲍威尔并未直接回答，而是重申抗通胀的政策立场没变。未来放缓加息需要重点观察三因素，即经济持续低于趋势线、劳动力市场回归均衡、通胀下移回到 2% 的清晰证据。降息则必须要求，美联储对通胀回到 2% 非常有信心有把握。有记者问及货币政策作用到通胀会有时滞，鲍威尔称金融条件收紧后，完全影响到通胀水平，需要一段时间，美联储会评估累积起来的政策的影响。还有记者问及什么时候是加息暂停的时点（pausing point）。鲍威尔称当前利率处于限制性区域的最低的水平，未来可能会暂停加息的脚步，但绝不会在目前这个水平。近期的加息路径，也存在一定分歧。鲍威尔称，美联储有很多人预计年底前将累计加息 100 个基点，还有人预计年底前将累计加息 125 个基点，具体仍然取决于未来通胀回落的路径。

其次，关于加息对美国经济造成痛苦，就业、地产受冲击严重。记者问及加息限制美国经济增速，鲍威尔坦承，要实现价格目标稳定，就必须承受经济一段时间低于趋势增长。但通胀预期依然稳定，而一系列供给冲击因素正在得到缓解，通胀正在改善，目前就业和增长有韧性，美国经济只会是温和的衰退（modest decline）。有记者问及持续加息带来就业形势恶化。鲍威尔主张失业的上升，并不一定导致衰退。空缺职位数可以在失业率不大幅上升的情况下降下来，没有人知道这个过程是否会导致经济衰退。美国职位空缺率依然高，有望形成一定缓冲，不会大幅增加失业。还有记者问及至于经济低增长痛苦（economic pain）的持续时间，鲍威尔表示这取决于通胀回归 2% 目标的时间线。还有记者问及美国房地产市场降温。当前美国地产销售量持续下滑，当前住房按揭贷款利率飙升至 6% 以上。鲍威尔称地产需求持续下行，有助于降低房价和租金，这是好事情，推动供给和需求重新匹配，这是必须经受的修正过程（correction）。

六、美联储破釜沉舟，衰退风险升温，市场何去何从？

1、美联储步入加息下半场，为何要破釜沉舟？

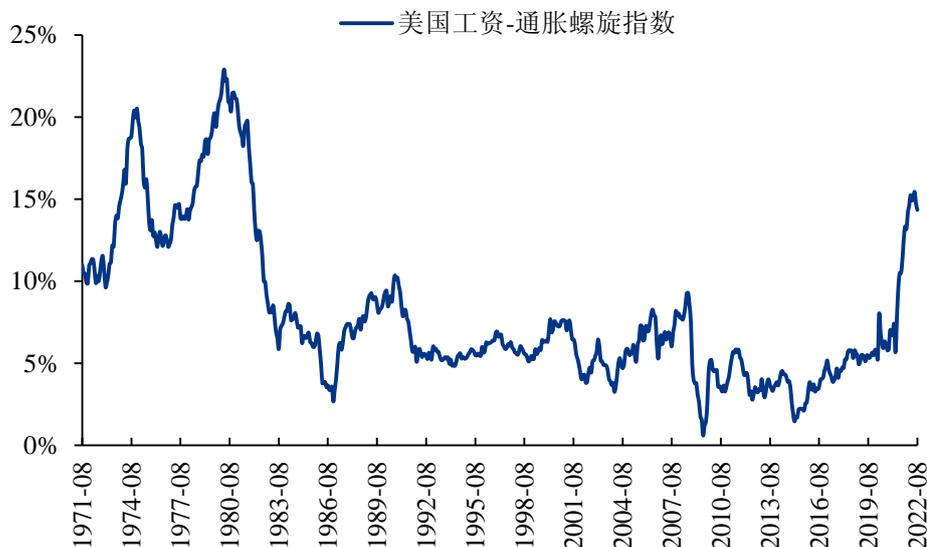
本次议息会议，正式宣告美联储不惜衰退也要坚持鹰派加息，这是因为高通胀更加持久更加严重、抗通胀的政治呼声更加迫切。

一是本轮通胀的粘性强，需要更加激进的加息抑制通胀。本轮通胀周期是人口红利逆转、贸易逆全球化、能源绿色转型等长期因素综合作用的结果，短期难以根本逆转。美联储去年误判暂时性通胀，加息行动滞后于通胀形势，待通胀失控后才开始加息。当



前美国通胀的粘性超预期，8月美国核心CPI继续反弹，源于劳动力价格推动服务价格上涨。通胀迟迟无法回落，需要更大力度更加持久的加息才能抑制通胀。

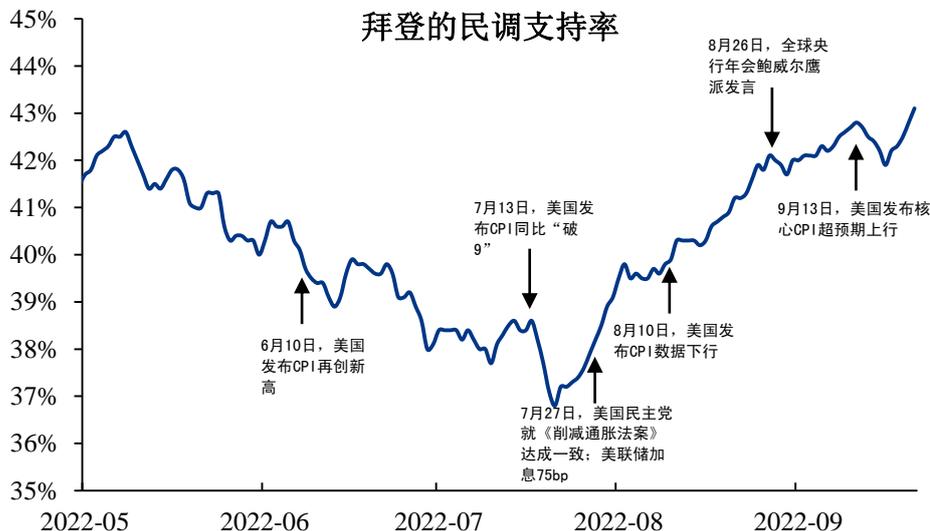
图表6：美联储工资-通胀螺旋加大通胀粘性



资料来源：美联储、粤开证券研究院

二是中期选举临近抗通胀的政治诉求更加迫切。美国高通胀给经济和民生带来巨大压力，也是导致拜登政府支持率下滑的主要因素。7月下旬以来，拜登推动《2022 通胀削减法案》，民意支持率回升。中期选举临近，拜登政府抗通胀的诉求更加迫切，美联储的鹰派立场也需要表现的更加坚定。

图表7：拜登政府需要打压通胀以挽回民意支持率



资料来源：RCP、粤开证券研究院

3、加息下半场还会有何变数？

美联储已步入加息下半场，节奏仍取决于通胀数据回落的速度。目前通胀回落的大方向是明确的，但是路径仍存在不确定性。首先，可以确定的是，未来两个季度美国通胀的基数抬升，通胀将趋于回落。考虑到最近两个月美国通胀环比零增长，假设未来环



比 0.2%，美国 CPI 同比将于今年末回落至 7%，仍远高于 2% 的通胀目标。其次，通胀路径仍有不确定性。一是欧洲能源危机在冬季可能加剧国际油气价格上涨，联动美国能源通胀反弹；二是美国国内罢工发酵，9 月铁路大罢工事件余波未消，工资—通胀螺旋可能会延缓通胀回落的节奏。

后续加息幅度将逐步回落。一是消费者通胀预期回落，表明加息已经开始限制需求。美联储无条件抗通胀的立场已经明确，市场沟通已经奏效。根据纽约联储 9 月的消费者预期调查，未来一年的通胀预期从 6.8% 的高点回落至 6.2%。**二是失业率小幅上行，过度紧缩的风险逐渐出现。**8 月美国失业率上升 0.2 个百分点至 3.7%，劳动力市场动能放缓，未来加息至限制性水平上方，失业可能会大幅增加。

图表8：美国消费者通胀预期明显回落



资料来源：美联储、粤开证券研究院

图表9：美国劳动力市场动能放缓



资料来源：美联储、粤开证券研究院

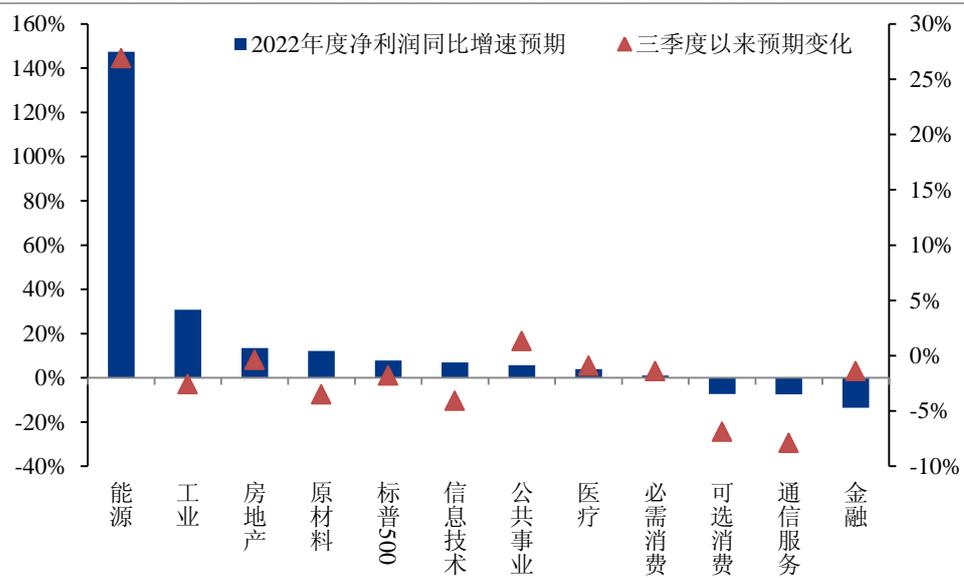


3、当前政策环境下大类资产风险几何？

加息下半场，衰退风险升温，债市配置价值优于股市。美联储存在过度紧缩与过早放松的矛盾。目前鲍威强调过早放松货币政策的风险是首要的，而随着政策利率已经高于中性利率，达到限制性水平，过度紧缩对美国经济和金融体系的冲击将更加值得警惕。

警惕估值盈利双杀，美股或有二次探底风险。一是流动性预期转向紧缩压制估值。7月以来的美股反弹，主要源于市场对美联储放缓加息甚至明年降息的乐观预期。而美联储重申加息抗通胀的决心后，美股估值受到紧缩预期的压制。二是当前美股盈利下滑刚开始，美联储加息至中性利率以上，对经济需求的打压力度将更强，特别是可选消费、通信服务行业的盈利预期被大幅下调。

图表10：美股可选消费、通信服务行业净利润增速预期大幅下调



资料来源：wind、粤开证券研究院

美债收益率或有最后一冲，长端美债利率有配置价值。近期美债实际利率大幅攀升，推动美债10年期利率突破3.6%，2年期利率更是大幅上行突破4%，这使得利率长短端倒挂程度加大。接下来美联储过度紧缩风险升温，长端利率空间受限，长端美债的配置价值增强。

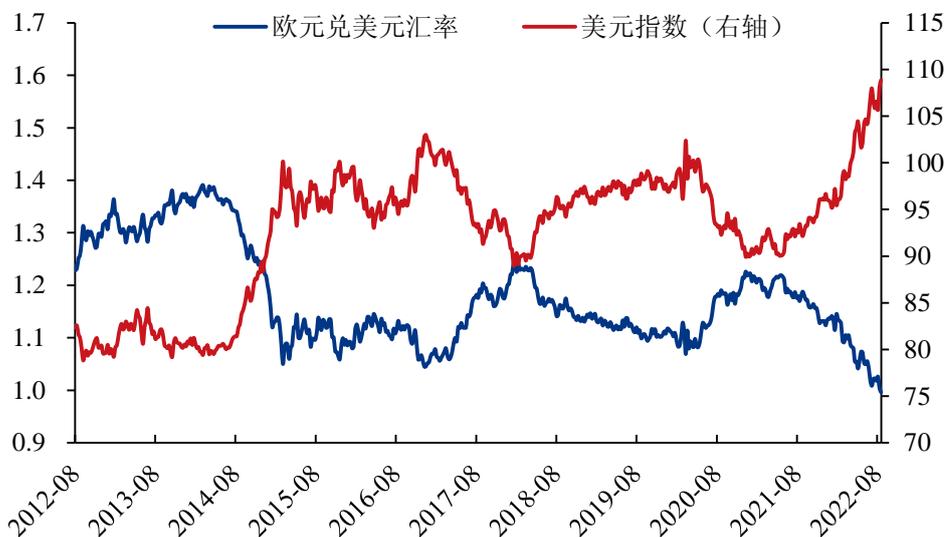
图表11：美债实际利率推动名义利率攀升



资料来源：wind、粤开证券研究院

美欧经济周期与货币周期差或将推动美元指数继续冲高。今年美国与欧洲的经济增长差距扩大，或将推动美元指数创新高，新兴市场货币贬值压力较大。一是美联储鹰派紧缩，欧央行加息落后于美元，欧元区内部债务风险分化进一步拖累欧央行加息。二是秋冬季欧元区经济衰退风险加大，欧元基本面受到能源危机、债务风险、政局不稳三大因素困扰，地缘冲突下欧洲能源缺口导致生产瓶颈，推高通胀预期，扩大贸易逆差。

图表12：欧元兑美元汇率跌破平价，推动美元指数突破新高



资料来源：wind、粤开证券研究院



分析师简介

罗志恒，2020年11月加入粤开证券，现任首席经济学家兼研究院院长，证书编号：S0300520110001。
方堃，FRM，2021年4月加入粤开证券，现任宏观分析师，证书编号：S0300521050001。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。
本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“粤开证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司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，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。

联系我们

广州经济技术开发区科学大道 60 号开发区控股中心 21-23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：www.ykzq.com