

3次加息75bp后，美联储还会有多少超预期？—9月FOMC会议点评

报告日期：2022-09-22

分析师：何宁

执业证书号：S0010521100001

电话：15900918091

邮箱：hening@hazq.com

联系人：潘纬桢

执业证书号：S0010122040040

电话：17521128958

邮箱：panwz@hazq.com

相关报告

- 1.《华安证券_宏观研究_宏观专题_破局之路，妙手何方？——2022中期宏观展望》2022-06-14
- 2.《华安证券_宏观研究_宏观点评_“亡羊补牢”，其时晚否？——美国6月FOMC会议点评》2022-06-16
- 3.《华安证券_宏观研究_宏观点评_再创新高的通胀，骑虎难下的联储——美国6月CPI数据点评》2022-07-14
- 4.《华安证券_宏观研究_宏观点评_75bp加息还会再有吗？——美联储7月FOMC会议点评》2022-07-28
- 5.《华安证券_宏观研究_宏观点评_美国“衰退”的程度有多深？——美国二季度GDP数据点评》2022-07-29
- 6.《华安证券_宏观研究_宏观点评_能源项带动的通胀回落可持续吗？——美国7月CPI数据点评》2022-08-11
- 7.《华安证券_宏观研究_宏观点评_就业市场边际放缓，美联储会转向吗？——美国8月非农数据点评》2022-09-04
- 8.《华安证券_宏观研究_宏观点评_通胀连续回落，但联储不会放缓加息——美国8月CPI数据点评》2022-09-14

主要观点：

- **事件：**美联储于北京时间9月22日凌晨2点发布2022年9月FOMC会议声明，宣布再次加息75bp。

- **声明及发布会要点**

1.美联储宣布再次加息75bp，缩表将继续按5月计划有序进行。

美联储在此次会议上再次宣布加息75bp，幅度同6、7月份相同，连续3次加息75bp，并表示利率目标区间的持续提高将是适当的。缩表方面，将继续按照5月份会议上发布的《缩减美联储资产负债表规模的计划》来有序缩减持有国债及MBS。

2.美联储认为美国经济近期温和增长，但就业市场强劲、通胀居高不下等情况依旧未变，继续强调将会坚定地致力于降低通胀。

1) 美国经济表现上，本月声明中表示最近的指标显示支出和生产有温和增长，而7月份中的声明中则认为美国经济在近期的支出和生产指标已经走弱；

2) 就业与通胀方面，基本重申了前两个月的观点，即美国就业市场近几个月保持强劲，失业率维持在低位，通货膨胀依旧维持在高位。原因则依旧归因于新冠疫情、能源价格上涨和更广泛的价格压力相关的供需失衡，并再次强调将会坚定地致力于将通胀率恢复到2%的目标。

3) 货币政策立场方面，表示将继续监测即将发布的信息对经济前景的影响，包括关于公共卫生、劳动力市场状况、通胀压力和通胀预期以及金融和国际形势等信息，较以往没有改变。

3.再次下调经济增长预测、上调失业率与通胀预测，点阵图显示2022年预计将加息至4%以上，较上次会议有较大幅度调升。

经济预测方面，美联储再度下调经济增长预测，再度上调通胀、失业率和联邦基金利率预测。与2022年6月份相比，本次美联储将2022年GDP增速预测由1.7%再度大幅下调至0.2%，2023年预测由1.7%下调至1.2%；失业率预测由6月份预测的2022年3.7%上升至3.8%，2023年预测由3.9%上升至4.4%；通胀水平预测亦再度上调，其中2022年PCE从6月份预测的5.2%上调至5.4%，核心PCE则从4.3%上调至4.5%。2022年联邦基金利率由6月份预测的3.4%上调至4.4%，2023年由3.8%上调至4.6%。

点阵图方面，此次几乎所有美联储官员预计2022年将加息至4%及以上，2023年将加息至4.5%以上，加息幅度较上次点阵图所示有较大的提升。但与上次不同，在2024年的联邦基金目标利率的判断上，各参会者之间出现了比较大幅度的分化，显示出当前美联储内部对于未来中长期的经济走势看法有一定的分歧。不过总的来看，大多数参会者还是认为2024年将迎来降息。

4. 在发布会上，鲍威尔延续鹰派紧缩姿态。

从发布会上鲍威尔的发言和表态来看，基本延续了杰克逊霍尔以来的鹰派加息态度，即认为当前美国劳动力市场依旧高度紧张，价格压力仍然广泛存在，汽油价格近期虽然有所降低，但仍高于前些年的水平。从近期对家庭、企业以及金融市场的调查来看，通胀预期近期虽然有所锚定，但是还未到放松的时候，并再次强调了历史经验警示不能提前降息。对当前美国经济的判断上，鲍威尔认为自 2021 年以来，美国经济已经开始放缓，在较低的可支配收入和紧缩的金融环境下，个人消费放缓；房地产部门由于高企的贷款利率，更是发生了显著的下行，这也是为何会下调 2022 年经济增长率至 0.2%。但由于经济形势的复杂性，本次的预测并不能代表接下来美联储的决定或者计划，后续的决策还是会根据数据来进行。关于可能的降息方面，鲍威尔则表示在某个时间点放缓加息可能是合适的，从而评估政策对经济和通胀的影响。

- **强劲的劳动力市场与坚挺的通胀驱使美联储再度加息 75bp，经济预测再次显示了美联储加息以控制通胀的决心。目前来看美联储抗击通胀的任务尚未完成，后续短期内加息幅度不宜低估。**

1. 强劲的劳动力市场和高位坚挺的通胀，是本次美联储继续加息 75bp 的最主要动力。

8 月份美国新增非农就业 31.5 万人，再度超市场预期。虽边际放缓，但薪资增长同比增速较为坚挺，“工资—通胀螺旋”压力仍未有效缓解。从 7 月份的 LOJTS 数据来看，职位空缺数较 6 月上升 54.1 万至 1123.9 万，职位空缺率反弹 0.1 个百分点至 6.9%，显示当前美国劳动力市场依旧强劲（可参考报告《就业市场边际放缓，美联储会转向吗？—美国 8 月非农数据点评》）。通胀方面，8 月 CPI 同比上升 8.3%，有所下行，但是核心 CPI 同比上升 6.3%，较 6 月逆势上扬。两者走势的分化，显示当前美国总体通胀虽在能源项的拖累下有所放缓，但其通胀的内生动能仍较为强劲。后续来看，能源价格下行速度将会放缓，粮食价格或将回升，核心通胀在强劲劳动力市场的支撑下，预计将会保持坚挺，总体通胀大概率保持高位徘徊（可参考报告《通胀连续回落，但联储不会放缓加息—美国 8 月 CPI 数据点评》）。在此情况下，美联储加息 75bp 更有助于其达成抑制通胀的政策目标。

2. 从经济预测的数据来看，美联储对于今年经济增长的预期较低，并再次显示了加息以控制通胀的决心，但经济预测的不确定性再度提升。

从本月的经济预测来看，美联储大幅下调了 2022-2024 年的经济增长预期，参考其对于长期增长水平 1.8% 的判定，可以认为美联储认为接下来 3 年经济增长都将持续低于趋势水平以下。失业率方面，美联储再次上调了失业率水平，说明其当前对于控制通胀以牺牲一部分就业的容忍度和预期都有所上升。联邦基金利率方面，本次也较上次上调 1%，上调幅度较大，说明当前联储为控制通胀，短期内加息的决心非常坚决。同时，我们还需要关注到，美联储官员对未来经济增长和失业率预测的不确定性再度上升，即未来经济增长下滑、失业率上升的风险与可能性都比较大。

3. 美联储控制通胀的目标尚未完成，后续短期内加息幅度不宜低估。

自3月份首次加息以来，美联储年内已累计加息300bp，但是对通胀的抑制作用似乎见效甚微。从更能反应潜在通胀趋势水平的通胀中值与截尾平均通胀水平来看，8月份两项指标分别为6.7%、7.22%，较7月份继续上涨，且环比增速有所提升。这说明当前美国通胀水平上升趋势仍未迎来拐点，美联储希望看到的通胀水平持续回落的证据还未出现，美联储当前控制通胀的目标尚未完成。考虑到当前美国劳动力市场的紧张状态，以及整体经济基本面韧性较足，美联储为控制通胀或需要加息至更高的水平。我们认为，虽然美联储当前已经抛弃了前瞻指引，决策依赖于数据，但短期内的加息幅度或许仍然较大。一方面，较长时间的处于高通胀之中，通胀预期的脱锚风险也将上升，届时控制通胀的难度会更大；另一方面，短期内快速加息不仅有助于控制通胀，后续货币政策操作的空间也将进一步打开，对于经济增长也将会有所助益。

● 发布会后风险资产由涨转跌，大类资产价格后续将如何演绎？

1. 会议前市场已基本消化此次75bp加息，但发布会后风险资产由涨转跌。

在此次会议前，美股连续下跌，美债收益率和美元指数均有所上行，显示市场已经基本充分定价此次75bp加息。但发布会上鲍威尔表现出的强硬紧缩姿态，使得市场对于后续的加息幅度及节奏有所担忧。发布会后，美股下跌，美元指数重新上涨并突破111，10年期美债收益率重新上行至3.5%以上。

2. 对各大类资产而言，我们认为按照当前美联储的加息路径，美股下跌还未结束、美债短期可能震荡上行、美元大概率持续走强、原油价格震荡、黄金价格短期难有起色。

美股方面，在美联储持续的鹰派加息之下，美股面临的美国经济增长和美联储持续加息的双重压力还未消失。一方面，不断加息之下美国经济增长正在持续放缓，美股盈利预期仍面临较大压力；另一方面持续大幅度的加息对美股估值上形成较大压力。综合来看，美股短期内下行压力较大，上行拐点还未到来；

美债方面，我们认为当前十年期美债收益率3.5%左右的水平，已经一定程度上计入了美联储本次75bp的加息以及后续通胀难以快速回落的预期。后续来看，考虑到通胀的粘性以及美联储可能的超预期加息，十年期美债收益率有可能震荡上行至4%左右；

美元方面，自8月份以来，由于就业和通胀数据超预期，以及美联储官员在加息上的鹰派表态，美元指数持续上行。而欧洲方面，由于9月5日俄罗斯宣布“无限期”关闭“北溪1号”天然气管线的输气，直至欧洲停止对俄罗斯的制裁，欧洲的能源局势进一步恶化。高企的通胀又迫使央行于9月议息会议上加息75bp，欧洲经济增长前景进一步恶化。在上述双重因素推动之下，美元指数突破110关口。后续来看，无论是美联储加息还是欧洲经济形势恶化，短期内都不会发生变化，美元指数仍将获得支撑，大概率将持续走强；

原油方面，近期原油价格迎来一定程度的回落，我们认为这一方面反应了全球经济放缓所导致的需求减缓，另一方面伊朗核协议谈判的不断推

进，使得全球原油的供应量有可能会提升，原油的供需关系有望改善。不过考虑到目前地缘政治冲突还在持续，以及 OPEC 可能会减产来应对需求下滑，原油供需格局没有发生显著变化，原油价格短期内预计将保持震荡；

黄金方面，我们认为随着美债利率的震荡上行以及处于高位，对于黄金价格的压制作用还较强，黄金价格短期内还面临相当大的下行压力。

● 风险提示

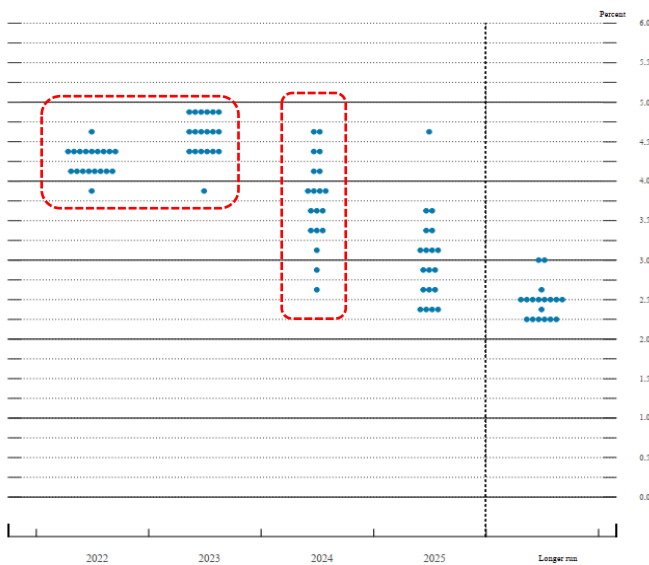
国际局势紧张引发通胀超预期，新冠疫情形势大幅恶化。

图表 1 美联储大幅下调经济增长预测，上调失业率、通胀和联邦基金利率预测

预测指标	预测年份	2022.03 预测值	2022.06 预测值	2022.09 预测值
GDP 增速	2022	2.8%	1.7%	0.2%
	2023	2.2%	1.7%	1.2%
	2024	2.0%	1.9%	1.7%
	2025	-	-	1.8%
失业率	2022	3.5%	3.7%	3.8%
	2023	3.5%	3.9%	4.4%
	2024	3.6%	4.1%	4.4%
	2025	-	-	4.3%
PCE	2022	4.3%	5.2%	5.4%
	2023	2.7%	2.6%	2.8%
	2024	2.3%	2.2%	2.3%
	2025	-	-	2.0%
核心 PCE	2022	4.1%	4.3%	4.5%
	2023	2.6%	2.7%	3.1%
	2024	2.3%	2.3%	2.3%
	2025	-	-	2.0%
联邦基金利率	2022	1.9%	3.4%	4.4%
	2023	2.8%	3.8%	4.6%
	2024	2.8%	3.4%	3.9%
	2025	-	-	2.5%

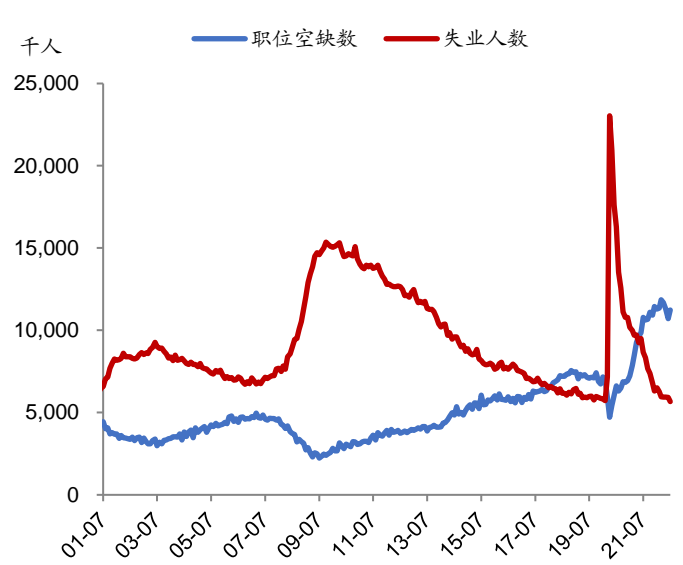
资料来源：美联储，华安证券研究所

图表 2 点阵图显示 22 年加息超过 4%，24 年分歧较大



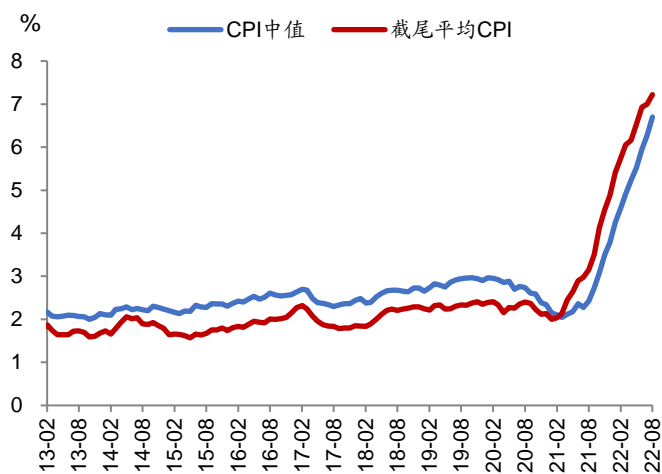
资料来源：美联储，华安证券研究所

图表 3 美国 7 月职位空缺数上升



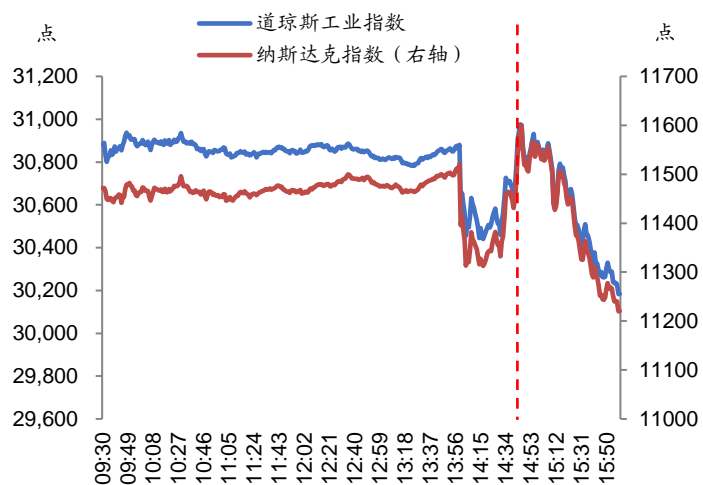
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 5 美国潜在通胀趋势仍在上升



资料来源：克利夫兰联储，华安证券研究所

图表 6 发布会后美股下跌



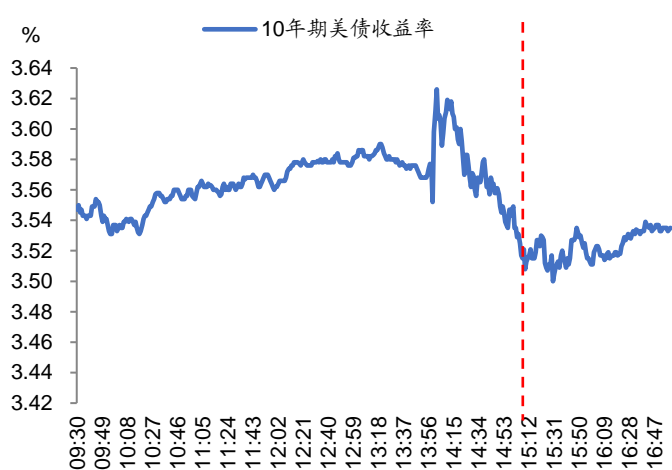
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 7 发布会后美元指数重新上行



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 8 发布会后 10 年期美债收益率重新上涨



资料来源：Wind，华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：何宁，华安证券宏观首席分析师，中国社会科学院经济学博士（定向在读），华东师范大学经济学硕士。2018-2021 年就职于国盛证券研究所宏观团队，2019 年新财富入围（第六），2020 年、2021 年新财富、水晶球、新浪金麒麟最佳分析师团队核心成员。

研究助理：潘纬桢，华安证券宏观分析师助理，复旦大学经济学硕士，2022 年加入华安宏观团队，主要负责海外宏观与大类资产配置研究。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。