

终点利率才是核心矛盾 ——美联储9月议息会议点评

■ 美联储做了什么？加息75bp，上调未来三年通胀、失业率及政策利率预测

9月议息声明中，美联储加息75bp，重申将让通胀降至目标。9月21日凌晨，美联储公布最新议息声明，委员们全票将政策利率目标区间上调75bp至3%-3.25%。美联储重申“预计政策利率目标区间的持续上调将是适当的”，“强烈承诺将让通胀回到2%的目标”。相比7月，美联储将“最近的支出和生产已经出现疲软”，改为“最近的支出和生产增长温和”，表明对近期经济的担忧有所缓解。

经济预测方面，美联储下调未来三年GDP增长预期，上调通胀、失业率及政策利率预测。其中，2022、2023、2024年GDP增速预期分别由1.7%、1.7%、1.9%下调至0.2%、1.7%、1.9%；PCE通胀预期分别由5.2%、2.6%、2.2%上调至5.4%、2.8%、2.3%；失业率分别由3.7%、3.9%、4.1%上调至3.8%、4.4%、4.4%，暗示可容忍失业率升破4%。利率点阵图显示，联邦基金利率预计在未来三年升至4.4%、4.6%、3.9%，分别较6月预测上调100、80、50bp。

■ 鲍威尔说了什么？容忍经济放缓，重申坚持加息，不会过早启动降息

新闻发布会上，美联储主席鲍威尔再提经济放缓是降通胀的“不幸代价”，紧缩对物价的影响存在滞后性。与8月全球央行年会上的演讲类似，鲍威尔表示“降低通胀需要时间，需要强力运用政策工具达到供需平衡”。这一过程中，鲍威尔认为“需要经济增长在一段时期内低于趋势”，可能引发“就业市场疲软”，但都是降低通胀的“不幸代价”，否则将会迎来“更大的痛苦”。地产等利率敏感性领域已经感受到加息的影响，但可能需要一段时间才能看到紧缩对物价的影响。

鲍威尔重温历史经验，表示坚持加息直至完成抗通胀目标，不会过早启动降息。对于11月、12月两次会议的加息幅度，鲍威尔虽然还是表示不会再像过去一样给出明确的加息指引，具体的幅度取决于数据表现，但提到“年内还将加息100-125bp”。虽然鲍威尔表示，“随着政策立场进一步收紧，美联储可能会在未来某个时点放缓加息”，但也重申了历史经验，即“必须坚持加息，直至目标完成”。

■ 后续加息展望及影响？终点利率及转向时点尚不明朗，外围调整或未结束

综合考虑通胀等核心因素，美联储本轮政策收紧“慢了一拍”，重新转向放松或将也“慢一拍”。考虑到本轮通胀形成机理与过往大为不同，流动性过于宽松导致起势较急、供给端主导决定落势较慢，美欧货币政策转紧慢了一拍、重回宽松大概率也将慢一拍。对于市场而言，未来的核心关注点将切换至终点利率水平及政策转向时点预测。9月会议后，市场不仅将美联储终点利率预期从4.25-4.5%上修至4.5-4.75%，也将政策转向时点预期从2023年6月延后至7月。

未来2个季度左右，外围市场延续高波动的状态；经济层面，处于“滞胀”向“衰退”切换的敏感阶段，政策预期的稳定性也相对较差。领先指标显示，海外经济步入“衰退”的窗口或在冬春之交。考虑到货币、财政“兜底”的及时性有效性也会大幅弱化，海外未来“衰退”的程度可能被低估。紧缩周期下，企业杠杆行为“逆转”是主要风险考量，不排除“危机”式衰退发生的可能。以史为鉴，步入衰退的过程中，海外市场仍存在较大的调整压力，这轮或许也不例外。

风险提示：美国新冠疫情出现超预期反弹；劳动力就业意愿持续低迷不振。

赵伟 分析师 SAC 执业编号：S1130521120002
zhaow@gjzq.com.cn

曹金丘 分析师 SAC 执业编号：S1130522080008
caojinqiu@gjzq.com.cn

1、美联储做了什么？加息 75bp，上调未来三年通胀、失业率及政策利率预测

9月议息声明中，美联储加息 75bp，重申将让通胀降至目标。9月21日凌晨，美联储公布最新议息声明，委员们全票将政策利率目标区间上调 75bp 至 3%-3.25%。美联储重申“预计政策利率目标区间的持续上调将是适当的”，“强烈承诺将让通胀回到 2%的目标”。相比7月，美联储将“最近的支出和生产已经出现疲软”，改为“最近的支出和生产增长温和”，表明对近期经济的担忧有所缓解。

图表 1：美联储议息会议声明对比

美联储议息会议声明对比											
FOMC会议时间	2021/6/17	2021/7/28	2021/9/22	2021/11/3	2021/12/15	2022/1/26	2022/3/16	2022/5/4	2022/6/15	2022/7/27	2022/9/21
FOMC会议决策	不降息	不降息	不降息	不降息	不降息	不降息	加息 25BP	加息 50BP	加息 75BP	加息 75BP	加息 75BP
联邦基金利率区间	0%-0.25%	0%-0.25%	0%-0.25%	0%-0.25%	0%-0.25%	0%-0.25%	0.25%-0.5%	0.75%-1%	1.5%-1.75%	2.25%-2.5%	3%-3.25%
投票结果	全票通过	全票通过	全票通过	全票通过	全票通过	全票通过	8:1通过	全票通过	8:1通过	全票通过	全票通过
经济活动	有所增强	取得进展	取得进展	取得实质性进展	继续增强	继续增强	继续增强	有所放缓	似乎有所回升	已现疲软	适度增长
劳动力市场	有所增强	继续增强	继续增强	继续增强	进一步改善	进一步改善	增长强劲	增长强劲	增长强劲	增长强劲	增长强劲
失业率					大幅下降	大幅下降	大幅下降	大幅下降	维持低位	维持低位	维持低位
融资环境	维持宽松	维持宽松	维持宽松	维持宽松	维持宽松	维持宽松					
12个月通胀预期	通胀暂时上升	通胀暂时上升	通胀暂时居高不下	通胀暂时高企，部分行业价格大涨	通胀继续上升	通胀继续上升	通胀居高不下	通胀居高不下	通胀居高不下	通胀居高不下	通胀居高不下
近期经济前景评估	依然面临下行风险	依然面临下行风险	依然面临下行风险	依然面临下行风险	依然面临下行风险，包括新冠病毒带来的风险	依然面临下行风险，包括新冠病毒带来的风险		俄乌战争、中国疫情将对经济前景带来不确定性	俄乌战争正在拖累全球经济增长	俄乌冲突正在对通胀造成额外上行压力，并拖累全球经济增长	俄乌冲突正在对通胀造成额外上行压力，并拖累全球经济增长
政策立场	维持当前宽松立场不变	维持当前宽松立场不变	维持当前宽松立场不变	维持当前宽松立场不变	维持当前宽松立场不变	直接删除	继续加息	继续加息、即将缩表	继续加息、开始缩表	继续加息、继续缩表	继续加息、继续缩表

来源：Fed、国金证券研究所

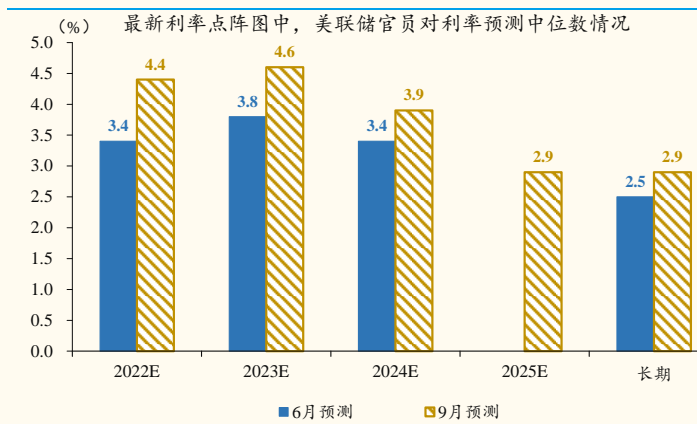
作为季末会议，美联储公布最新经济预测，下调未来三年 GDP 增长预期，上调通胀、失业率及政策利率预测。其中，2022、2023、2024 年 GDP 增速预期分别由 1.7%、1.7%、1.9% 下调至 0.2%、1.7%、1.9%；PCE 通胀预期分别由 5.2%、2.6%、2.2% 上调至 5.4%、2.8%、2.3%；失业率分别由 3.7%、3.9%、4.1% 上调至 3.8%、4.4%、4.4%，暗示可容忍失业率升破 4%。利率点阵图显示，联邦基金利率预计在未来三年升至 4.4%、4.6%、3.9%，分别较 6 月预测上调 100bp、80bp、50bp。

图表 2：美联储 9 月对未来经济预测的预测

美国经济数据预测	2022年	2023年	2024年	2025年	长期
GDP	6月预测	1.7%	1.7%	1.9%	1.8%
	9月预测	0.2%	1.2%	1.7%	1.8%
失业率	6月预测	3.7%	3.9%	4.1%	4.0%
	9月预测	3.8%	4.4%	4.4%	4.3%
PCE物价	6月预测	5.2%	2.6%	2.2%	2.0%
	9月预测	5.4%	2.8%	2.3%	2.0%
核心 PCE 物价	6月预测	4.3%	2.7%	2.3%	0.0%
	9月预测	4.5%	3.1%	2.3%	2.1%

来源：Fed、国金证券研究所

图表 3：美联储 9 月对联邦基金利率的预测

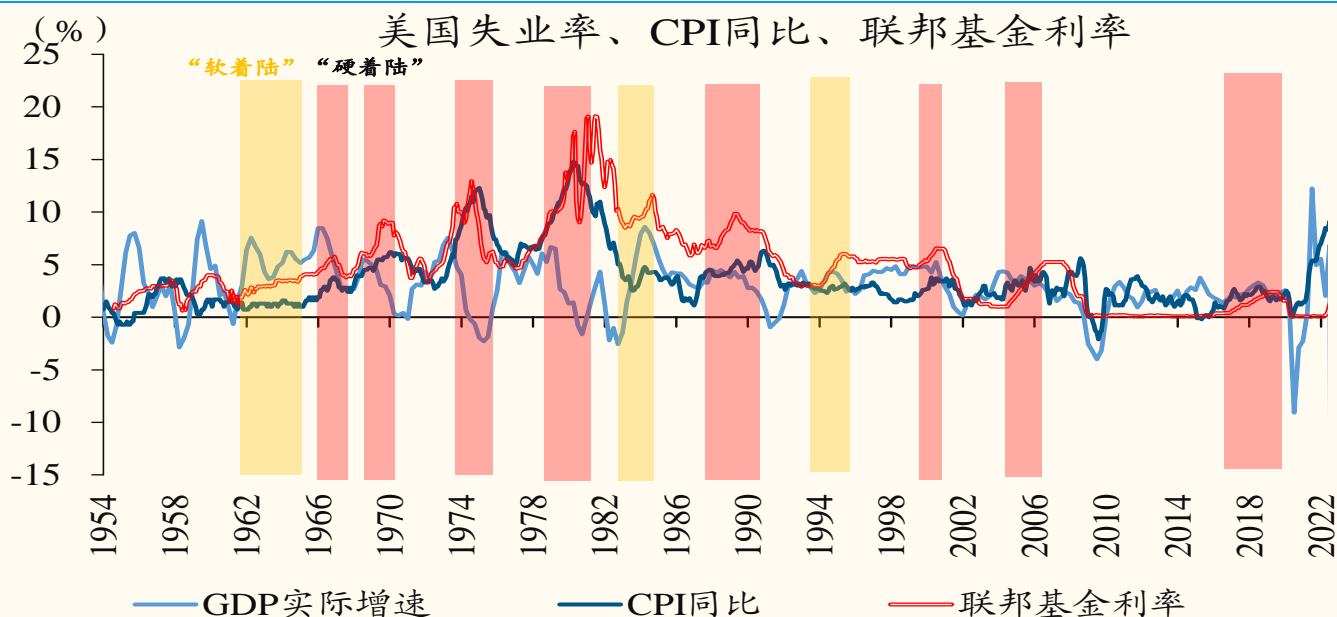


来源：Fed、国金证券研究所

2、鲍威尔说了什么？容忍经济放缓，重申坚持加息，不会过早启动降息

新闻发布会上，美联储主席鲍威尔再提经济放缓是降通胀的“不幸代价”，紧缩对物价的影响存在滞后性。与8月全球央行年会上的演讲类似，鲍威尔表示“降低通胀需要时间，需要强力运用政策工具达到供需平衡”。这一过程中，鲍威尔认为“需要经济增长在一段时期内低于趋势”，可能引发“就业市场疲软”，但都是降低通胀的“不幸代价”，否则将会迎来“更大的痛苦”，暗示“硬着陆”可能无法避免。地产等利率敏感性领域已经感受到加息的影响，但可能需要一段时间才能看到紧缩对物价的影响

图表 4：美国近 11 次加息引发的经济着陆中，“硬着陆”、“软着陆”分别为 8 次、3 次



来源：Wind、国金证券研究所

鲍威尔重温历史经验，表示坚持加息直至完成抗通胀目标，不会过早启动降息。对于 11 月、12 月两次会议的加息幅度，鲍威尔虽然还是表示不会再像过去一样给出明确的加息指引，具体的幅度取决于数据表现，但提到“年内还将加息 100-125bp”。虽然鲍威尔表示，“随着政策立场进一步收紧，美联储可能会在未来某个时点放缓加息”，但也重申了历史经验，即“必须坚持加息，直至目标完成”。

注：鲍威尔曾回顾了近 50 年的通胀治理经验，总结出“三大教训”。

第一，“央行能够承担且实现物价稳定的责任”，主要针对总需求进行管理，使其更好地平衡总供给、进而实现价格稳定。

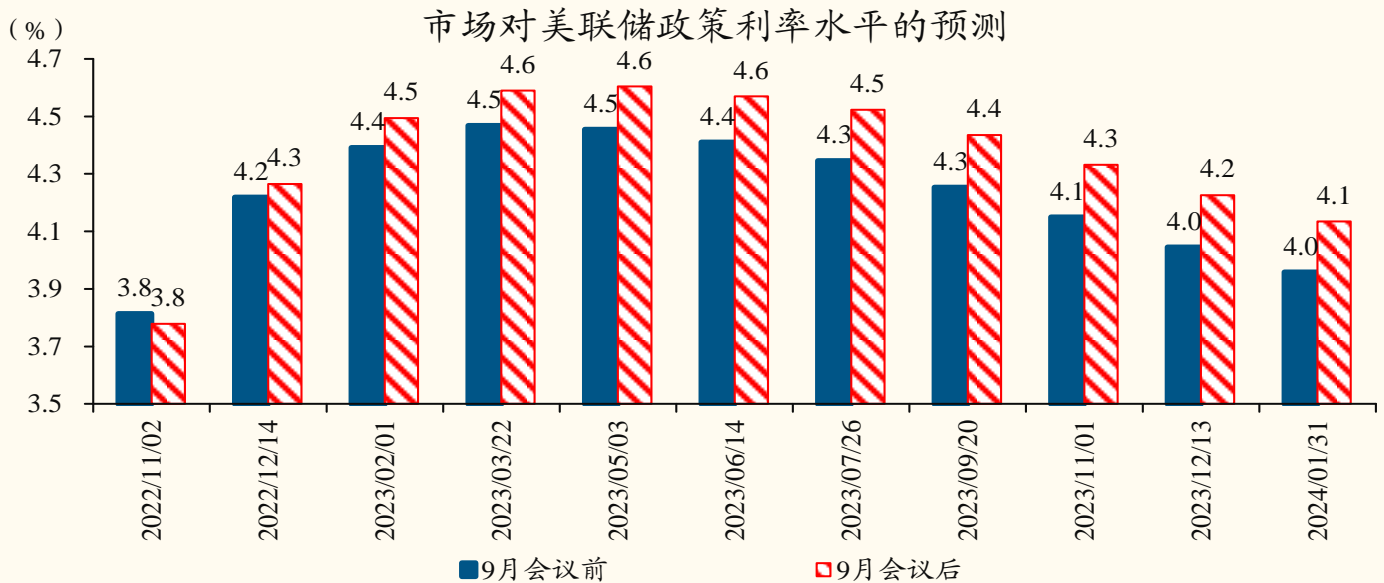
第二，“公众通胀预期能发挥重要作用”，高通胀持续时间越长，通胀预期更容易上升且变得根深蒂固，导致自我实现。

第三，“必须坚持加息，直至目标完成”，即在通胀回归目标前，保证加息的决心不动摇。

3、后续加息展望及影响？终点利率及转向时点尚不明朗，外围调整或未结束

综合考虑通胀等核心因素，美联储本轮政策收紧“慢了一拍”，重新转向放松或将也“慢一拍”。考虑到本轮通胀形成机理与过往大为不同，流动性过于宽松导致起势较急、供给端主导决定落势较慢，美欧货币政策转紧慢了一拍、重回宽松或也将慢一拍。对于市场而言，未来的核心关注点将切换至终点利率水平及政策转向时点预测。9月会议后，市场不仅将美联储终点利率预期从4.25-4.5%上修至4.5-4.75%，也将政策转向时点预期从2023年6月延后至7月。

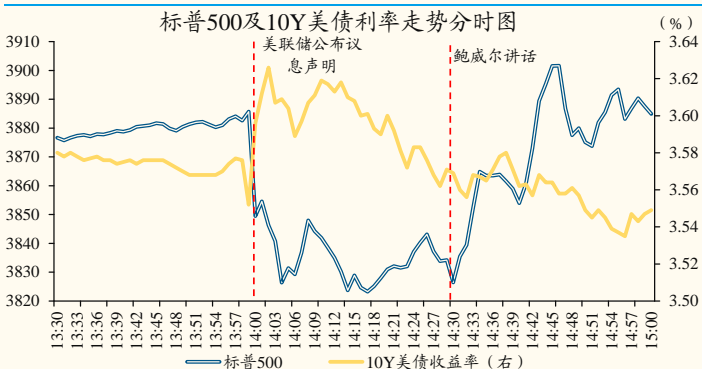
图表 5：市场对美联储政策利率水平的预测



来源：Bloomberg、国金证券研究所

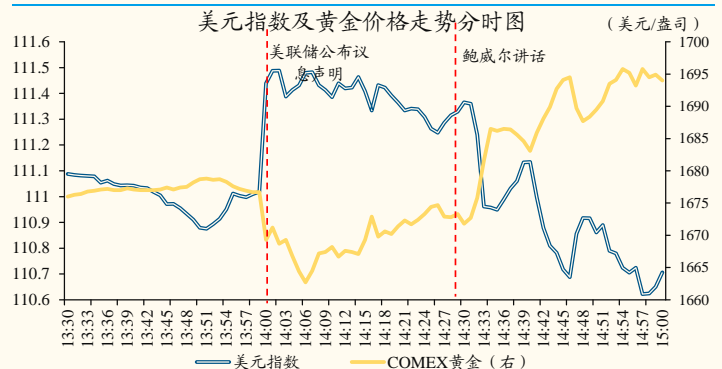
来 2 个季度左右，外围市场延续高波动的状态；经济层面，处于“滞胀”向“衰退”切换的敏感阶段，政策预期的稳定性也相对较差。领先指标显示，海外经济步入“衰退”的窗口或在冬春之交。考虑到货币、财政“兜底”的及时性及其有效性也会大幅弱化，海外未来“衰退”的程度可能被低估。紧缩周期下，企业杠杆行为“逆转”是主要风险考量，不排除“危机”式衰退发生的可能。以史为鉴，步入衰退的过程中，海外市场仍存在较大的调整压力，这轮或许也不例外（详情参见《繁荣的顶点？美国“硬着陆”风险讨论》）。

图表 6：美股及 10Y 美债利率走势



来源：Wind、国金证券研究所

图表 7：美元指数及黄金价格走势



来源：Wind、国金证券研究所

风险提示:

- 1、美国核心通胀居高不下。美国供应链瓶颈持续时长超预期，叠加劳动力成本增速高企，共同推升美国核心通胀。
- 2、美国就业修复不及预期。若美国通胀压力高企的同时，就业修复不及预期，美联储货币政策将会因为“类滞胀”格局而陷入两难。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-66216979	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	传真：010-66216793	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100053	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号 嘉里建设广场 T3-2402