

9月FOMC会议点评

年内仍有125bp加息空间，经济硬着陆风险加大

北京时间9月21日凌晨，美联储公布了9月份FOMC会议声明，宣布加息75bp，符合市场预期。我们再次重申，不宜低估美国通胀韧性以及后续美联储紧缩节奏。

相关研究报告

《3月FOMC会议点评：加息靴子落地，缩表有望提前》20220317

《5月FOMC会议点评：加息50bp，缩表正式启动》20220505

《6月FOMC会议点评：经济硬着陆风险仍然存在》20220616

《7月FOMC会议点评：警惕对美联储紧缩节奏快速转向的过度预期》20220728

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济及策略：宏观经济

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

证券分析师：刘立品

(8610)66229236

lipin.liu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521080001

- **会议声明要点：继续加息75bp，符合市场预期。**美联储宣布加息75bp，是年内第五次加息，也是继6月和7月之后，连续第三次加息75bp。声明对经济活动的表述由“支出和生产指标已经走软”改为“支出和生产适度增长”，显示经济下行压力有所缓解，其他表述均未发生明显变化。
- **经济预测变化：大幅下调经济增速、上调失业率和通胀预测。**美联储将2022年至2024年的经济增速预测分别下调至0.2%、1.2%、1.7%。虽然经济增长明显放缓，但预计失业率仍处于较低位置，分别为3.8%、4.4%和4.4%。由于美国通胀韧性较强，2022年和2023年PCE增速和核心PCE增速预测值继续上调，预计2024年接近2%的通胀目标。
- **点阵图变化：年内仍有125bp的加息空间，预计2023年继续加息25bp。**2022年至2024年利率预测中位数继续上移，分别为4.25%、4.50%和3.75%，意味着年内11月、12月仍有125bp的加息空间，明年可能继续加息25bp。长期利率中位数仍然是2.5%。
- **新闻发布会要点：通胀韧性要求继续加息，经济增速将维持在趋势水平之下。**鲍威尔表示，通胀在供给因素缓解的同时并没有下降，美联储需要继续加息至合适的水平。如果货币政策紧缩时间更长，经济软着陆可能性会降低。经济增长大概率将在一段时间内位于趋势水平之下。
- **FOMC会议之后，美元指数升至111上方，创2002年6月以来新高；10年期美债收益率小幅回落6bp至3.51%；道指、标普500指数和纳指分别收跌1.7%、1.7%和1.8%。**
- **中性利率（或自然利率）是货币政策操作基准。**近年来美联储官员对美国长期名义利率的预测值持续位于2.5%附近。但鉴于美国通胀韧性较强，名义中性利率如果大幅上调，美联储需要更大幅度加息以遏制通胀。
- **9月点阵图显示本轮加息终点接近4.5%，这一利率水平最终能否快速将通胀控制下来，有待进一步观察。**我们再次重申此前的看法，11月美联储再次加息75bp的可能性较大，在通胀出现趋势性改善之前，全球资产价格大幅波动或将持续，国内金融市场也可能再次受到波及。
- **风险提示：地缘政治局势恶化；新冠疫情态势恶化。**

一、会议声明要点：继续加息 75bp，符合市场预期

美联储宣布将联邦基金利率目标范围继续上调 75bp 至 3.00%-3.25%，这是年内美联储第五次加息，也是继 6 月和 7 月之后，连续第三次加息 75bp，符合市场预期。美联储强调目标区间的持续上调将是适当的。

经济活动与就业方面，会议声明将上次声明中的“支出和生产指标已经走软”改为“支出和生产适度增长”。7 月个人实际消费支出环比增长 0.2%，连续两个月正增长，7、8 月制造业生产指数连续回升，显示经济下行压力有所缓解。声明继续强调“就业增长强劲，失业率保持在低位”。8 月美国失业率为 3.7%，虽然环比上升 0.2 个百分点，但仍处于历史低位。

通货膨胀方面以及经济发展和通胀前景方面，会议声明未做改动，继续强调“通货膨胀居高不下，与大流行相关的供需失衡、食品和能源价格上涨仍然是主要原因”，重申美联储控通胀决心，即“委员会坚定地致力于将通胀率恢复到 2% 的目标。”

图表 1. FOMC 会议声明主要内容变化

	2022 年 6 月	2022 年 7 月	2022 年 9 月
经济活动与就业	整体经济活动在第一季度小幅下滑后似乎有所回升。最近几个月就业增长强劲，失业率保持在低位。	最近的支出和生产指标 已经走软 。尽管如此，近几个月就业增长强劲，失业率保持在低位。	最近的指标表明支出和生产 适度增长 。近几个月就业增长强劲，失业率保持在低位。
通货膨胀	通货膨胀仍然居高不下，反映出与大流行相关的供需失衡、能源价格上涨和更广泛的价格压力。	通货膨胀仍然居高不下，反映出与大流行相关的供需失衡、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，反映出与大流行相关的供需失衡、食品和能源价格上涨以及更广泛的价格压力。
经济发展和通胀看法	俄罗斯入侵乌克兰正在造成巨大的人力和经济困难。入侵和相关事件正在对通胀造成额外的上行压力，并对全球经济活动造成压力。此外，中国与疫情相关的封锁可能会加剧供应链中断。委员会高度关注通胀风险。委员会坚定地致力于将通胀率恢复到 2% 的目标。	俄罗斯对乌克兰的战争正在造成巨大的人力和经济困难。战争和相关事件正在对通胀造成额外的上行压力，并对全球经济活动造成压力。委员会高度关注通胀风险。委员会坚定地致力于将通胀率恢复到 2% 的目标。	俄罗斯对乌克兰的战争正在造成巨大的人力和经济困难。战争和相关事件正在对通胀造成额外的上行压力，并对全球经济活动造成压力。委员会高度关注通胀风险。委员会坚定地致力于将通胀率恢复到 2% 的目标。

资料来源：美联储，中银证券

二、经济预测与点阵图变化：抗通胀压力较大，年内仍有 125bp 加息空间

大幅下调近两年经济增速预测，上调失业率和通胀预测。在 2022 年至 2024 年的经济预测中，美联储将美国经济增速分别下调至 0.2%、1.2%、1.7%，调整幅度依次收窄，分别为 1.5、0.5 和 0.2 个百分点。这意味着，在大幅加息背景下，美联储预计美国经济今年全年仍能实现正增长。虽然经济增长明显放缓，但美联储预计失业率仍处于较低位置，对失业率的预测分别较 6 月份上调了 0.1、0.5 和 0.3 个百分点，至 3.8%、4.4% 和 4.4%。由于美国通胀韧性较强，美联储对今明两年的 PCE 增速和核心 PCE 增速预测值继续上调，9 月份 PCE 增速预测分别为 5.4%、2.8%，较 6 月份预测均上调 0.2 个百分点；核心 PCE 增速预测值分别为 4.5%、3.1%，分别较 6 月份预测上调 0.2、0.4 个百分点。2024 年的 PCE 增速和核心 PCE 增速预测值均为 2.3%，调整幅度较小（见图表 2）。

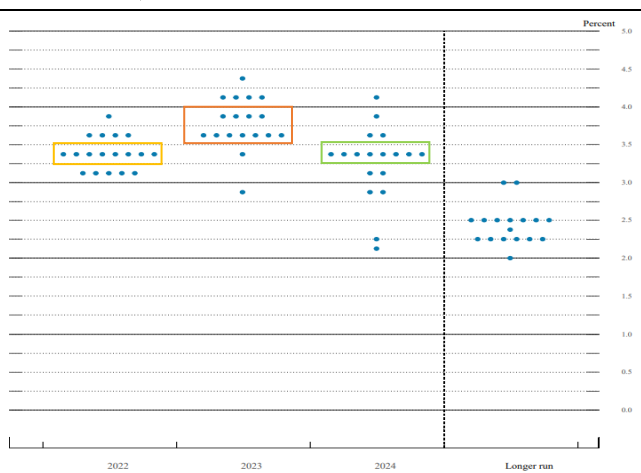
年内仍有 125bp 的加息空间，预计 2023 年继续加息 25bp。9 月点阵图显示，2022 年利率预测中位数为 4.25%，明显高于 6 月预测中位数 3.25%，这意味着 11 月、12 月仍有 125bp 的加息空间；2023 年预计加息 25bp，中位数升至 4.50%，同样高于 6 月预测中位数 3.625%；2024 年随着通胀增速回落至 2% 附近，利率预测中位数降至 3.75%，也是高于 6 月预测中位数 3.25%；长期利率中位数仍然是 2.5%（见图表 3、4）。

图表 2. 美联储全面下调经济增速预测、上调失业率和通胀预测（单位：%）

	GDP 增速			失业率			PCE 增速			核心 PCE 增速		
	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
2021-09	3.8	2.5	2.0	3.8	3.5	3.5	2.2	2.2	2.1	2.3	2.2	2.1
2021-12	4.0	2.2	2.0	3.5	3.5	3.5	2.6	2.3	2.1	2.7	2.3	2.1
2022-03	2.8	2.2	2.0	3.5	3.5	3.6	4.3	2.7	2.3	4.1	2.6	2.3
2022-06	1.7	1.7	1.9	3.7	3.9	4.1	5.2	2.6	2.2	4.3	2.7	2.3
2022-09	0.2	1.2	1.7	3.8	4.4	4.4	5.4	2.8	2.3	4.5	3.1	2.3

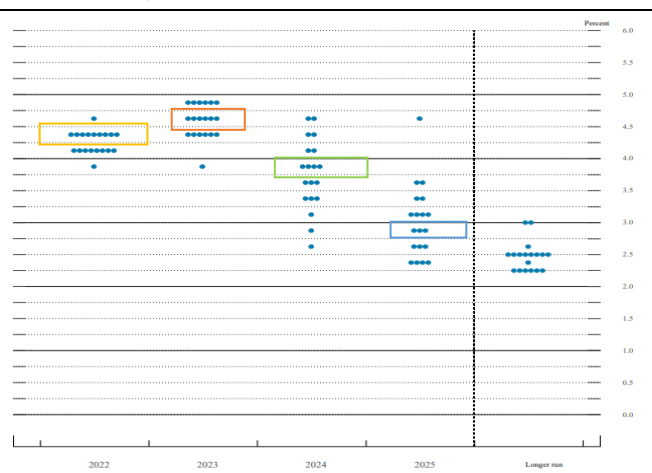
资料来源：美联储，中银证券

图表 3. 2022 年 6 月利率点阵图



资料来源：美联储，中银证券

图表 4. 2022 年 9 月利率点阵图



资料来源：美联储，中银证券

三、新闻发布会要点：通胀韧性要求继续加息，经济增速将维持在趋势水平之下

关于通胀态势，鲍威尔再次强调，抗通胀是美联储的首要目标。虽然 7 月通胀数据低于预期，8 月通胀数据超出预期，但是不希望对单月数据做出过激反应。通胀在供给因素缓解的同时并没有下降，因此美联储需要继续加息至合适的水平。

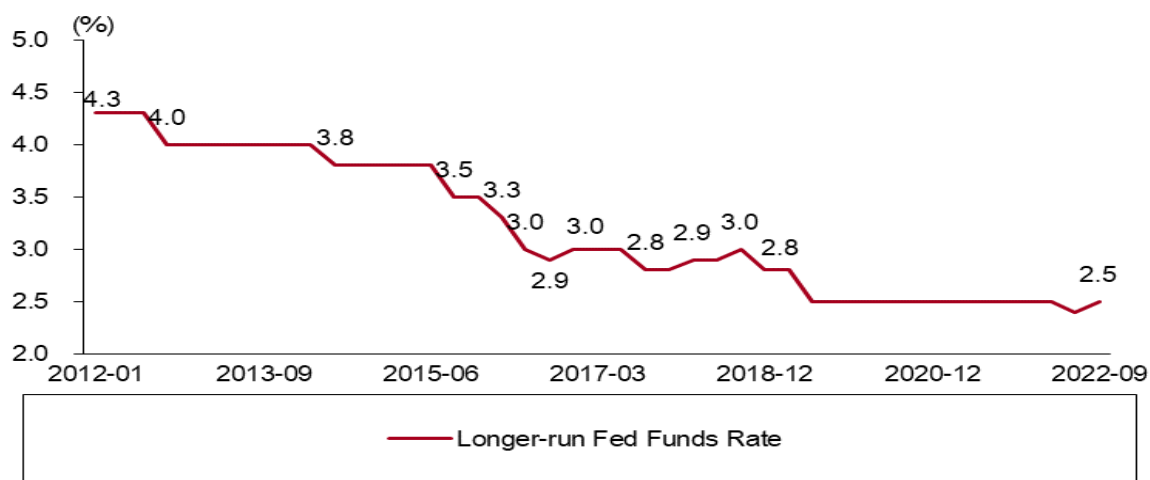
关于经济形势，鲍威尔表示，在恢复价格稳定的同时达到经济软着陆具有挑战性，如果货币政策紧缩时间更长，经济实现软着陆的可能性会降低。经济增长大概率将在一段时间内位于趋势水平之下。按照 SEP 预测，2022 年、2023 年经济增速分别只有 0.2%、1.2%，明显低于趋势增速，但这是必要的。

四、再次强调不宜低估美国通胀韧性以及后续美联储紧缩节奏

由于美联储主席鲍威尔在 8 月末杰克逊霍尔全球央行年会、以及 9 月 8 日先后表示“要坚持加息，直到成功抗击通胀”，市场此前已经预期美联储 9 月宣布加息 75bp，但 9 月点阵图显示年内仍有 125bp 的加息空间，这意味 11 月、12 月可能分别加息 75bp、50bp，紧缩预期增强。FOMC 会议之后，美元指数升至 111 上方，创 2002 年 6 月以来新高；10 年期美债收益率小幅回落 6bp 至 3.51%，道指、标普 500 指数和纳指分别收跌 1.7%、1.7%和 1.8%。

中性利率（或自然利率）是货币政策操作基准。1993 年泰勒提出泰勒规则时，是根据联邦基金利率的历史数据，将美国均衡实际利率设为了 2%。近年来美联储官员对美国长期名义利率的预测值持续位于 2.5%附近（0.5%的实际利率+2%的通胀目标）（见图表 5）。但鉴于美国通胀韧性仍然较强，名义中性利率如果大幅上调，这意味美联储需要更大幅度的加息以遏制通胀。9 月点阵图显示本轮加息终点接近 4.5%，这一利率水平最终能否快速将通胀控制下来，有待进一步观察。我们再次重申此前的看法，11 月美联储再次加息 75bp 的可能性较大，在通胀出现趋势性改善之前，全球资产价格大幅波动或将持续，国内金融市场也可能再次受到波及。

图表 5. 美联储经济预测摘要中联邦基金利率预测中位数



资料来源：美联储，中银证券

风险提示：地缘政治局势恶化；新冠疫情态势恶化。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371