

加息的终点是衰退

——9月美联储会议点评

报告摘要

证券分析师：尤春野

电话：021-58502206

E-MAIL: youcy@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190522030002

美联储如期加息 75bp，资产价格联动反常。美联储9月会议如期加息75bp，联邦基金利率区间达到3%-3.25%。这是今年以来美联储第五次加息，也是第三次以75bp的幅度上调利率。决议公布及鲍威尔新闻发布会之后，美元指数大幅上涨，2年期美债收益率上行，然而10年期美债收益率反常下行，黄金亦协同美元共同上涨，美股三大指数均下挫超过1.7%。美元通常与黄金负相关，与10年期美债收益率正相关。如今资产价格之间联动的“异常”表现反映出市场正在对短期的加息和长期的衰退同时定价。

经济衰退预期再度加强。美联储继续下调对未来的经济预期。在美联储的视角下，美国经济将未来多年内都不复2%以上的增长，抗击通胀的代价是巨大的。同时美联储上调了未来失业率预期，其预计未来多年内失业率都将高于4%的“自然失业率”。对于通胀预期，美联储认为直到2025年才会恢复2%的通胀水平。美联储不断下调经济预期、上调失业率和通胀预期，本身反映出经济“软着陆”的难度越来越大。鲍威尔在新闻发布会上指出“不知道发生衰退的概率是多少”，“极有可能出现一段低增长时期”。与过去的论调相比，其对经济前景的信心正在显而易见地下降。

利率高点在提升，但降息预期也在加强。美联储点阵图显示2022年的利率将达到4.5%，这意味着未来两次会议将再加息125bp，其可能的路径是11月份加息75bp，12月份再加息50bp。点阵图显示美联储认为降息会从2024年才开始，但市场并不相信。CME利率期货显示明年6月就会迎来首次降息。

海外市场的风险正在加大。对于大类资产而言，我们认为美元短期内仍将保持强势，而美股的熊市则在较长时间内难以逆转。现在美国通胀的主要拉动力量已经从能源价格转变为更难控制的房租上涨，这导致“滞胀”的风险进一步拉大，所以美联储转向也更加困难。而解决高通胀问题的最终途径可能是一次较为严重的衰退，比如依靠房价暴跌来重新平衡美国正在处于历史最低位的租售比，从而消除房租上涨的动力。所以我们认为未来较为可能的情景是美联储持续鹰派加息直到衰退来临。美元的强弱一方面与美联储政策相关，另一方面受经济基

本面的影响。我们认为前者影响短期内美元的走势，而后者决定美元长期走势。所以美元在短期之内仍将保持较为强劲的势头，年内可能出现再度的阶段性冲高，给全球资本市场带来较大的风险。但美元长期强势的基础不牢固，明年预计将随着美国经济衰退而转弱。美股则面临长期的调整压力。无论是“滞胀”还是“衰退”，对于美股而言都是尚未被充分定价的压力，美股的熊市难言触底。A 股具有一定独立性，但是随着人民币贬值压力继续积累和海外市场波动可能加剧，其对国内市场的压力也不应忽视。我们认为当前股市的主要风险偏向于外围风险。美联储激进加息，欧美衰退预期不断增加，以及中美关系走势的不确定性在年内难以消除，股市情绪的全面回暖可能仍需时日。

风险提示：美国通胀超预期上行，欧洲衰退提前到来。

目录

1. 美联储如期加息 75BP，资产价格联动反常	5
2. 经济衰退预期再度加强.....	5
3. 利率高点在提升，但降息预期也在加强	6
4. 海外市场的风险正在加大.....	7

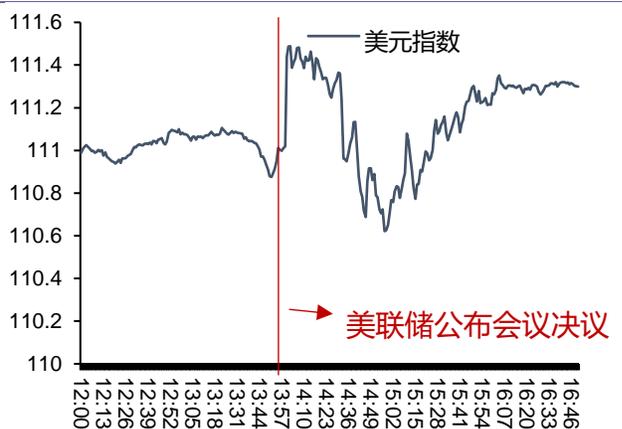
图表目录

图表 1: 美元指数走强.....	5
图表 2: 黄金上涨, 长端利率下行.....	5
图表 3: 美联储下调对未来的经济预期.....	6
图表 4: 美联储点阵图显示降息会在 2024 年发生.....	7

1. 美联储如期加息 75bp，资产价格联动反常

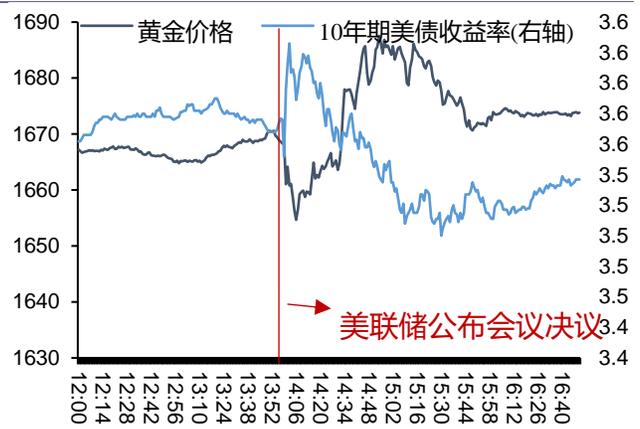
美联储 9 月会议如期加息 75bp，联邦基金利率区间达到 3%-3.25%。这是今年以来美联储第五次加息，也是第三次以 75bp 的幅度上调利率。决议公布及鲍威尔新闻发布会之后，美元指数大幅上涨，2 年期美债收益率上行，然而 10 年期美债收益率反常下行，黄金亦协同美元共同上涨，美股三大指数均下挫超过 1.7%。美元通常与黄金负相关，与 10 年期美债收益率正相关。如今资产价格之间联动的“异常”表现反映出市场正在对短期的加息和长期的衰退同时定价。

图表 1：美元指数走强



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

图表 2：黄金上涨，长端利率下行



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

2. 经济衰退预期再度加强

美联储继续下调对未来的经济预期。9 月会议上美联储对今年经济增长预期由 6 月会议的 1.7% 下调至 0.2%，对 2023 年增速预期由 1.7% 下调至 1.2%，对 2024 年增速预期由 1.9% 下调至 1.7%，并新增了对 2025 年经济预期为 1.8%。这意味着在美联储的视角下，美国经济将多年不复 2% 以上的增长，抗击通胀的代价是巨大的。

同时美联储上调了未来失业率预期。2022 年失业率预期从 6 月会议的 3.7% 上调至 3.8%，对 2023 年失业率预期由 3.9% 上调至 4.4%，对 2024 年失业率预期由 4.1% 上调至 4.4%，新增对 2025 年失业率的预期为 4.3%，即美联储认为未来多年内失业率都将高于 4% 的“自然失业率”。对于通胀预期，美联储认为直到 2025 年才会恢复 2% 的通胀水平。

图表 3: 美联储下调对未来的经济预期

Variable	Median ¹				
	2022	2023	2024	2025	Longer run
Change in real GDP	0.2	1.2	1.7	1.8	1.8
June projection	1.7	1.7	1.9		1.8
Unemployment rate	3.8	4.4	4.4	4.3	4.0
June projection	3.7	3.9	4.1		4.0
PCE inflation	5.4	2.8	2.3	2.0	2.0
June projection	5.2	2.6	2.2		2.0
Core PCE inflation ⁴	4.5	3.1	2.3	2.1	
June projection	4.3	2.7	2.3		
Memo: Projected appropriate policy path					
Federal funds rate	4.4	4.6	3.9	2.9	2.5
June projection	3.4	3.8	3.4		2.5

资料来源: FOMC, 太平洋证券研究院

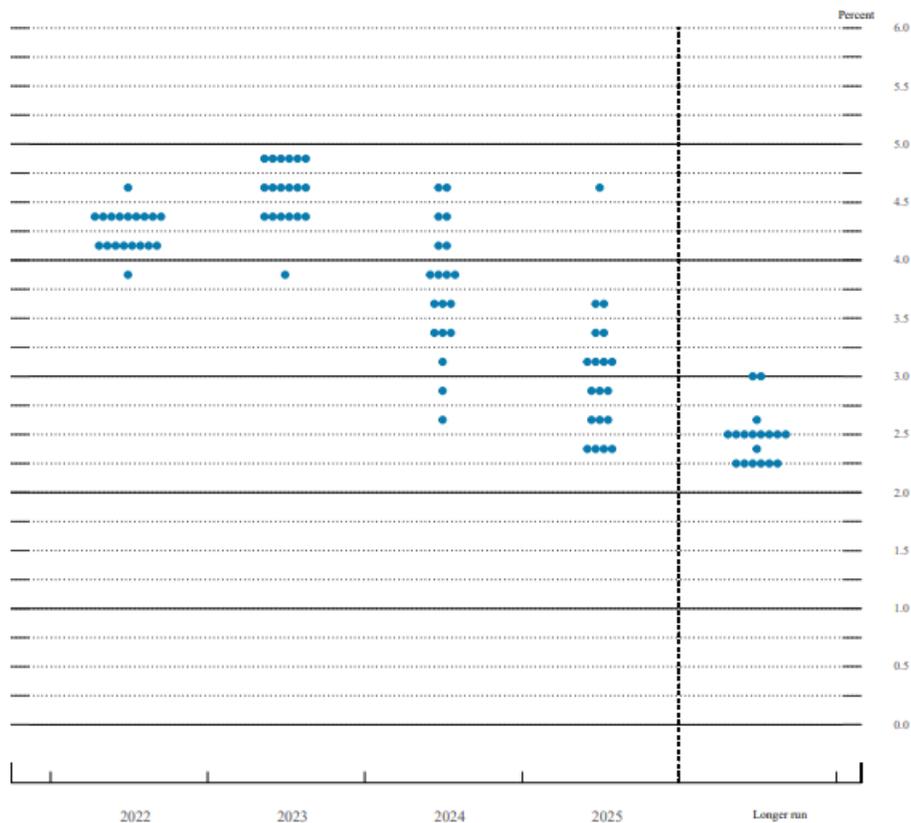
美联储不断下调经济预期、上调失业率和通胀预期, 本身反映出经济“软着陆”的难度越来越大。鲍威尔在新闻发布会上指出“不知道发生衰退的概率是多少”, “极有可能出现一段低增长时期”。与过去的论调相比, 其对经济前景的信心正在显而易见地下降。

3. 利率高点在提升, 但降息预期也在加强

美联储点阵图显示 2022 年的利率将达到 4.5%, 这意味着未来两次会议将再加息 125bp, 其可能的路径是 11 月份加息 75bp, 12 月份再加息 50bp。美联储官员对明年的利率预测为 4.75%, 对 2024 年和 2025 年的利率预测分别为 4% 和 3%, 即美联储认为降息会从 2024 年才开始。

图表 4: 美联储点阵图显示降息会在 2024 年发生

Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

但市场并不相信美联储会到 2024 年才降息。CME 利率期货显示年内接下来两次会议会以 75bp 和 50bp 的节奏加息，但明年 6 月就会迎来首次降息。黄金和长端美债收益率的变动方向也显示出市场对于衰退的定价在加码。

4. 海外市场的风险正在加大

对于大类资产而言，我们认为美元短期内仍将保持强势，而美股的熊市则在较长时间内难以逆转。美联储当前的政策态度是数据导向，“确认通胀将持续下降”是美联储放缓或终结加息的必要条件。然而现在美国通胀的主要拉动力量已经从能源价格转变为更难控制的房租上涨，这导致“滞胀”的风险进一步拉大，所以美联储转向也更加困难。而解决高通胀问题的最终途径可能是一次较为严重的衰退，比如依靠房价暴跌来重新平衡美国正处于历史最低位的租售比，从而消除房租上涨的动力。所以我们认为未来较为可能的情景是美联储持续鹰派加息直到衰退来临。

美元的强弱一方面与美联储政策相关，另一方面受经济基本面的影响。目前二者出现背离，即美联储十分鹰派，但美国经济前景不佳。我们认为前者影响短期内美元的走势，而后者决定美元长期走势。依据前文的分析，我们认为在美联储鹰派加息的驱动之下，叠加欧洲能源危机给美元带来的被动升值的动力，美元在短期之内仍将保持较为强劲的势头，年内可能出

现再度的阶段性冲高，给全球资本市场带来较大的风险。但美元长期强势的基础不牢固，明年预计将随着美国经济衰退而转弱。

美股则面临长期的调整压力。一方面短期内美国通胀压力难以消除，随之而来持续的加息会继续对估值形成压力；另一方面，随着市场期待的“软着陆”概率越来越低，美股盈利的压力也会逐步显现。我们认为无论是“滞胀”还是“衰退”，对于美股而言都是尚未被充分定价的压力，美股的熊市难言触底。

A 股具有一定独立性，但是随着人民币贬值压力继续积累和海外市场波动可能加剧，其对国内市场的压力也不应忽视。我们认为当前股市的主要风险偏向于外围风险。美联储激进加息，欧美衰退预期不断增加，以及中美关系走势的不确定性在年内难以消除，股市情绪的全面回暖可能仍需时日。

风险提示：美国通胀超预期上行，欧洲衰退提前到来。

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	刘莹	15152283256	liuyinga@tpyzq.com
华北销售	董英杰	15232179795	dongyj@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华东销售	周许奕	021-58502206	zhouxuyi@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com
华南销售	陈宇	17742876221	cheny@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。