

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号: S1500521040002
联系电话: 010-83326858
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

张云杰 宏观研究助理
联系电话: +86 13682411569
邮箱: zhangyunjie@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

言出必行，美联储正在重塑公信力

2022年9月22日

- **9月FOMC如期加息75基点。**7月议息会议以来，市场对于9月会议的加息预期持续升温，最终落在75bp。会后发布会上，鲍威尔基本延续了此前 Jackson Hole 全球央行年会的强硬表态，包括重申抗击通胀决心，确认未来适合继续加息。仅在货币政策进一步收紧的前提下，全面评估政策调整对经济和通胀的影响后，或许才会放慢加息步伐。此外再次强调降通胀或以经济增长为代价，劳动力市场或因此显露疲态。
- **点阵图浇灭了市场关于2023年降息的幻想。**根据9月加息点阵图和FOMC经济预测，年内剩余两次会议将再加息1.25个百分点（11月+75bp、12月+50bp）。加息点阵图还显示2023年仍有进一步加息空间，届时联邦基金利率将维持在今年的利率水平之上，最早也要到2024年才会降息，市场关于“2023年降息”的幻想破灭。这与鲍威尔“在一段时间内维持紧缩政策”、“历史经验证明不要过早放松政策”的表态相符。
- **美联储大幅调低未来经济和就业预测，美国衰退风险上升。**9月会议大幅调低了2022年经济增长预测，2022年实际GDP增速的预测中值仅为0.2%，2023年为1.2%，远低于1.8%的长期目标。2023年失业率预测中值被大幅调高至4.4%，较6月预测高出0.5个百分点。通胀预测也有所调高，预计到2025年PCE才能回归2%的长期目标。从实际数据上看，美国经济正出现越来越多的放缓迹象，包括消费支出回落、房地产景气度下行等，同时劳动力市场供需失衡所带来的工资上涨压力依然存在。
- **美联储正在重塑公信力。**尽管通胀数据仍处高位，但美联储的激进加息手段并非毫无建树，6月份以来通胀预期逐渐出现企稳迹象，9月密歇根大学通胀预期降至4.6%，创下年内新低。言行一致是塑造公信力的关键，美联储一改此前“既要又要”做派，正用实际行动证明抗击通胀决心，重新赢得市场声誉。由于四季度CPI环比基数明显抬高，我们预计届时美国通胀回落速度或有所加快，并导致加息放缓。但美联储的紧缩立场预计不会改变，一是将联邦基金利率维持在4.5%以上的高位水平，二是继续执行缩表计划。
- **风险因素：**疫情再度恶化，俄乌冲突扩大，美欧经济衰退。

目录

一、9月 FOMC 如期加息 75 基点.....	3
二、美联储大幅调低未来经济和就业预测，美国衰退风险上升.....	4
三、美联储正在重塑公信力.....	7
风险因素.....	8

图目录

图 1：7 月会议以来，市场加息预期持续升温.....	3
图 2：9 月 FOMC 经济预测中的加息点阵图.....	4
图 3：市场对于未来的加息路径预期（截至 9 月 22 日）.....	4
图 4：9 月 FOMC 经济预测表.....	5
图 5：8 月零售销售增速放缓.....	5
图 6：美国居民可支配收入持续下降.....	6
图 7：房地产景气度进一步回落.....	6
图 8：美国就业增长保持较强势头.....	7
图 9：劳动力供需仍存缺口，工资增长较快.....	7
图 10：美国通胀预期逐步企稳.....	8
图 11：2021 年四季度 CPI 环比基数明显抬高.....	8

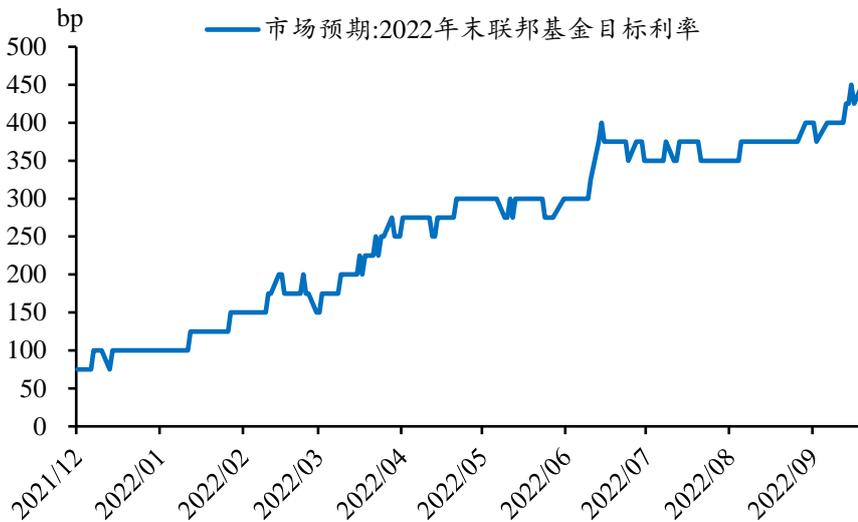
事件：

北京时间9月22日凌晨2:00，美联储公布9月利率决议。凌晨2:30，美联储主席鲍威尔召开新闻发布会。

一、9月FOMC如期加息75基点

7月议息会议以来，市场对于9月会议的加息预期持续升温，最终落在75bp。7月会议提出“再次大幅加息或许是合适的”后，市场最初对9月加息幅度的定价是50bp。8月初非农数据公布，新增就业人数高于预期，加息预期升温至75bp。随后7月通胀数据公布，CPI与核心CPI同比均低于预期，加息预期重回50bp。美国时间8月26日，鲍威尔在Jackson Hole全球央行年会上发表重磅讲话，强调美联储强力抗击通胀的决心，甚至不惜付出经济放缓的代价。随后市场剧烈波动，加息预期升至75bp。本月初8月通胀数据出炉，CPI小幅回落但高于预期，9月加息100bp的预期一度甚嚣尘上。本周进入美联储官员静默期，市场预期重回75bp。

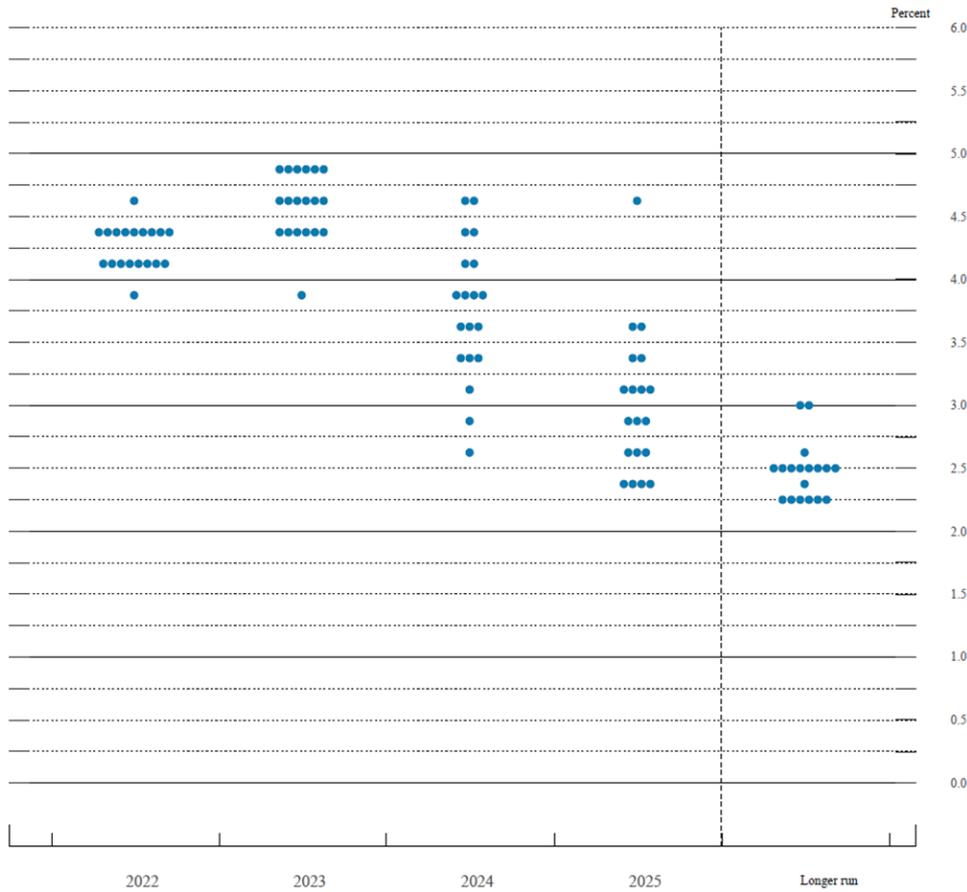
图 1：7月会议以来，市场加息预期持续升温



资料来源: CME, 信达证券研发中心

鲍威尔重申抗击通胀决心，确认紧缩立场。会后新闻发布会上，鲍威尔基本延续了此前 Jackson Hole 全球央行年会上的强硬表态，“安抚市场”的期望落空。鲍威尔先是重申将通胀降至 2% 的目标，确认“继续加息将是适当的 (ongoing increases in the target range for the FFR will be appropriate)”。仅在“货币政策进一步收紧 (as the stance of monetary policy tightens further)”的前提下，全面评估政策调整对经济和通胀的影响后，或许才会放慢加息步伐 (slow the pace of increases)。此外，鲍威尔再次强调降通胀或以经济增长为代价 (reducing inflation is likely to require a sustained period of below-trend growth)，甚至劳动力市场会因此出现疲软 (softening)。

点阵图浇灭了市场关于 2023 年降息的幻想。根据 9 月加息点阵图和 FOMC 经济预测，2022 年联邦基金利率将提升至 4.25-4.50%，较 6 月预测整整高出 1 个百分点。隐含年内剩余两次会议将再加息 1.25 个百分点，市场目前预计 11 月会议+75bp、12 月会议+50bp 的概率最大。加息点阵图还显示 2023 年仍有进一步加息空间，届时联邦基金利率将维持在今年的利率水平之上，最早也要到 2024 年才会降息，市场关于“2023 年降息”的幻想破灭。这与鲍威尔在发布会上“恢复价格稳定需要在一段时间内维持紧缩政策 (maintaining restrictive policy stance)”、“历史经验强烈警告不要过早放松政策 (prematurely loosening policy)”的表态相符。

图 2：9 月 FOMC 经济预测中的加息点阵图


资料来源: 美联储官网, 信达证券研发中心

图 3：市场对于未来的加息路径预期 (截至 9 月 22 日)

MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2022/11/2	0.0%	36.5%	63.5%	0.0%	0.0%				
2022/12/14	0.0%	0.0%	0.0%	33.7%	61.5%	4.7%	0.0%	0.0%	0.0%
2023/2/1	0.0%	0.0%	0.0%	3.3%	36.4%	56.0%	4.3%	0.0%	0.0%
2023/3/22	0.0%	0.0%	0.0%	2.7%	30.6%	52.5%	13.4%	0.8%	0.0%
2023/5/3	0.0%	0.0%	1.6%	18.7%	43.2%	30.0%	6.1%	0.3%	0.0%
2023/6/14	0.0%	0.0%	1.0%	12.2%	33.9%	35.0%	15.2%	2.5%	0.1%
2023/7/26	0.0%	0.0%	1.2%	12.7%	33.9%	34.6%	14.9%	2.5%	0.1%
2023/9/20	0.0%	0.7%	7.4%	24.2%	34.3%	24.0%	8.2%	1.2%	0.1%
2023/11/1	0.0%	0.7%	7.3%	23.7%	34.0%	24.2%	8.6%	1.4%	0.1%
2023/12/13	0.3%	4.1%	15.8%	29.0%	28.9%	16.2%	4.9%	0.7%	0.0%

资料来源: CME FedWatch Tool, 信达证券研发中心

二、美联储大幅调低未来经济和就业预测，美国衰退风险上升

9 月会议大幅调低了 2022 年经济增长预测。9 月会议的经济预测中，FOMC 委员降低了对于经济活动的预测，2022 年实际 GDP 增速的预测中值仅为 0.2%，2023 年为 1.2%，远低于 1.8% 的长期预测中值。此外，2023 年失业率的预测中值被大幅调高至 4.4%，较 6 月预测高出 0.5 个百分点，未来三年失业率中值预计都将高于 4% 的长期预测

值。通胀预测中值也有所上调，预计直到 2025 年 PCE 才能回归 2% 的长期目标。

图 4：9 月 FOMC 经济预测表

变量 (%)	中位数					集中趋势				
	2022	2023	2024	2025	长期	2022	2023	2024	2025	长期
实际 GDP 增速	0.2	1.2	1.7	1.8	1.8	0.1-0.3	0.5-1.5	1.4-2.0	1.6-2.0	1.7-2.0
6 月预测值	1.7	1.7	1.9		1.8	1.5-1.9	1.3-2.0	1.5-2.0		1.8-2.0
失业率	3.8	4.4	4.4	4.3	4.0	3.8-3.9	4.1-4.5	4.0-4.6	4.0-4.5	3.8-4.3
6 月预测值	3.7	3.9	4.1		4.0	3.6-3.8	3.8-4.1	3.9-4.1		3.5-4.2
PCE	5.4	2.8	2.3	2.0	2.0	5.3-5.7	2.6-3.5	2.1-2.6	2.0-2.2	2.0
6 月预测值	5.2	2.6	2.2		2.0	5.0-5.3	2.4-3.0	2.0-2.5		2.0
核心 PCE	4.5	3.1	2.3	2.1		4.4-4.6	3.0-3.4	2.2-2.5	2.0-2.2	
6 月预测值	4.3	2.7	2.3			4.2-4.5	2.5-3.2	2.1-2.5		
联邦基金利率	4.4	4.6	3.9	2.9	2.5	4.1-4.4	4.4-4.9	3.4-4.4	2.4-3.4	2.3-2.5
6 月预测值	3.4	3.8	3.4		2.5	3.1-3.6	3.6-4.1	2.9-3.6		2.3-2.5

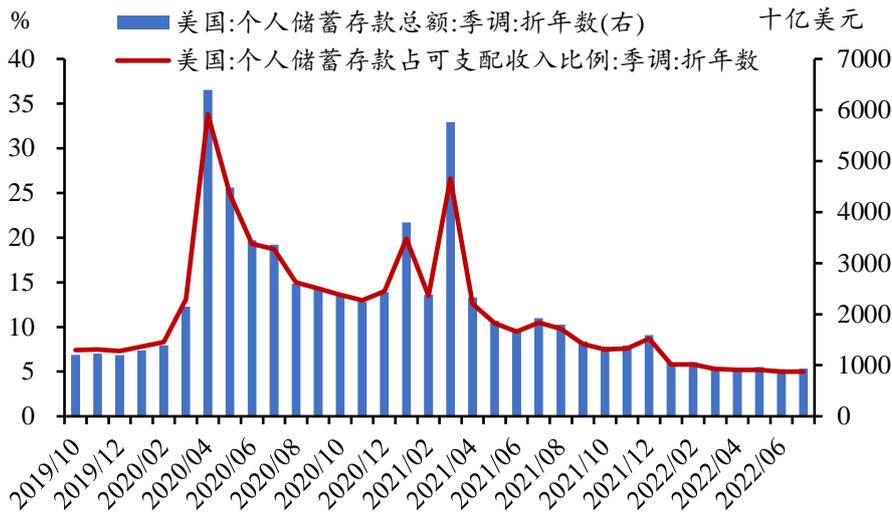
资料来源：美联储官网，信达证券研发中心

美国经济正出现越来越多的放缓迹象。一是消费支出放缓，8 月零售销售同比较前值下降 0.9 个百分点至 9.15%，环比增速录得 0.29%，明显低于去年同期 0.66% 的水平，反映出居民可支配收入下降和金融环境收紧的影响。二是房地产景气度进一步回落，9 月 NAHB 住房市场指数录得 46 点，较今年 3 月美联储开启加息时下滑 33 点，7 月新屋销售同比降至 -29.6%，创下 2021 年 10 月后新低，直观反映出抵押贷款利率上升的影响。截至 9 月 15 日，美国 30 年期和 15 年期抵押贷款固定利率分别升至 6.02%、5.21%，双双创下 2008 年后新高。三是随着利率上升和需求逐步放缓，企业投资、出口等也将承压。

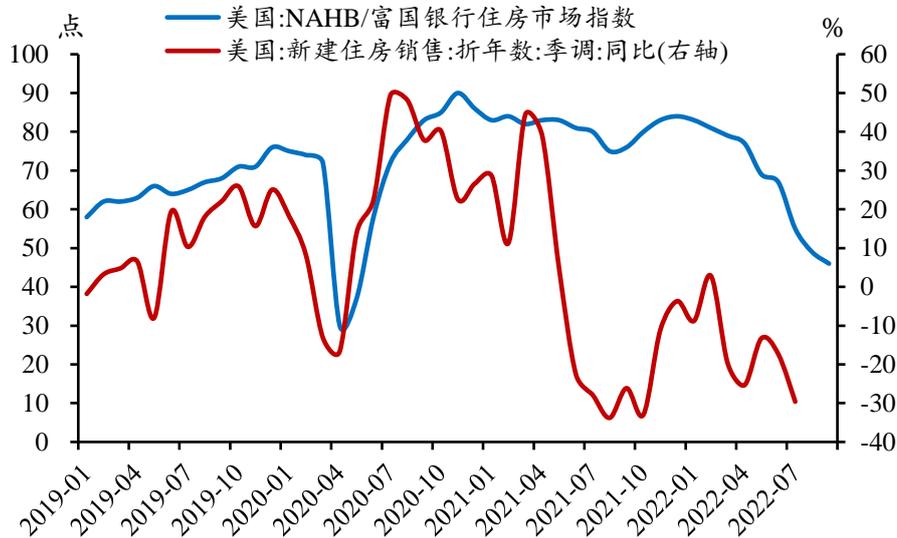
图 5：8 月零售销售增速放缓



资料来源：Wind，信达证券研发中心

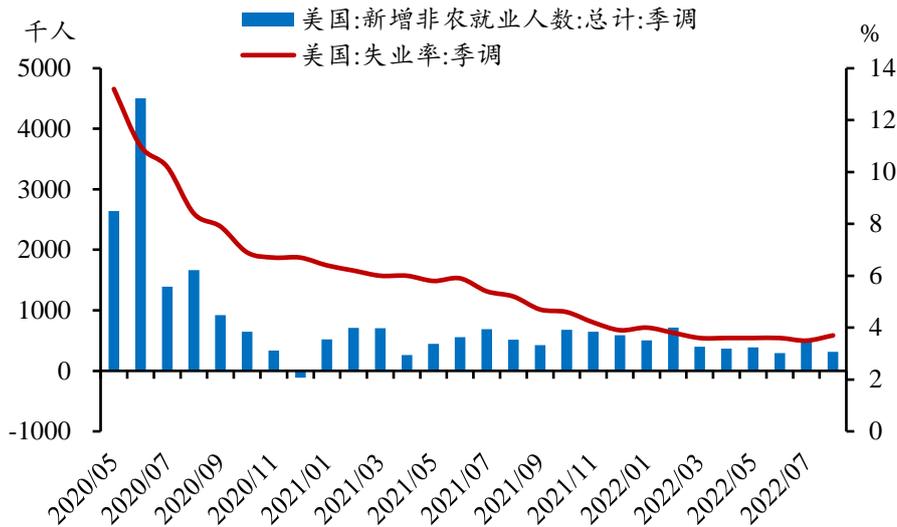
图 6：美国居民可支配收入持续下降


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

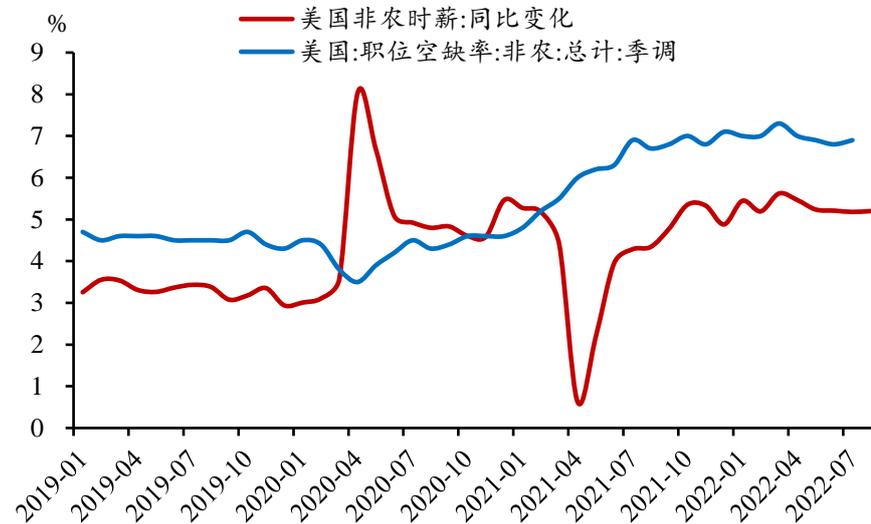
图 7：房地产景气度进一步回落


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

劳动力市场持续偏紧，工资增长带来的通胀上行压力仍然存在。首先是就业增长仍保持较强势头，8月新增非农就业 31.5 万人，高于预期的增加 29.8 万人。但劳动力供需仍处于失衡状态，用工需求大大超过劳动力供应，7月职位空缺率仍位于 6.9% 的高位，导致 8 月工资增长仍维持 5.2% 的较高增速。

图 8：美国就业增长保持较强势头


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 9：劳动力供需仍存缺口，工资增长较快


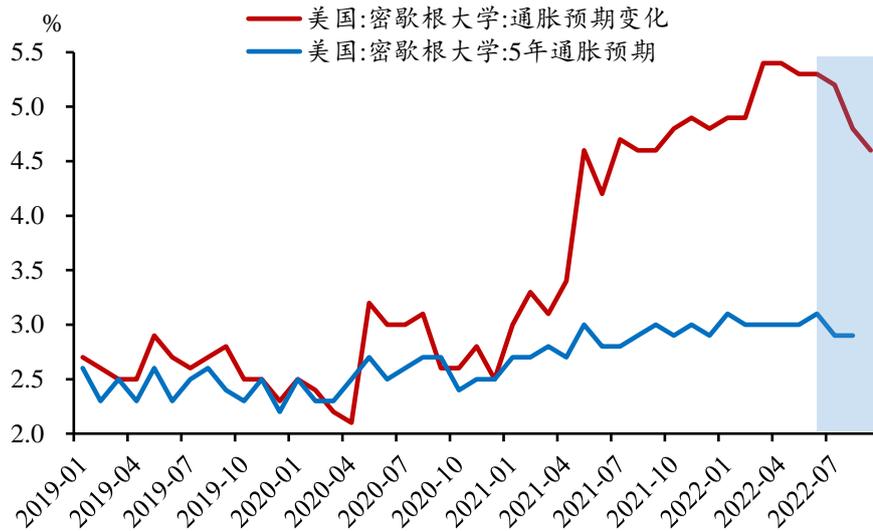
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

三、美联储正在重塑公信力

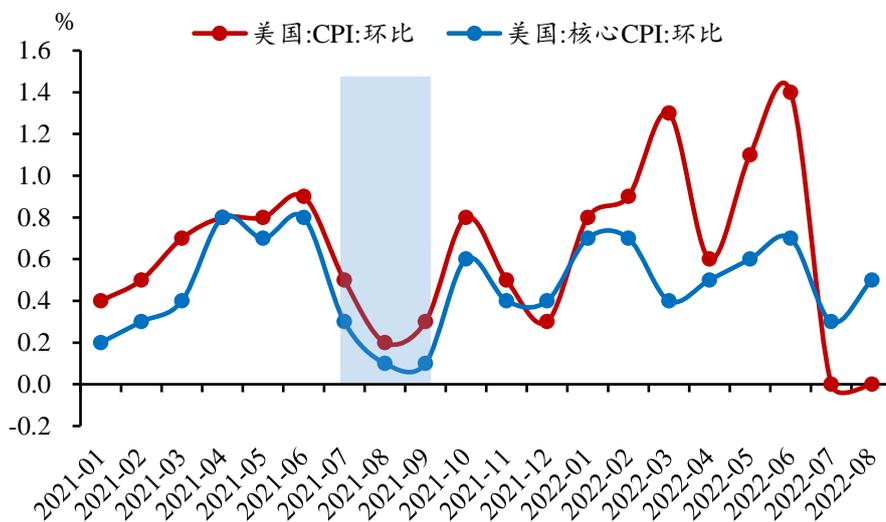
美联储正在重塑公信力。尽管通胀数据仍处高位，但美联储的激进加息手段并非毫无建树，6月份以来通胀预期逐渐出现企稳迹象，9月密歇根大学通胀预期降至4.6%，创下年内新低。言行一致是塑造公信力的关键，美联储一改此前“既要又要”做派，正用实际行动证明抗击通胀决心，重新赢得市场声誉。

四季度起美国通胀回落或进入新阶段。我们在前期系列报告中反复提示，一直到三季度底美国高通胀都难以消退，一是全球供应瓶颈和俄乌冲突扰动下，短期内能源价格的环比回落势能有限。二是去年三季度美国CPI环比基数明显较低，对通胀回落形成阻碍。今年7、8月的通胀数据，基本印证了我们此前的判断。基于同样的逻辑，我们谨慎看待9月通胀数据的回落幅度。但到了四季度，CPI环比基数明显抬高，美国通胀回落速度或有所加快。

通胀回落或导致加息放缓，但难以改变美联储紧缩立场。综合9月议息会议内容，在通胀出现明显拐点的情形下，美联储或许不会在2023年继续激进加息。但美联储的紧缩立场预计不会改变，一是将联邦基金利率维持在4.5%以上的高位水平，二是继续执行缩表计划，9月份起国债和MBS缩减规模分别翻倍至600亿、350亿美元。

图 10: 美国通胀预期逐步企稳


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 11: 2021 年四季度 CPI 环比基数明显抬高


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

风险因素

疫情再度恶化, 俄乌冲突扩大, 美欧经济衰退。

研究团队简介

解运亮，信达证券首席宏观分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学汉青研究院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。首届“21世纪最佳预警研究报告”得主。

张云杰，信达证券宏观研究助理。阿德雷德大学应用金融硕士，华中科技大学统计学学士。2021年加入信达证券研究开发中心，侧重于研究货币流动性和物价分析。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	章嘉婕	13693249509	zhangjiajie@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在 ±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。