

牺牲经济抗通胀

——2022 年 9 月美联储议息会议点评

美东时间 9 月 21 日，美联储在 9 月议息会议后宣布加息 75bp，将联邦基金利率区间提升至 3.0-3.25%，缩表上限按计划提升至每月 950 亿美元。这是美联储今年连续第三次大幅加息 75bp，美国股债表现分化。从宣布加息到鲍威尔讲话，美股走出先跌后涨再跌的趋势，标普 500 收跌 1.71%，纳指收跌 1.79%；10Y 美债收益率先涨后跌，收益率曲线继续倒挂。

一、经济：衰退渐行渐近

美联储认为当前美国经济总体放缓，支出和生产指标温和增长 (**modest growth**)，并进一步显著下调对美国经济增速的预测，表达了对经济损失更高的容忍度。上半年美国 GDP 受库存和出口波动影响，连续两个季度环比负增长。近期美国经济指标快速放缓，居民消费同比增速显著下滑，房地产行业活动和企业固定投资受利率上行压制，出口则受到海外需求抑制。美联储因此将对全年实际 GDP 增速的预测较二季度预测大幅下调 1.5pct 至 0.2%，将对明年和后年的预测也分别下调 0.5pct 和 0.2pct 至 1.2% 和 1.7%。鲍威尔在会后表示，若政策紧缩加剧且持续更久 (**more restrictive for longer**)，美国经济“软着陆”的概率将相应降低。

从美联储的“双重目标”看，美国就业仍然“强劲” (**robust**) 而通胀“居高不下” (**remains elevated**)，驱动政策立场加速收紧。就业方面，过去三个月，非农就业月均增长 37.8 万人，就业总人数已超过疫前水平。失业率小幅反弹至 3.7%，仍位于近 50 年低位。美国“用工荒”仍在延续，平均每个失业者对应约 2 个空缺岗位。美联储预计紧缩政策将使劳动力市场走弱 (**softened**)，上调年末失业率预测 0.1pct 至 3.8%，大幅上调明年失业率 0.6pct 至 4.4%。另一方面，美国通胀仍然远高于 2% 的目标，8 月 CPI 通胀下行速度不及预期，核心通胀显示出

较强粘性。美联储因此分别上调今明两年的 PCE 通胀预测 0.2pct、0.1pct 至 5.4%、2.8%，并预测 PCE 通胀至 2025 年才会回到 2% 的目标水平。

二、政策：加息路径更高更陡

本次会议美联储进一步强调了“控通胀”的决心，加息 75bp 符合市场预期，今明两年的加息路径更加前置且激进。从今年 3 月至今，美联储已经加息 5 次共 300bp，政策利率已超过中性利率水平（2.5%），进入紧缩区间。点阵图显示，年末联邦基金利率的预测中位数达 4.4%，较二季度大幅上行 1pct，年内仍有 125bp 加息空间，略超市场预期上限（100bp）；明年政策利率将继续上行至 4.6%，至 2024 年才会回落。鲍威尔重申需要看到通胀回落的“实质性证据”（compelling evidence）才会放缓加息步伐，需要以史为鉴，不能过早放松货币政策。关于下一次加息的幅度，鲍威尔仍表示将基于数据相机抉择。

缩表方面，美联储将按 5 月公布的缩减方案继续执行。缩表速度于本月翻番至每月不超过 950 亿美元（600 亿美元国债和 350 亿美元 MBS）。目前缩表已开启三个半月，至 8 月底总共缩减不到 900 亿美元，其中国债减少约 850 亿美元，基本达到上限；MBS 规模不降反增，可能因为 MBS 结算存在时滞，暂未体现在资产负债表上。

三、市场：收益率倒挂加剧，美元流动性宽松

美债方面，加息后收益率显著上行，曲线倒挂程度进一步加剧。本次议息会议之前，市场由衰退交易转为通胀交易，收益率一路上行。其中 2Y 美债收益率从今年 7 月底低位上行 117bp 至 4.02%，创近 15 年来新高；10Y 美债收益率上行至 3.5% 以上，为 2011 年以来新高。曲线倒挂幅度走扩，10Y-2Y 美债利差扩大至 -51bp，触及 1985 年以来最低水平。

境内美元短期流动性宽松，除隔夜外其余期限价格基本持稳。9 月 15 日，因央行执行新的外汇存款准备金率，美元流动性得到补充。境内短期美元供给充裕，市场需求在加息后集中在隔夜及 3m 以上期限。价格方面，除隔夜外，其余各期限价格在决议公布前已提前定价本次加

息。9 月 22 日银行间美元拆借加权成交利率较前一日相对持稳，隔夜利率同步上调 75bp 至 3.06%，1M 3.35%，3M 3.94%。

三、前瞻：衰退或更早更深

前瞻地看，更高更陡的加息路径可能导致美国衰退更早更深。劳动力市场拐点可能已经出现，随着经济活动快速收缩，美国或于明年年初陷入“实质性衰退”，持续的高利率也会加深未来的衰退程度。随着美国经济陷入实质性衰退，美联储货币政策可能随之转向，缩表大概率同步终止。此外，缩表速度翻番后美元流动性将加速收紧，尽管总量充裕，但仍需警惕准备金分布不均带来的冲击。

(评论员：谭卓 蔡玲玲 刘一多 张巧栩 李芸 徐冉子)

表 1: 美联储经济预测 (SEP)

经济指标	发布时间	2022E	2023E	2024E	2025E	长期
实际 GDP 增速	2022-09	0.2	1.2	1.7	1.8	1.8
	2022-06	1.7	1.7	1.9	-	1.8
	2022-03	2.8	2.2	2.0	-	1.8
	2021-12	4.0	2.2	2.0	-	1.8
失业率	2022-09	3.8	4.4	4.4	4.3	4.0
	2022-06	3.7	3.9	4.1	-	4.0
	2022-03	3.5	3.5	3.6	-	4.0
	2021-12	3.5	3.5	3.5	-	4.0
PCE 通胀	2022-09	5.4	2.8	2.3	2.0	2.0
	2022-06	5.2	2.7	2.2	-	2.0
	2022-03	4.3	2.6	2.3	-	2.0
	2021-12	2.6	2.3	2.1	-	2.0
核心 PCE 通胀	2022-09	4.5	3.1	2.3	2.1	-
	2022-06	4.3	2.7	2.3	-	-
	2022-03	4.1	2.6	2.3	-	-
	2021-12	2.7	2.3	2.1	-	-
联邦基金利率	2022-09	4.4	4.6	3.9	2.9	2.5
	2022-06	3.4	3.8	3.4	-	2.5
	2022-03	1.9	2.8	2.8	-	2.4
	2021-12	0.9	1.6	2.1	-	2.5

资料来源: 美联储、招商银行研究院

表 2: 美联储议息会议声明文本对比

类型	2022 年 9 月 21 日	2022 年 7 月 28 日
经济表现	支出和生产温和增长。	支出和生产指标已经走弱。
	就业增长强劲，失业率维持低位。	就业增长强劲，失业率维持低位。
	俄乌战争和相关事件造成额外的通胀上行压力，正在拖累全球经济。	俄乌战争和相关事件造成额外的通胀上行压力，正在拖累全球经济。
货币政策	委员会坚定致力于将通胀率恢复到 2% 的目标。	委员会坚定致力于将通胀率恢复到 2% 的目标。
	委员会决定将联邦基金利率的目标范围提高到 3 至 3-1/4%。	委员会决定将联邦基金利率的目标范围提高到 2-1/4 至 2-1/2%。
	委员会将继续减少其持有的国债、机构债务和 MBS。	委员会将继续减少其持有的国债、机构债务和 MBS。

资料来源：美联储、招商银行研究院

图 1：美联储资产负债表规模小幅缩减

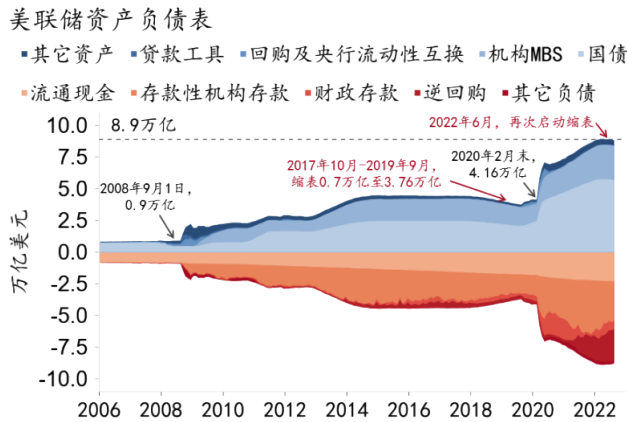


图 2：议息会议前，市场预期加息 75bp

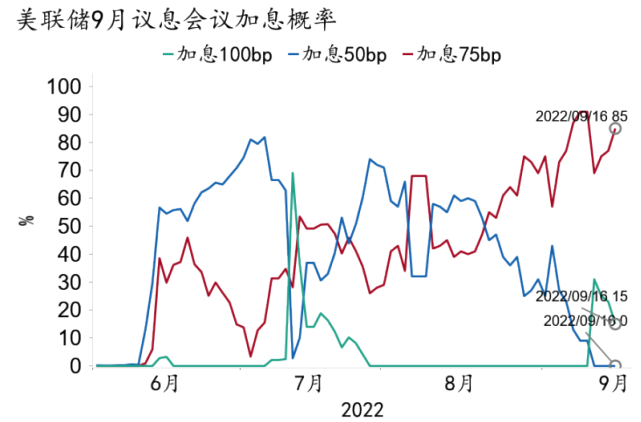


图 3：美国通胀预期边际回落

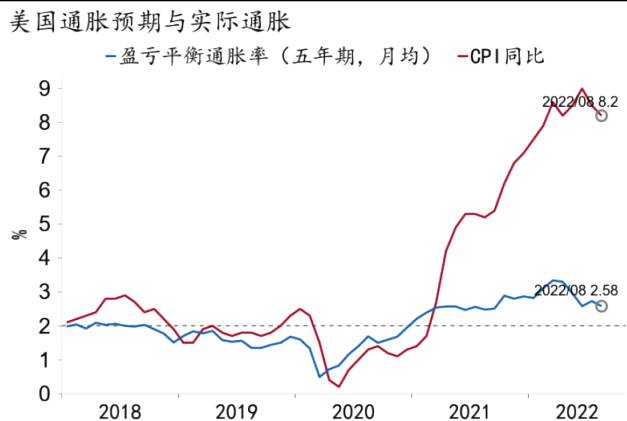


图 4：非农就业已超过疫前水平

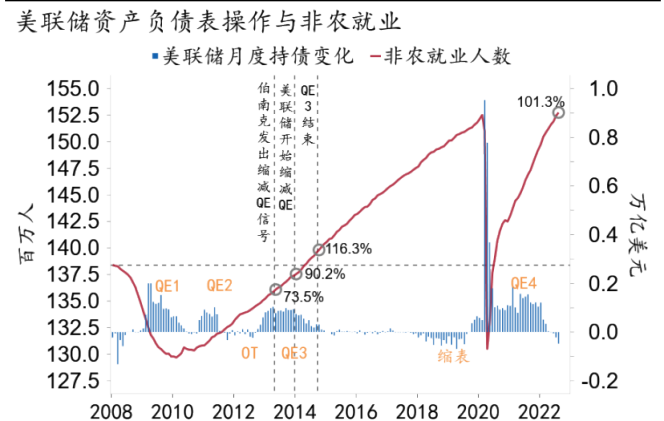


图 5：美国债收益率倒挂加剧



图 6：美联储政策利率区间超过中性利率

