

国内等政策，海外鹰气更高更长

核心观点：

1、9月加息幅度与预期一致，但是美联储对于抗通胀的决心还是被市场低估了，加息路径和终点都要比市场预期的更高更长，11月或还将再度加息75bp，重点关注9月CPI数据表现。另外，尽管从8月的通胀数据来看，美国当前的通胀除了供给端的问题之外，更多的是全面的通胀，但是从纽约联储的消费者期望调查来看，未来通胀预期为短期、中期和长期继续下降，一方面，货币政策作用可能存在时滞，而且9月缩表进程如果按计划加速，可能对之前需求打压不及预期的这一现象有所缓解；另一方面，在通胀预期回落、美联储激进加息的这一组合之下，未来美联储货币政策何时开始真正的退坡可能取决于非农就业以及失业率的变化。

2、尽管9月LPR维持不变，但是后续是否再次降准降息其实主要还是要看宽信用以及国内经济修复的成色，如若政策效果对于稳增长有限，不排除仍有降准降息以及LPR调降的可能。目前来看，疫情在中旬以后持续缓解，散点疫情正在进入扫尾状态，目前疫情层面最值得关注的就是看20大以后是否有新的政策，如果疫情防控没有大的改变，那么国内经济就还是弱复苏状态，尤其是消费，大体还是餐饮收入补缺口，其余消费缓慢复苏的这么一种状态，这个是目前市场最为关注的地方。

风险提示：疫情不确定性 海外通胀演变

Bigger mind, Bigger future™
智慧创造未来

南华期货研究所

马燕 0571-87839259

mayan@nawaa.com

投资咨询资格证号

Z0012651

戴朝盛 0571-87839255

daichaosheng@nawaa.com

投资咨询资格证号

Z0014822

目录

第 1 章 国内等政策，海外鹰气更高更长.....	3
1.1. 海外：靴子落地，75bp 或还有一次.....	3
1.2. 国内等政策.....	5
免责声明.....	7

第 1 章 国内等政策，海外鹰气更高更长

1.1. 海外：靴子落地，75bp 或还有一次

8 月美国 CPI 数据出炉之后市场对于 9 月加息幅度出现了加息 100bp 的市场预期，但在上周周报当中我们提及了加息 75bp 的概率更大，主要因为虽然 CPI 通胀超预期，但是 CPI 整体趋势依旧是呈现高位回落的态势，其次通胀预期也有所回落，本周 9 月 FOMC 会议靴子落地，如期加息 75bp，也证实了我们的预测。

但是，虽然 9 月加息幅度与预期一致，但是美联储对于抗通胀的决心还是被市场低估了。首先从声明来看，9 月 FOMC 会议的声明与 7 月 FOMC 会议几乎如出一辙，仅对于支出和生产的描述从 7 月的“有所减弱”变为“略有增长”，其余描述几乎只字未改。

但是此次会议超市场预期的主要在于：1) 从经济预测来看，9 月相比于 6 月季度会议预测来看，下调了经济增速预测，将 2022、2023 年的经济增速从之前的 1.7% 下调至 0.2、1.2%，长期潜在增速依旧在 1.8，即美联储已经接受了经济即将衰退的事实，但仍将抗通胀作为主要任务；除此之外，调高失业率，将 2022、2023 年失业率从之前的 3.7%、3.9% 上调至 3.8%、4.4%，即默认了允许失业率升至 4.0% 以上，这也是经济衰退进入到第二阶段的必然特征，也是美联储政策转向或者变速的条件；对于通胀，则上调了今明两年的 PCE 和核心 PCE，进一步向 2% 目标上靠；2) 从点阵图来看，之前对于限制性利率水平的讨论最激进也只是略高于 4%，但是从 9 月 FOMC 会议的点阵图来看，市场还是低估了美联储加息的力度，点阵图中 9 人预测今年政策利率的峰值在 4.25-4.5% 水平，8 人预测在 4-4.25% 水平，前者对应今年剩余两次加息为 75→50bps 的路径，后者对应为 50→50bps 的路径。预测明年峰值在 4.25-4.5%、4.5-4.75%、4.75-5% 的人数各 6 人。假定 2022 年终点为 4.25-4.5%，则这分别对应 2023 年 0、1、2 次的加息。

图 1.1.1: SEP 经济预测 (%)

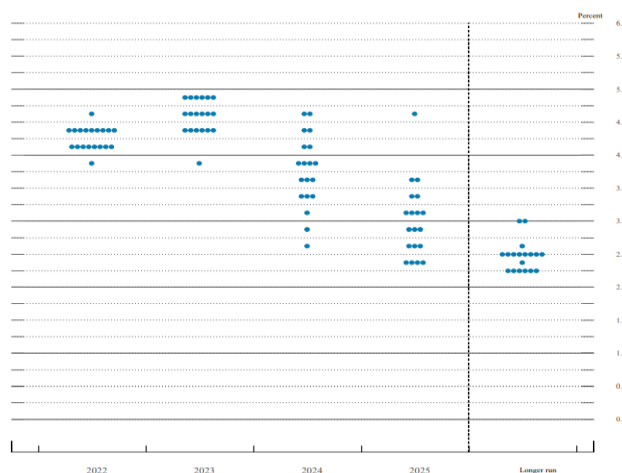
Table 1. Economic projections of Federal Reserve Board members and Federal Reserve Bank presidents, under their individual assumptions of projected appropriate monetary policy, September 2022

Variable	Median ¹					Central Tendency ²					Range ³				
	2022	2023	2024	2025	Longer run	2022	2023	2024	2025	Longer run	2022	2023	2024	2025	Longer run
Change in real GDP	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	0.0-0.5	-0.3-1.9	1.0-2.6	1.4-2.4	1.6-2.2
June projection	1.7	1.7	1.9		1.8	1.5-1.9	1.3-2.0	1.5-2.0		1.8-2.0	1.0-2.0	0.8-2.5	1.0-2.2		1.6-2.2
Unemployment rate	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	3.7-4.0	3.7-5.0	3.7-4.7	3.7-4.6	3.5-4.5
June projection	3.7	3.9	4.1		4.0	3.6-3.8	3.8-4.1	3.9-4.1		3.5-4.2	3.2-4.0	3.2-4.5	3.2-4.3		3.5-4.3
PCE inflation	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	5.0-6.2	2.4-4.1	2.0-3.0	2.0-2.5	2.0
June projection	5.2	2.6	2.2		2.0	5.0-5.3	2.4-3.0	2.0-2.5		2.0	4.8-6.2	2.3-4.0	2.0-3.0		2.0
Core PCE inflation ⁴	4.5	3.1	2.3	2.1		4.4-4.6	3.0-3.4	2.2-2.5	2.0-2.2		4.3-4.8	2.8-3.5	2.0-2.8	2.0-2.5	
June projection	4.3	2.7	2.3			4.2-4.5	2.5-3.2	2.1-2.5			4.1-5.0	2.5-3.5	2.0-2.8		
Memor: Projected appropriate policy path															
Federal funds rate	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	3.9-4.6	3.9-4.9	2.6-4.6	2.4-4.6	2.3-3.0
June projection	3.4	3.8	3.4		2.5	3.1-3.6	3.6-4.1	2.9-3.6		2.3-2.5	3.1-3.9	2.9-4.4	2.1-4.1		2.0-3.0

数据来源: Fed 南华研究

图 1.1.2: 9 月点阵图

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

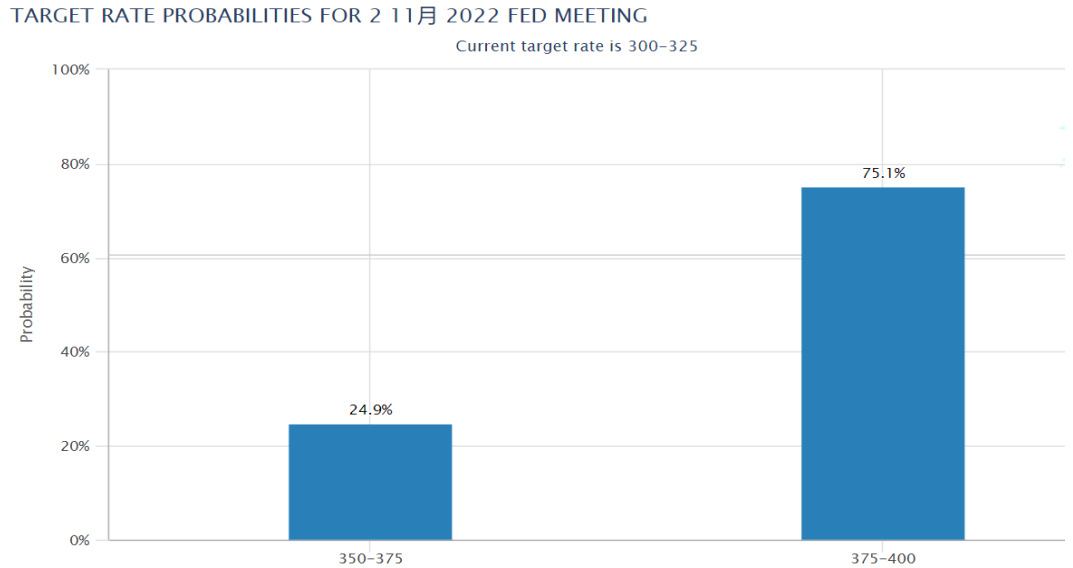


数据来源: Fed 南华研究

9 月 FOMC 会议之后，市场对于 11 月加息 75bp 预期从一周前的 59.7% 抬升至 75.1%，对于 12 月加息 50bp 的概率也大举抬升至 73.5%，一周前该数值才 40.7%。年内还有

125bp 的加息幅度正在被市场定价，这将对短端利率形成明显抬升，2 年美债利率短线冲高到 4.11%附近。

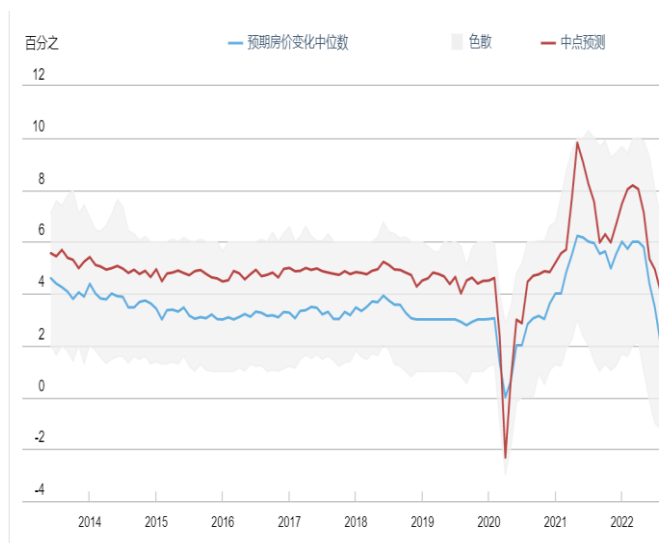
图 1.1.3：11 月美联储议息会议加息预期



资料来源：联储观察工具 南华研究

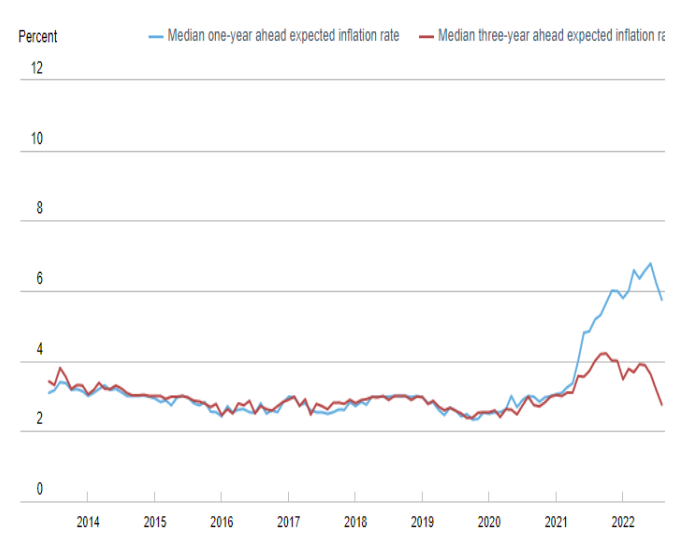
尽管从 8 月的通胀数据来看，美国当前的通胀除了供给端的问题之外，更多的是全面的通胀，但是从纽约联储的消费者期望调查来看，未来通胀预期为短期、中期和长期继续下降，一方面，货币政策作用可能存在时滞，而且 9 月缩表进程如果按计划进程，可能对之前需求打压不及预期的这一现象有所缓解；另一方面，在通胀预期回落、美联储激进加息的这一组合之下，未来美联储货币政策何时开始真正的退坡可能取决于非农就业以及失业率的变化。

图 1.1.4：纽约联储未来房价变化预期 (%)



数据来源：纽约联储 南华研究

图 1.1.5：纽约联储对未来通胀预期的预测



数据来源：纽约联储 南华研究

1.2. 国内等政策

上周公布的 8 月经济数据从消费到投资都是超预期的，市场关心的房地产也有内外源融资边际改善的一面，但地产投资仍在探底。在本周，值得关注的就是 LPR 的报价，本月 LPR 报价持平，与市场预期一致，存款利率调降的操作一方面是因为存款利率调降对银行负债成本的缓解作用还有待进一步传导，传导效果体现存在时滞；另外 9 月在 7 月经济数据出炉之后准财政不断发力，政策效果亦有待观察。

尽管 9 月 LPR 维持不变，但是后续是否再次降准降息其实主要还是要看宽信用以及国内经济修复的成色，如若政策效果对于稳增长有限，不排除仍有降准降息以及 LPR 调降的可能。

目前来看，疫情在中旬以后持续缓解，散点疫情正在进入扫尾状态，目前疫情层面最值得关注的就是看 20 大以后是否有新的政策，如果疫情防控没有大的改变，那么国内经济就还是弱复苏状态，尤其是消费，大体还是餐饮收入补缺口，其余消费缓慢复苏的这么一种状态，这个是目前市场最为关注的地方。

从整体经济结构来看，疫情和地产还是拖累经济的两大关键，疫情主要等政策，地产的话主要还是看保交楼的推进对市场信心的改变。9 月，从中央层面来看，关于保交楼专项工作，9 月 14 日，住房和城乡建设部新闻发言人、住房改革与发展司司长王胜军在“中国这十年”系列主题新闻发布会上表示，目前专项工作正在紧张有序地进行当中。除此之外，多家央企和 AMC(不良资产管理公司)出面积积极参与房地产项目盘活，以长城资产和中国信达为代表，同时不少央企出手收购民营房企项目股权，亦有国资国企宣布战略投资入股民营房企，地方政府也在下军令状，更有房企自救表态“保交楼”，总体而言，保交楼多方主体发力，目前正在进入政策效果观察期。但从高频数据来看，相比于 8 月，9 月地产销售更弱一些，主要还是二线城市销售拉胯所导致的，销售不好，房企信心也相对有限，土地溢价率和房企拿地面积也是仍在底部摩擦。

图 1.2.1: 30 个大中城市商品房销售 (万平发米)



数据来源: Choice 南华研究

图 1.2.2: 从季节性看, 二线城市销售比较拉胯



数据来源: Choice 南华研究

政策层面，9月21日召开本月第三次国常会，此次会议主要有四项议题，分别为：听取国务院第九次大督查情况汇报、确定深入推进“一件事一次办”改革、确定强化交通物流保通保畅和支持相关市场主体纾困政策，以及通过《中华人民共和国行政复议法（修订草案）》。本次会议重在督导督查，确保地方政府能够不折不扣地落实相关政策措施。特别是经济大省要挑大梁，共同巩固经济企稳基础、促进回稳向上。除此之外，还强调了保交通物流，确保国内物流这一生命线不受疫情干扰，充分吸收今年4月上海疫情的教训。总体而言，本周国内并无增量政策出台，除了等待20大政策之外，主要还是以督导和督促落实前期稳增长政策为主。

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货股份有限公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货股份有限公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货股份有限公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货股份有限公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货股份有限公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：杭州市上城区富春路 136 号横店大厦 邮编：310002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net

股票简称：南华期货 股票代码：603093



南华期货营业网点