

预计 9 月按兵不动，关注“买入通胀”

——美联储 9 月议息会议前瞻

研究院

徐闻宇

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号：F0299877

投资咨询号：Z0011454

高聪

✉ gaocong@htfc.com

从业资格号：F3063338

投资咨询号：Z0016648

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289 号

策略摘要

北京时间 2023 年 9 月 21 日凌晨 2 点，美联储将公布 9 月利率决议。我们预计美联储决议将呈现“鹰派暂停”的特征——9 月暂不加息，但是因为通胀回升压力的存在提升未来加息的可能性，这或将表现在美联储点阵图对终点利率高度的抬升或时间的延长上。建议投资者策略上继续买入“通胀资产”，利率的回升或将延续。

核心观点

■ 预计美联储 9 月按兵不动

美国 8 月核心通胀继续回落，8 月信贷增速负增长，美联储大概率按兵不动。数据显示，随着 5 月美国基准利率进入到 5% 以上的高利率区间，经济活动开始放缓，核心 CPI 同比增速跌落 5%，信贷同比增速也跌落 5%，8 月以来更是呈现出负增长状态。在此背景下超预期的通胀也开始冷却，扣除通胀预期的通胀增速进入到负增长状态。

关注美联储 9 月缩表节奏变动。6 月“债务上限”暂停之后，财政博弈回到了 10 月开始的 2024 财年预算上，截止 9 月 13 日美联储 TGA 账户余额已经回到 3.45 亿美元，8 月份财政平衡也早于季节性转向盈余。在美联储缩表节奏不变的情况下，负债端的减量或通过隔夜逆回购、或通过超额准备金的回落来实现，关注其带来流动性压力的上升可能。

■ 预计供给侧通胀的扰动增加

美国 8 月一般通胀压力回升。薪资成本的压力叠加供给扰动的因素，在信贷负增长的状态下通胀阶段性回升的压力也在进一步增强。截止 9 月第一周美国商业原油库存同比增速已经再次呈现负增长，驱动原油价格同比增速大幅转正至 6.7%；而始于 9 月中旬的产业大罢工也加剧了劳动力薪资上行的压力。这些或推动美联储加息政策继续从前期的“更高”转向“更久”，以高通胀和高利率的环境推动资本支出的再次扩张。

■ 风险

经济数据短期波动风险，流动性快速收紧风险

目录

策略摘要	1
核心观点	1
美联储 9 月议息会议：加息二次暂停，关注流动性风险	3
相关图表	4

图表

图 1：美联储 6 月 SEP 展望 单位：%	3
图 2：市场 9 月不加息定价较充分 单位：%PCT	4
图 3：联邦基金利率衍生品空头持仓回落 单位：万手	4
图 4：逆回购大幅回落增加流动性担忧 单位：千亿	4
图 5：美国 M2 增速继续负增长 单位：%YOY	4
图 6：美联储资产端继续缩表 单位：%	4
图 7：美联储超额准备金存扩张可能 单位：%	4
图 8：美国高频经济指标环比小幅改善 单位：%	5
图 9：GDP-PCE 显示实际利率有抬升空间 单位：%	5
图 10：美国信贷进入负增长状态 单位：%YOY	5
图 11：高利率下就业市场压力逐渐增加 单位：%	5
图 12：8 月新增就业开始放缓 单位：万人	5
图 13：建筑业新增就业也回到均值以下 单位：万人	5
图 14：关注超预期通胀缓和的持续性 单位：BP	6
图 15：关注油价同比增速的回升 单位：%YOY	6
图 16：美国 8 月 CPI 通胀热力图 单位：%	6

美联储 9 月议息会议：加息二次暂停，关注流动性风险

北京时间 2023 年 9 月 21 日周四凌晨 2 点，美联储公布 9 月利率决议，并更新 9 月 SEP。

我们预计，在美联储在 7 月再次加息后，9 月仍将大概率暂停加息，维持 5.25-5.50%。市场的关注焦点之一将是美联储的缩表进程是否发生改变。一方面，8 月的信贷数据显示美国已经进入到“负增长”的风险区间，需要提供财政支出以平衡增长；另一方面，8 月的财政盈余和新财年的预算博弈增加了短期支出的不确定性，隔夜逆回购的快速回落也显示出宏观流动性供给压力的可能增大。财政支出政策的改变短期需要触发点，以推动美联储短期内调整资产负债表政策至更加温和的频率。

我们预计，美联储在 9 月会议上将提高对于通胀的关注，在暂停加息的同时将利率政策从“更高”切换至“更久”来稳定市场的通胀预期。一方面，经历了持续的加息政策，我们注意到最近两个月以来市场的通胀预期已经有了较大的降温，美联储需要保持一定的政策强度来稳定市场的通胀预期。另一方面，全球粮食价格和能源价格开始呈现出上升的压力，不仅对于美国的通胀产生短期回升的扰动，而且对于生产型经济体的货币政策形成干扰，影响到欧央行 9 月“鸽派加息”的政策效果。

- 1) 9 月会议：预计将暂停加息，并继续表示“未来加息仍将取决于数据”；
- 2) 通胀预期：预计提高对于通胀的关注，引导市场对进一步通胀上行的担忧；
- 3) 资产负债表：预计继续前期缩表政策，并新增对未来可能调整节奏的研究。

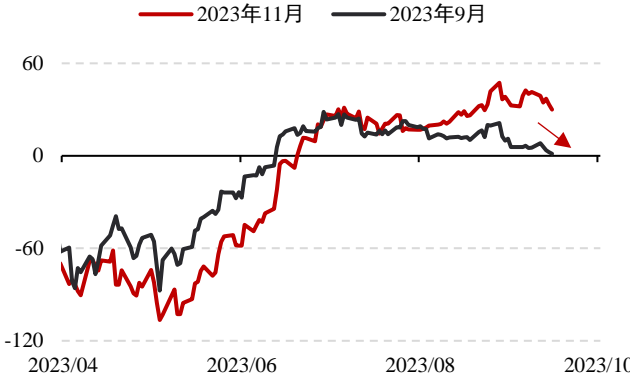
图 1：美联储 6 月 SEP 展望 | 单位：%

	中值				集中趋势				范围			
	2023	2024	2025	长期	2023	2024	2025	长期	2023	2024	2025	长期
实际 GDP	1.0	1.1	1.8	1.8	0.7-1.2	0.9-1.5	1.6-2.0	1.7-2.0	0.5-2.0	0.5-2.2	1.5-2.2	1.6-2.5
3 月预测	0.4	1.2	1.9	1.8	0.0-0.8	1.0-1.5	1.7-2.1	1.7-2.0	-0.2-1.3	0.3-2.0	1.5-2.2	1.6-2.5
失业率	4.1	4.5	4.5	4.0	4.0-4.3	4.3-4.6	4.3-4.6	3.8-4.3	3.9-4.5	4.0-5.0	3.8-4.9	3.5-4.4
3 月预测	4.5	4.6	4.6	4.0	4.0-4.7	4.3-4.9	4.3-4.8	3.8-4.3	3.9-4.8	4.0-5.2	3.8-4.9	3.5-4.7
PCE	3.2	2.5	2.1	2.0	3.0-3.5	2.3-2.8	2.0-2.4	2.0	2.9-4.1	2.1-3.5	2.0-3.0	2.0
3 月预测	3.3	2.5	2.1	2.0	3.0-3.8	2.2-2.8	2.0-2.2	2.0	2.8-4.1	2.0-3.5	2.0-3.0	2.0
核心 PCE	3.9	2.6	2.2		3.7-4.2	2.5-3.1	2.0-2.4		3.6-4.5	2.2-3.6	2.0-3.0	
3 月预测	3.6	2.6	2.1		3.5-3.9	2.3-2.8	2.0-2.2		3.5-4.1	2.1-3.1	2.0-3.0	
加息路径												
利率	5.6	4.6	3.4	2.5	5.4-5.6	4.4-5.1	2.9-4.1	2.5-2.8	5.1-6.1	3.6-5.9	2.4-5.6	2.4-3.6
3 月预测	5.1	4.3	3.1	2.5	5.1-5.6	3.9-5.1	2.9-3.9	2.4-2.6	4.9-5.9	3.4-5.6	2.4-5.6	2.3-3.6

数据来源：FED 华泰期货研究院

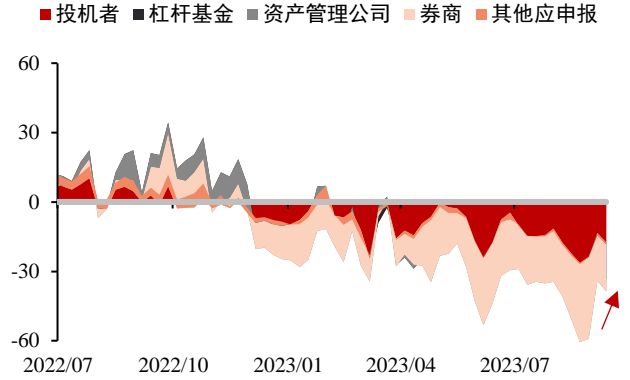
相关图表

图 2：市场 9 月不加息定价较充分 | 单位：% pct



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 3：联邦基金利率衍生品空头持仓回落 | 单位：万手



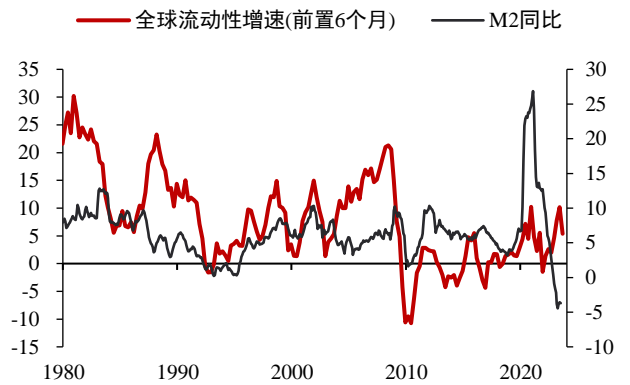
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 4：逆回购大幅回落增加流动性担忧 | 单位：千亿



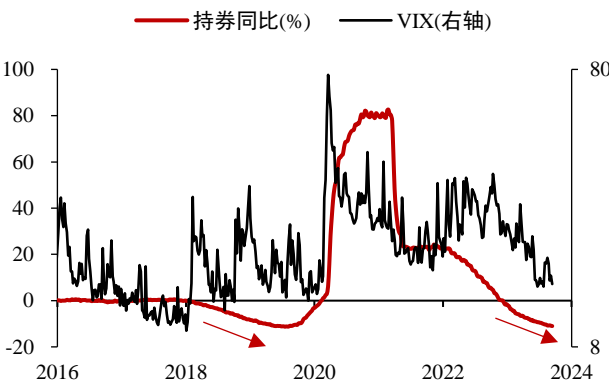
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 5：美国 M2 增速继续负增长 | 单位：%YOY



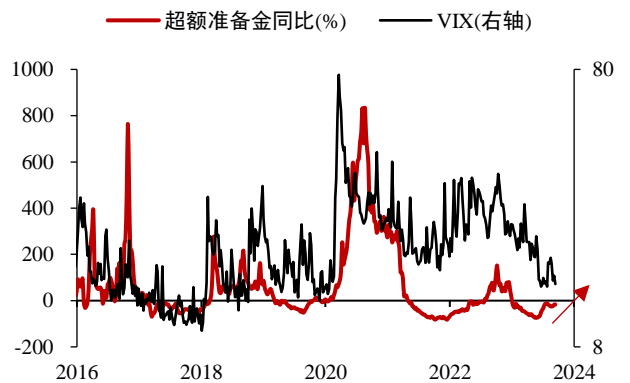
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 6：美联储资产端继续缩表 | 单位：%



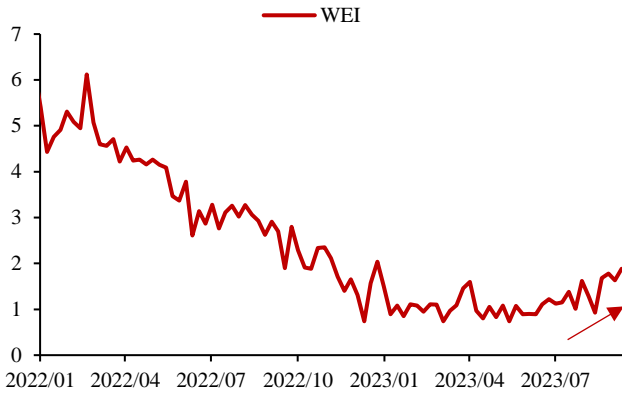
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 7：美联储超额准备金存扩张可能 | 单位：%



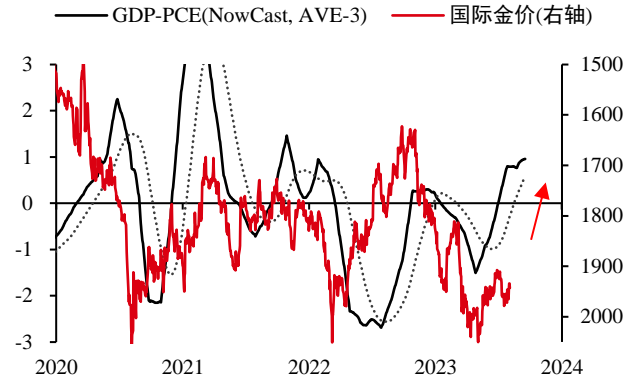
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 8：美国高频经济指标环比小幅改善 | 单位：%



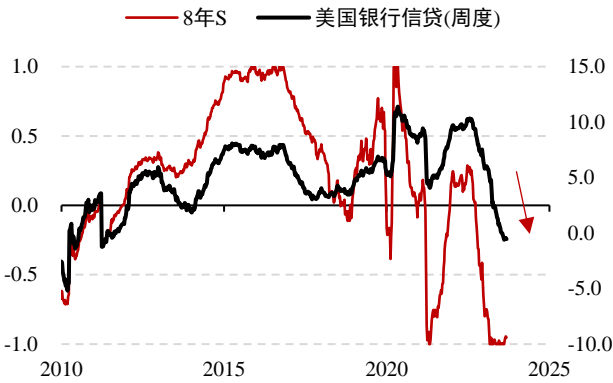
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 9：GDP-PCE 显示实际利率有抬升空间 | 单位：%



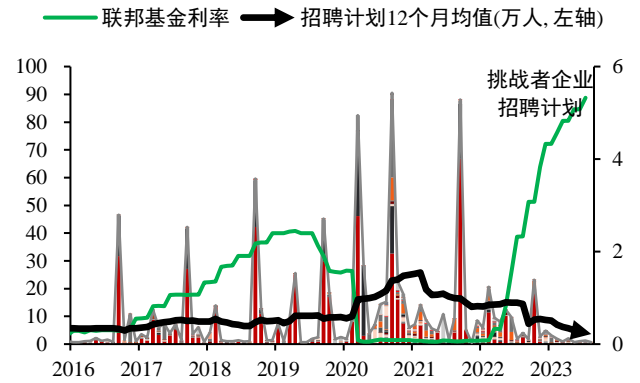
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 10：美国信贷进入负增长状态 | 单位：%YOY



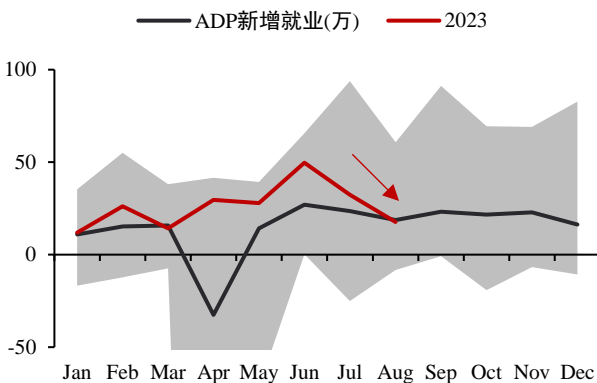
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 11：高利率下就业市场压力逐渐增加 | 单位：%



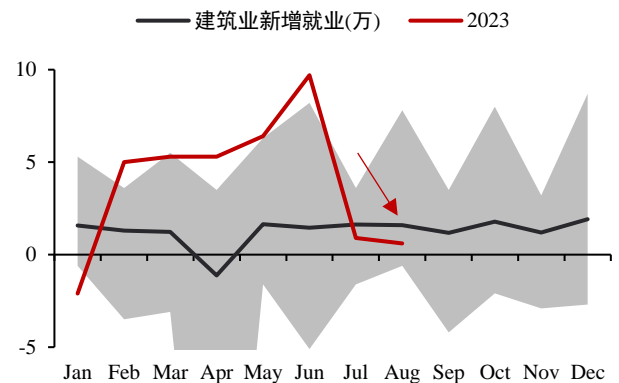
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 12：8月新增就业开始放缓 | 单位：万人



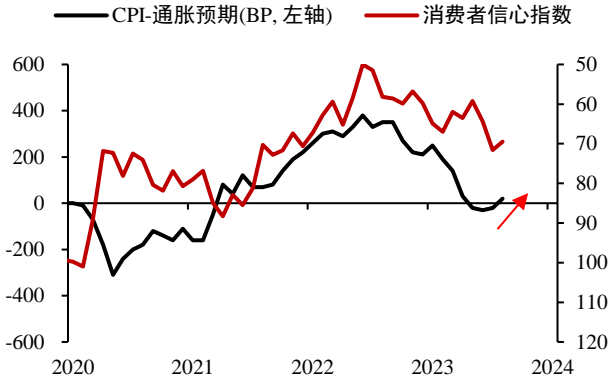
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 13：建筑业新增就业也回到均值以下 | 单位：万人



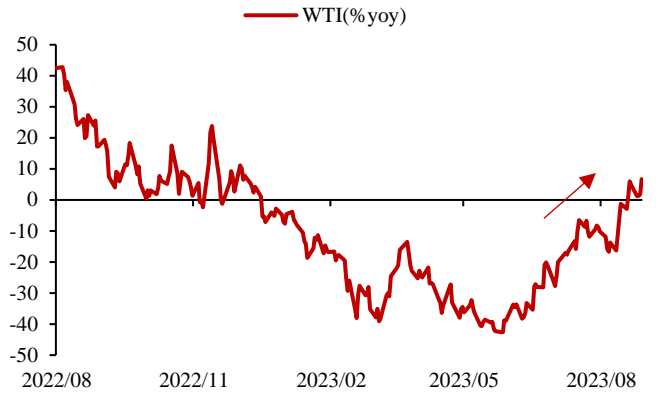
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 14: 关注超预期通胀缓和的持续性 | 单位: BP



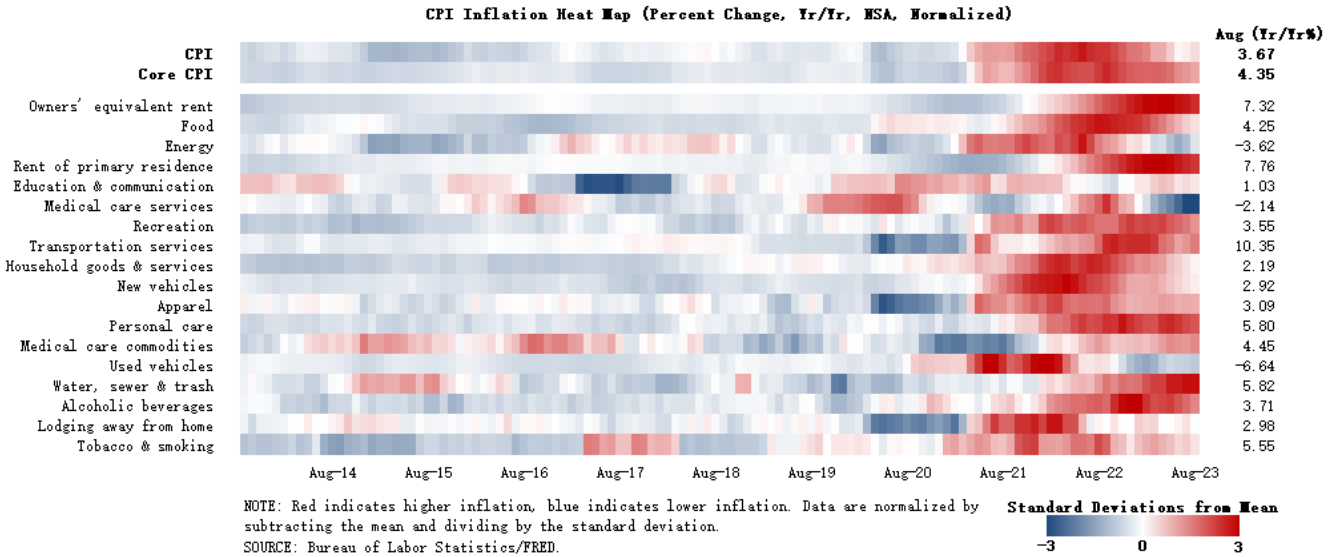
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 15: 关注油价同比增速的回升 | 单位: %YOY



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 16: 美国 8 月 CPI 通胀热力图 | 单位: %



数据来源: FRED 华泰期货研究院

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

广州市天河区临江大道1号之一 2101-2106 单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com