

宏观点评 20230920

美联储9月会议：加息终局的弦外之音

2023年09月20日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书：S0600523010001

shaox@dwzq.com.cn

相关研究

《地产调控效果几何？—与2015年的对比》

2023-09-18

《8月财政：财政掏出“家底”，背后逻辑如何演绎？》

2023-09-18

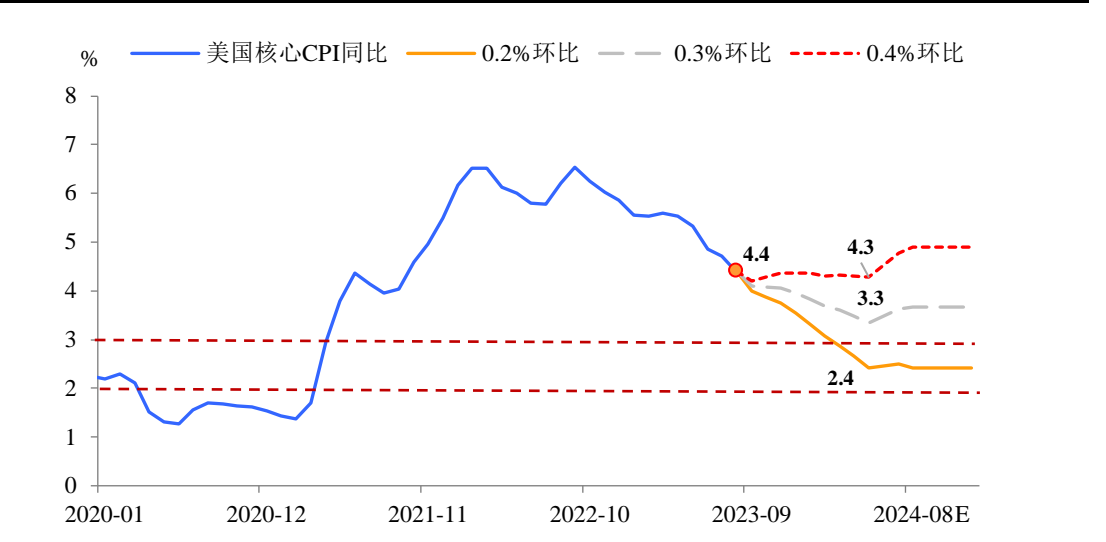
- 美联储9月议息会议的召开意味着加息已经进入终局，但市场对于终局之外的“弦外之音”仍有困惑。这无疑增加了市场的不确定性，而为了降低这一不确定性，我们预计美联储将释放如下信号：
- 一是承认经济增速比预计的强劲。我们预计，会议上将显著上调对2023年GDP同比增长的预期，从6月预测的1%上调至9月的1.8%。这与9月美国褐皮书所传达的“经济在温和增长”所相匹配。
- 二是暗示通胀确有放缓。由于季调后的核心通胀连续3个月环比增速小于0.3%，美联储会议上通过调降对今明两年核心PCE的预测来暗示通胀确实呈现良性放缓的迹象。
- 三是增加对“软着陆”的预期，保留再次加息的空间。在增加经济预期以及通胀放缓的情形下，美联储并未对2023年的点阵图做出实质性调整，仍旧保留一次加息的可能性。所以在看到更多紧缩数据之前，美联储给加息仍留有一定腾挪的空间。
- 虽然市场对于是否仍有一次加息比较纠结，但事实是美联储大举加息525bp后，美国经济当前依旧保持良好的韧性。因此是否有额外的25bp并非是当前的核心矛盾，也并不是经济所“不能承受之重”。
- 更关键的在于，如何消除加息终局以后的不确定性？在我们看来，这无非是从加息终点往开启降息的路还有多远的问题。那么降息将会何时开启？
- 回答这一问题的关键在于，在尚未触发表退下，核心通胀何时触发3%的门槛：
- 基准情形是在当前通胀良性放缓的模式下，2024年5月触及3%，降息周期将在二季度就此开启。根据我们测算，倘若核心通胀能够维持住6个月以上<0.2%-0.3%的增速，那么2024年5月核心CPI将触及同比接近3%的降息门槛。在此情形下，美联储将在明年二季度开始渐进式降息(图2)。
- 但基准情形外，核心通胀也存在上行风险。美联储曾在去年年底误判通胀的走势(图3)，而如今考虑到房价企稳、商品价格的卷土重来、以及汽车行业大罢工的风险可能破坏降低通胀的努力。如果9月往后公布的核心通胀环比再次回升，那么到2024年年底，核心通胀都尚难回到3%。在此情形下，美联储首次降息的时间将从二季度往后延长。
- 从资产层面看，上述两种情景对于市场有着截然不同的影响，也对应着市场不同的走势。
- 在第一种情形下，随着通胀的良性放缓，在经济衰退尚未被触发下，这将让市场开始期待货币政策的“转弯”，美股及美债也将受益于此。而美元则受到降息预期的逐渐兑现开始温和贬值。值得注意的是，倘若通胀回落后衰退的压力加大，降息预期将提前兑现，届时美债的表现将好于美股。
- 但在第二种情形下意味着利率“更高、更久”。对于投资者而言，短期内将“享受”经济弹性的乐观，但通胀上行压力的抬头导致美联储保持“鹰派”，且保留降息的可能性。这对美债收益率来讲，利率水平将横在高位且下行空间收窄。而对于美元来讲，将继续保持偏强增长的态势。除了美国自身因素，未来半年内中国和欧洲经济共振向上的可能性不大，这也有助于美元的强势。
- 风险提示：全球通胀超预期上行，美国经济提前进入显著衰退，俄乌冲突局势失控造成大宗商品价格的剧烈波动，美国银行危机再起金融风险暴露。

图1: 经济预测总结

经济预测概要的主要变化情况					
	2023	2024	2025	2026	更长期
实际GDP增速（同比，%）					
FOMC 9月预测	1.8	1.3	1.8	1.8	1.8
FOMC 6月预测	1.0	1.1	1.8		1.8
差值	0.8	0.2	0.0		
失业率（%）					
FOMC 9月预测	4.1	4.5	4.5	4.3	4.0
FOMC 6月预测	4.1	4.5	4.5		4.0
差值	0.0	0.0	0.0		
核心PCE（同比，%）					
FOMC 9月预测	3.5	2.5	2.2	2.0	
FOMC 6月预测	3.9	2.6	2.2		
差值	-0.4	-0.1	0.0		
联邦目标基金利率中值					
FOMC 9月预测	5.6	4.6	3.4	2.5	2.5
FOMC 6月预测	5.6	4.6	3.4		2.5
差值	0.0	0.0	0.0		

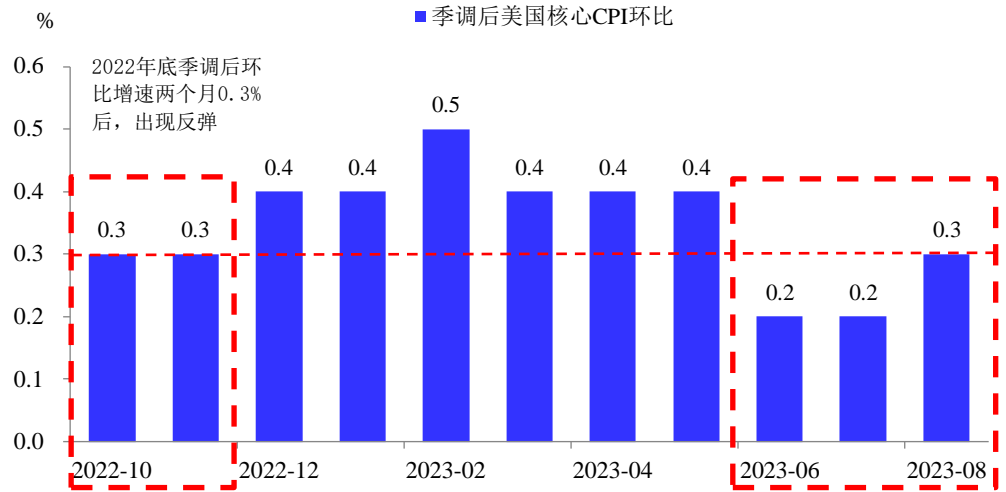
数据来源：美联储，东吴证券研究所

图2: 不同增速下，美国核心 CPI 未来走势变化



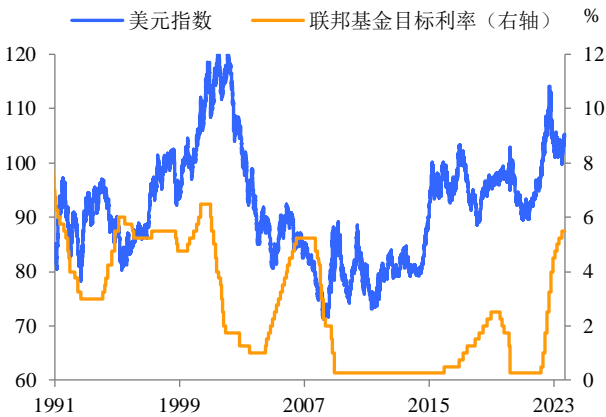
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图3: 美国核心 CPI 环比增速上一次出现在 0.3%是在去年年底



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

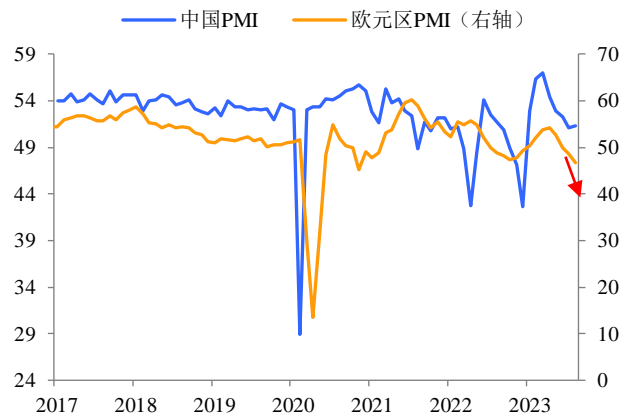
图4: 美联储维持“鹰派”, 美元仍有上涨空间



注: 2023 年数据最新截至 9 月

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

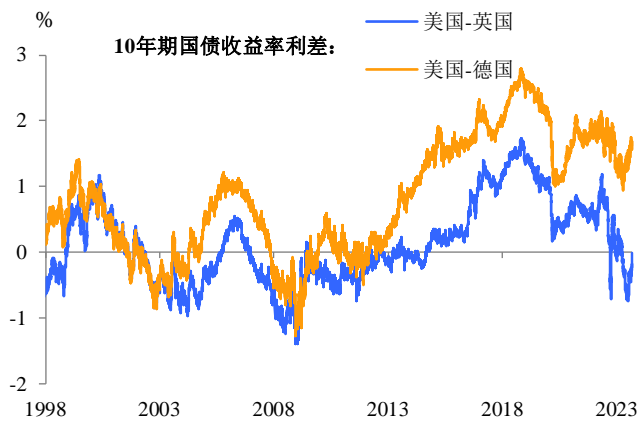
图5: 中欧经济共振向上的可能性较低



注: 2023 年的数据最新截至 8 月

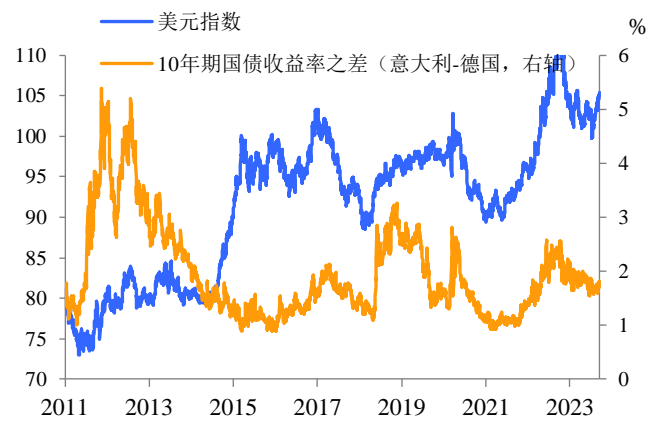
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 美国与欧洲主要国家的国债利差



注: 2023 年的数据最新截至 9 月
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7: 欧洲面临的经济压力是美元强势的重要支撑



注: 2023 年的数据最新截至 9 月
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>