

联储加降息指引模糊，中性利率或已抬升

——9月美联储议息会议传递的信号

核心观点

整体来看，本次议息会议中鲍威尔对年内继续留有加息余地、2024年降息预期仍然较为模糊以及承认中性利率可能有所上行的表态相较市场预期略显鹰派。

本月联储点阵图对年内加息终点和来年降息预期均未给出有效指引，但当前市场对加息终点的博弈已存在钝化，未来美债利率的核心将聚焦于“中性利率”。

对美国疫后通胀中枢的抬升逐步形成一致预期后，未来美国经济和中性利率的走势将核心取决于：财政对经济的广义支撑逐步退坡后（2024年美国新财年将至，大选年背景下两党博弈可能加剧，“宽财政”周期可能出现小幅退坡），以人工智能为代表的产业周期能否接力成为经济增长的核心动能。

□ 本月政策利率按兵不动但年内仍留有加息余地，承认中性利率可能有所上行
利率区间方面，美联储本月按兵不动，符合市场预期。缩表方面，美联储将按950亿美元/月的原定计划继续执行。对于未来的指引：

一是关于政策节奏：未来加息节奏方面，鲍威尔坚持相机抉择的原则，继续保留11月加息的可能性；但在记者问答中多次提及“步伐谨慎”，意味着紧缩可能已到尾声。未来降息空间方面，鲍威尔较为模糊的表示2024年存在降息可能但并未对时点做进一步说明。

二是关于中性利率：会后问答中，鲍威尔指出“中性利率”很可能已有所提高且高于当前经济预测中对长期政策利率2.5%的预测。这也是全球央行年会后鲍威尔首次对中性利率给出方向性指引。

三是关于银行风险和信用紧缩，美联储对于信用收缩的具体影响水平继续持不确定态度，但认为当前美国银行的信贷标准确实出现持续紧缩的迹象。

整体来看，本次议息会议中鲍威尔对年内继续留有加息余地、2024年降息预期仍然较为模糊以及承认中性利率可能有所上行的表态相较市场预期略显鹰派。截至报告时，美债利率、美元在会议期间均明显上行，10年美债利率升至4.4%附近，2年期美债利率升至5.18%，美元指数也再度升破105；美股整体下行。

□ 本月联储点阵图对年内加息终点和来年降息预期均未给出有效指引

年内加息终点方面，点阵图指向年末政策利率可能位于5.5%-5.75%区间，对应年内仍有一次加息空间，这一结果相较会前市场一致预期略显鹰派（截至9月19日，期货市场定价11月进一步加息概率仅28.8%）；但官员分歧较大，点阵图19位官员中高达7位主张年内不再加息，仅从点阵图来看年内加息终点尚有不确定性。

明年降息预期方面，虽然本月官员利率预测中值指向2024年或有50BP降息空间，但实际点阵图显示官员对2024年的降息预期依然处于高度离散状态，暂未形成一致观点。

经济预测方面，联储大幅上修GDP并下修失业率预测。本月联储将年内GDP预期大幅上修至2.1%（前值1.0%）；2024年增长预期上修至1.5%（前值1.1%）。失业率预期下修至3.8%（前值4.1%）；2024年失业率预期下修至4.1%（前值4.5%）。通胀方面，联储预测指向2026年方能实现2.0%的PCE通胀目标。

□ 中性利率靴子未落仍是未来交易核心，重点关注财政周期和产业周期接力情况

我们曾多次指出，实际当前市场对加息终点的博弈已存在钝化，未来美债利率的核心将聚焦于“中性利率”（详细参考前期报告《政策已至十字路口，中性利率未有指引》），中性利率也将在极大程度上影响未来美联储的“降息终点”。

分析师：李超
执业证书号：S1230520030002
lichao1@stocke.com.cn

分析师：林成炜
执业证书号：S1230522080006
linchengwei@stocke.com.cn

相关报告

- 1 《关注财政货币配合，聚焦化债布局城投——2023年8月财政数据的背后》 2023.09.18
- 2 《经济延续修复态势，股债双牛行情可期》 2023.09.16
- 3 《第四次科技革命与前两次哪个更像？》 2023.09.16

本月联储经济预测的中性利率依然停留在 2.5% 未有调整，且鲍威尔议息会议对中性利率并未给出明确指引，仅提出可能已有所上行；点阵图对来年的降息预期也并未形成一致意见，意味着未来这一核心分歧仍将是市场交易的核心。

我们认为在对美国疫后通胀中枢的抬升逐步形成一致预期后（但未来通胀结构可能逐步由服务业向商品通胀切换），未来美国经济和中性利率的走势将核心取决于：**财政对经济的广义支撑逐步退坡后（2024 美国新财年将至，大选年背景下两党博弈可能加剧，“宽财政”周期可能出现小幅退坡：企业端如制造业投资补贴；居民端如学生贷款豁免、超额储蓄等），以人工智能为代表的产业周期能否接力成为经济增长的核心动能。**

我们曾于前期报告《第四次科技革命与前两次哪个更像》中指出：**预计由人工智能发展推动的第四次科技革命，其进展节奏将呈现出先慢后快的特征，类似第三次科技革命的“转置”。**考虑到当前仍处于“先慢”的第一阶段，产业周期短期接力财政周期存在困难，但未来在美国经济中仍需高度关注 AI 产业周期的进展情况（尤其是美国制造业是否能在高利率背景下出现景气度的全面改善，这一特征可能意味着人工智能大幅改善生产效率，降本增效并提升企业盈利空间，从而在高利率背景下依然明显改善制造业景气度）。

□ 美元和 10 年美债利率暂不具备大幅回落基础

美债方面，我们已于前期报告《政策已至十字路口，中性利率未有指引》中对近期美债利率的上行原因进行详述，即“中性利率上行”。在“宽财政”周期出现明显的退坡前，短期以就业为代表的美国经济数据可能仍将具备韧性；近期商品价格反弹也将增强通胀韧性，预计仍将支持当前的交易逻辑并进一步推动美债利率小幅上行；10 年期美债利率可能阶段性突破 4.5%。

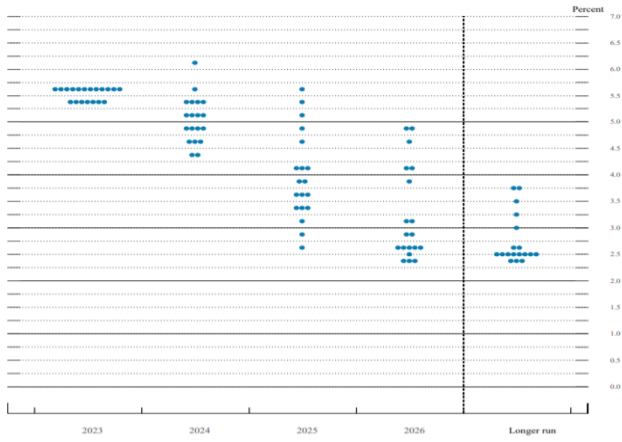
美元方面，我们继续维持前期观点，与美债利率的交易逻辑类似，美元短期尚不具备大幅回落的基础，预计仍将维持高位震荡。

□ 风险提示

美国通胀超预期恶化；美联储流动性风险超预期恶化

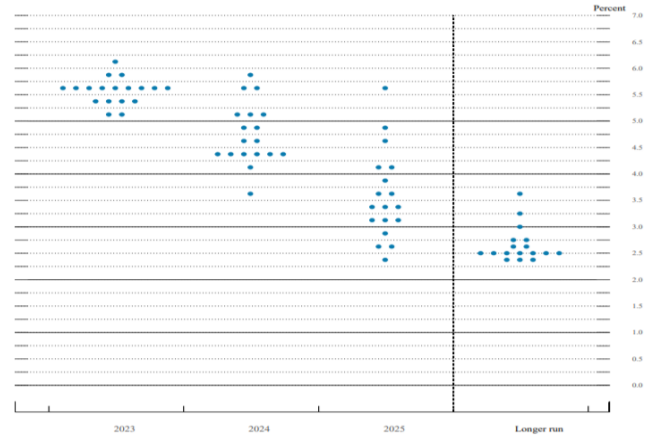
1 重要图表

图1：2023年9月美联储点阵图



资料来源：美联储，浙商证券研究所

图2：2023年6月美联储点阵图



资料来源：美联储，浙商证券研究所

表1：美联储上调2023年经济增长预期和核心通胀预期（%）

		2023	2024	2025	2026	长期
实际 GDP 增长	23年9月预测	2.1	1.5	1.8	1.8	1.8
	23年6月预测	1.0	1.1	1.8		1.8
失业率	23年9月预测	3.8	4.1	4.1	4.0	4.0
	23年6月预测	4.1	4.5	4.5		4.0
PCE	23年9月预测	3.3	2.5	2.2	2.0	2.0
	23年6月预测	3.2	2.5	2.1		2.0
核心 PCE	23年9月预测	3.7	2.6	2.3	2.0	
	23年6月预测	3.9	2.6	2.2		

资料来源：美联储，浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。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。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>