

# 加息之旅或仍未完结

## ——9月美联储议息会议点评

### 事件概述

北京时间9月20日凌晨2时，美联储公布9月FOMC会议声明。相关点评如下：

### 主要观点

#### ▶ 美联储操作：9月如期暂停加息，缩表按原计划推进

**美联储9月暂停加息，符合市场预期。**美联储9月议息会议宣布，将联邦基金利率的目标区间维持在5.25-5.50%，符合CME期货价格隐含的市场预期。这是美联储自去年3月开启加息周期以来的第二次暂停加息（上次是今年6月），当前美联储已累计加息11次，共加息525bp。除此之外，存款准备金利率、隔夜回购利率与逆回购利率也均维持不变，分别为5.4%、5.5%与5.3%。

**缩表按原计划推进。**此次FOMC会议仍表明会继续按去年5月份发布的《缩减美联储资产负债表规模计划》实施缩表，缩减规模950亿美元，其中包括600亿美元国债和350亿美元MBS。

#### ▶ 经济指标预测：调高经济增速，调低失业率、核心通胀

此次美联储给出的经济指标预期较6月发生了较为明显的变化：

其中2023年GDP增速由今年6月预期1.0%，大幅提高至2.1%，显示出美联储对于美国当前经济更为乐观。同时对于2024年的GDP增速也由6月的1.1%提高至1.5%。而疫情前美国GDP增速中枢在2.3%附近，由此来看，大幅加息对于美国经济的影响或小于此前的市场预期。

2023年失业率则由6月预期的4.1%调降至3.8%。美国8月新增非农18.7万人，高于预期的17万人，不过失业率环比上升0.3个百分点至3.8%，显示出美国劳动力市场正在降温，不过韧性仍然较强。2024年失业率也小幅调降，由此前的4.5%降至4.1%；

PCE调高，核心PCE调低。2023年9月PCE预期为3.3%，较此前微升0.1个百分点，近期原油价格的明显上涨或是调高的主要原因，2024年末变；2023年核心PCE预期为3.7%，较此前调降0.2个百分点，2024年为2.6%，保持不变。

#### ▶ 鲍威尔表态：如果合适，准备进一步提高利率

会后的新闻发布会鲍威尔对于通胀、就业、利率路径、经济预期等问题进行了回应：

**关于通胀：**鲍威尔表示通胀自去年年中以来已经有所缓和，最近三次通胀数据非常好，但将通胀率降低到2%还有很长的路要走。对于近期油价的回升，他表示给美联储带来了麻烦，持续的高能源价格将影响通胀预期，不过他倾向于忽略能源价格的短期波动。

**关于后续利率路径：**对于加息，鲍威尔表示，将会逐次会议做出决策，如果合适的话，准备进一步提高利率。对于降息，鲍威尔表示，目前不会给出具体的信号，降息存在太多的不确定性，目前只是猜测会在2024年的某个时候。

**关于经济预期：**鲍威尔表示，GDP 增长受到强劲的消费支出推动，如果经济持续强于预期，那意味着 FOMC 需要采取更多的行动。目前软着陆仍然是有可能的，但加息导致经济衰退“始终是一个担忧”。

**点阵图显示或仍有 25bp 的加息。**19 名联储官员中，有 12 人预计今年年末利率会在 5.50-5.75%，意味着后续可能仍有 25bp 的加息幅度。对于明年，19 位联储官员中有 10 位预计会在 5% 以上，利率中位数也由 6 月的 4.6% 升至 5.1%，意味着明年的降息幅度可能会比此前市场预期的小 50bp。

本次议息会议超预期的点主要集中在鲍威尔偏鹰的发言以及点阵图指引，结合点阵图我们判断今年剩下的两次议息会议（11 月 1 日、12 月 13 日）或仍有 25bp 的加息可能。降息可能要等到明年下半年，降息幅度也低于此前市场预期，可能仅有 50bp。

► **大类资产表现**

**美股全线收跌、黄金回落、美元、美债收益率上行：**美股全线收跌，道指跌 0.22%，标普 500 指数跌 0.94%，纳指跌 1.53%，其中科技股首当其冲，英特尔跌 4.54%，微软跌 2.4%；黄金回落，COMEX 黄金期货跌 0.12% 报 1951.3 美元/盎司；美元上涨，美元指数涨 0.2%，报 105.36；，美债收益率集体收涨，10 年期美债收益率涨 4.6 个基点，报 4.412%。

表 1 近期美联储议息会议声明对比（红色为声明变动）

	2023年9月FOMC声明	2023年7月FOMC声明	2023年6月FOMC声明	2023年5月FOMC声明
利率	维持不变 5.25%-5.50%	加息25bp 5.25%-5.50%	维持不变 5.00%-5.25%	加息25bp 5.00%-5.75%
缩表	维持原有缩减计划	维持原有缩减计划	维持原有缩减计划	维持原有缩减计划
经济	一直在 <b>稳步扩张</b>	<b>一直</b> 温和增长	继续温和增长	温和增长
就业	就业增长放缓，但仍保持强劲	增长强劲	增长强劲	增长强劲
失业	保持低位	保持低位	保持低位	保持低位
通胀	仍然居高不下	仍然很高	仍然很高	仍然很高
投票	全票通过	全票通过	全票通过	全票通过

资料来源：美联储，华西证券研究所

图 1 美联储对于美国经济指标的预测

		2023年	2024年	2025年	2026年	长期
GDP	2023年9月预期	2.1%	1.5%	1.8%	1.8%	1.8%
	2023年6月预期	1.0%	1.1%	1.8%		1.8%
	2023年3月预期	0.4%	1.2%	1.9%		1.8%
失业率	2023年9月预期	3.8%	4.1%	4.1%	4.0%	4.0%
	2023年6月预期	4.1%	4.5%	4.5%		4.0%
	2023年3月预期	4.5%	4.6%	4.6%		4.0%
PCE通胀	2023年9月预期	3.3%	2.5%	2.2%	2.0%	2.0%
	2023年6月预期	3.2%	2.5%	2.1%		2.0%
	2023年3月预期	3.3%	2.5%	2.1%		2.0%
核心PCE通胀	2023年9月预期	3.7%	2.6%	2.3%	2.0%	
	2023年6月预期	3.9%	2.6%	2.2%		
	2023年3月预期	3.6%	2.6%	2.1%		
利率中位数	2023年9月预期	5.6%	5.1%	3.9%	2.9%	2.5%
	2023年6月预期	5.6%	4.6%	3.4%		2.5%
	2023年3月预期	5.1%	4.3%	3.1%		2.5%

资料来源：美联储，华西证券研究所

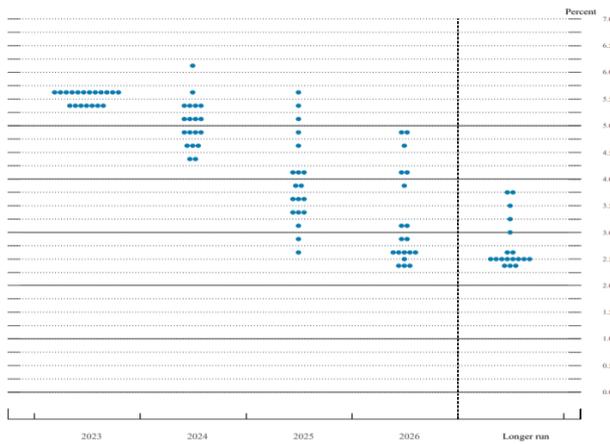
图 2 CME 联储观察后续加息预期

MEETING PROBABILITIES										
MEETING DATE	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575	575-600	600-625
2023/11/1		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	70.6%	29.4%	0.0%	0.0%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	56.1%	37.9%	6.0%	0.0%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	54.9%	38.2%	6.7%	0.1%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	8.8%	52.3%	33.2%	5.6%	0.1%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.2%	19.7%	47.5%	26.3%	4.3%	0.1%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	9.1%	30.6%	39.1%	17.6%	2.6%	0.0%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.4%	4.8%	19.3%	34.7%	28.9%	10.5%	1.4%	0.0%
2024/9/18	0.0%	0.2%	3.0%	13.5%	28.5%	31.2%	17.8%	5.0%	0.6%	0.0%
2024/11/7	0.2%	2.3%	10.9%	24.8%	30.5%	21.2%	8.3%	1.7%	0.2%	0.0%
2024/12/18	0.8%	4.8%	14.9%	26.4%	27.8%	17.4%	6.3%	1.2%	0.1%	0.0%

资料来源：WIND，华西证券研究所

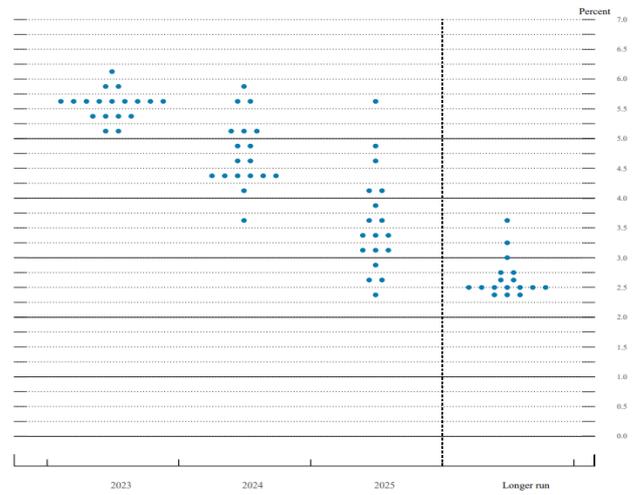
图 3 2023 年 9 月美联储点阵图

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



资料来源：美联储，华西证券研究所

图 4 2023 年 6 月美联储点阵图



资料来源：美联储，华西证券研究所

### 风险提示

经济活动超预期变化。

宏观首席分析师：孙付  
邮箱：sunfu@hx168.com.cn  
SAC NO: S1120520050004  
联系电话：021-50380388

宏观分析师：丁俊菘  
邮箱：dingjs@hx168.com.cn  
SAC NO: S1120523070003  
联系电话：021-50380388

### 分析师与研究助理简介

孙付，毕业于复旦大学世界经济系，华西宏观首席分析师，专注于经济增长、货币政策与利率研究，完成“蜕变时期：杠杆风险与增长动能研究”和“逆风侵袭：冲击与周期叠加”两部宏观经济研究专著，诸多成果被“金融市场研究”、“新财富”等收录刊发。

丁俊菘，复旦大学经济学博士，2021年7月加入华西证券研究所，专注于就业、通胀以及流动性等方面的研究，在《金融研究》、《财经科学》、《Grow and Change》等一流期刊发表学术论文多篇。

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。