

更高更久的高利率，但却更软的着陆？

——美联储9月议息会议点评

作者

分析师：杨灵修
执业证书编号：S0590523010002
邮箱：yanglx@glsc.com.cn

联系人：王博群
邮箱：wangboq@glsc.com.cn

事件：

美联储9月再次暂停加息，我们认为今年是否还会加息的不确定性仍高，经济概要指向一个更软的着陆，明年或降息2次。

事件点评

➤ 不加息符合预期

美联储9月会后宣布暂停加息，将政策利率的目标区间维持在5.25%-5.5%。本次不加息符合市场预期，会议前CME期货市场的数据显示市场预期不加息的概率接近100%。

➤ 利率终点不确定性仍大

年内不会降息基本上已经成为了共识，但是否还会继续加息的不确定性仍大。9月点阵图显示关于2023年政策利率只有两种看法，一种是认为还有一次加息（12人），另一种认为加息结束了（7人）。6月会议公布的点阵图显示有5种看法，9个委员认为2023年的利率应该在5.5%到5.75%之间。

➤ 更高更久的高利率走势，但是更软的着陆预期

美联储主席鲍威尔在新闻发布会上再次明确了软着陆是政策主要的目标。美联储9月公布的经济预期概要中描述了一个相对乐观的经济软着陆的可能，2023年的实际GDP大幅上修，失业率更低，而核心PCE通胀也略微下降。实际GDP预期的中位数从1.0%上调到2.1%，失业率从4.1%下调到了3.8%，核心PCE的通胀从3.9%下调到3.7%。政策利率预期显示“更高更久”的未来利率走向，2023年的政策利率保持5.6%不变，但是2024的政策利率上调到5.1%，2025的利率上调到3.9%。从对于政策利率的中位数预期来看，明年或许有两次降息的空间。

➤ 缩表计划不变

实际缩表的速度略慢于最大可能速度。从2022年6月起，美联储持有的证券开始逐月下降，到目前为止平均月减少647亿美元，从2023年以来平均月减少796亿美元。到目前为止，美联储本轮总共的缩表规模约为9712亿，其中2022年总共缩表3346亿，今年以来缩表6365亿。

风险提示：美联储紧缩超预期，地缘政治风险超预期。

相关报告

- 1、《对经济最悲观的时候可能已经过去：——8月经济数据点评》2023.09.16
- 2、《通胀数据总体符合预期，9月或不加息：——美国8月CPI数据点评》2023.09.14

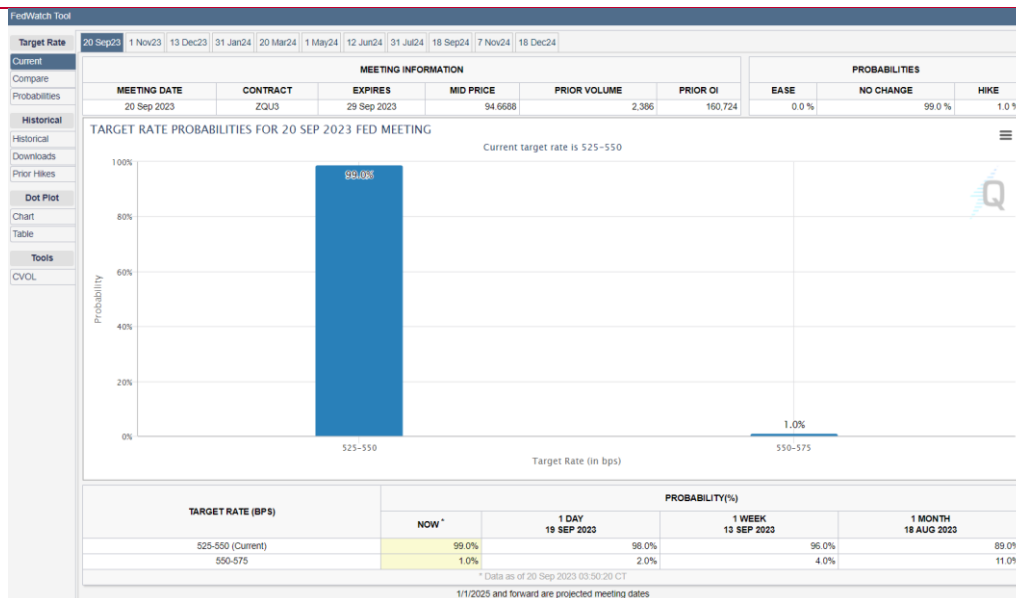
1. 暂停加息符合预期

1.1 不加息符合预期

1.1.1 美联储在 9 月再次暂停加息

美联储 9 月不加息符合市场预期。会议前 CME 期货市场的数据显示市场预期加息的概率接近 100%，自 6 月末加息之后本轮加息周期中美联储再次暂停了加息的步伐。政策利率联邦基金利率的目标区间维持在 5.25%-5.5%。至此，美联储本轮紧缩周期自去年 3 月以来总共加息了十次，利率水平目前为 2007 年金融危机前的十六年来最高。在会议声明中美联储继续了“数据依赖”的表述，并将对经济的描述变得更积极。

图表1：CME 加息预期（9 月会议）



资料来源：CME，国联证券研究所整理

鲍威尔在 6 月会议的新闻发布会上把本轮加息的问题分解为三个子问题，一是要以多快的速度加息，二终点的利率是多少，三在利率高点需要停留多久。6 月会议暂停加息意味着加息开始减速，第一个问题逐渐有了答案。现在的核心问题变成了第二个问题，目前来看终点利率的问题还存在不确定性。

1.1.2 市场的反应：股市跌，债市利率涨

2 年期和 10 年期美债收益率在决议声明发布后都明显上涨，2 年期一度涨到 5.148%，10 年期一度涨到 4.359%。

图表2：2 年期国债 (%)



资料来源：TradingView，国联证券研究所

图表3：10 年期国债 (%)



资料来源：TradingView，国联证券研究所

美股集体低开，会议中三大股指均下跌，收盘也维持了下跌走势。虽然美联储大幅调高了经济的预期，但是也同时预期高息将持续更久，股市的反应更多体现了高利率持续的影响。

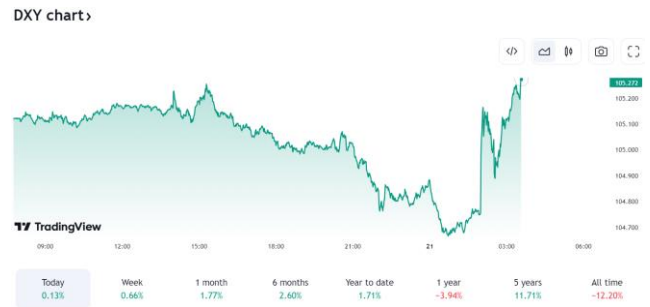
美元指数 DXY 走高，站稳 105 关口上方，回到 6 个月以来的高位。现货黄金小幅下跌，声明发布后跌到 1940 美元附近，然后继续走低。

图表4: 标普 500 指数



资料来源: TradingView, 国联证券研究所

图表5: 美元指数



资料来源: TradingView, 国联证券研究所

1.2 会议声明的变化不大

1.2.1 声明继续“数据依赖”措辞，增加劳动力市场放缓描述

从会议发布的声明来看，9月的声明变化很小，数据依赖的表述没有变化，仍将继续评估额外信息对货币政策影响。

其中最主要的变化是关于经济评价的表述，把经济扩张的表述从温和(moderate)改成坚实(solid)；另外将劳动力市场的描述从强劲(robust)改成了放缓(slowed)。

图表6：会议申明变化（英文）

 Jul 26, 2023 → Sep 20, 2023 [hide changes](#)

Recent indicators suggest that economic activity has been expanding at a **moderate solid** pace. Job gains have **been robust** **slowed** in recent months **but remain strong**, and the unemployment rate has remained low. Inflation remains elevated.

The U.S. banking system is sound and resilient. Tighter credit conditions for households and businesses are likely to weigh on economic activity, hiring, and inflation. The extent of these effects remains uncertain. The Committee remains highly attentive to inflation risks.

The Committee seeks to achieve maximum employment and inflation at the rate of 2 percent over the longer run. In support of these goals, the Committee decided to **raise** **maintain** the target range for the federal funds rate **at** 5-1/4 to 5-1/2 percent. The Committee will continue to assess additional information and its implications for monetary policy. In determining the extent of additional policy firming that may be appropriate to return inflation to 2 percent over time, the Committee will take into account the cumulative tightening of monetary policy, the lags with which monetary policy affects economic activity and inflation, and economic and financial developments. In addition, the Committee will continue reducing its holdings of Treasury securities and agency debt and agency mortgage-backed securities, as described in its previously announced plans. The Committee is strongly committed to returning inflation to its 2 percent objective.

In assessing the appropriate stance of monetary policy, the Committee will continue to monitor the implications of incoming information for the economic outlook. The Committee would be prepared to adjust the stance of monetary policy as appropriate if risks emerge that could impede the attainment of the Committee's goals. The Committee's assessments will take into account a wide range of information, including readings on labor market conditions, inflation pressures and inflation expectations, and financial and international developments.

Voting for the monetary policy action were Jerome H. Powell, Chair; John C. Williams, Vice Chair; Michael S. Barr; Michelle W. Bowman; Lisa D. Cook; Austan D. Goolsbee; Patrick Harker; Philip N. Jefferson; Neel Kashkari; **Adriana D. Kugler**; Lorie K. Logan; and Christopher J. Waller.

For media inquiries, please email or call 202-452-2955.

Implementation Note issued **July** **September** **26** **0**, 2023

资料来源：FOMC, WSJ, 国联证券研究所整理

2. 更高更久的高利率，但是更软的着陆

2.1 利率终点和软着陆的问题

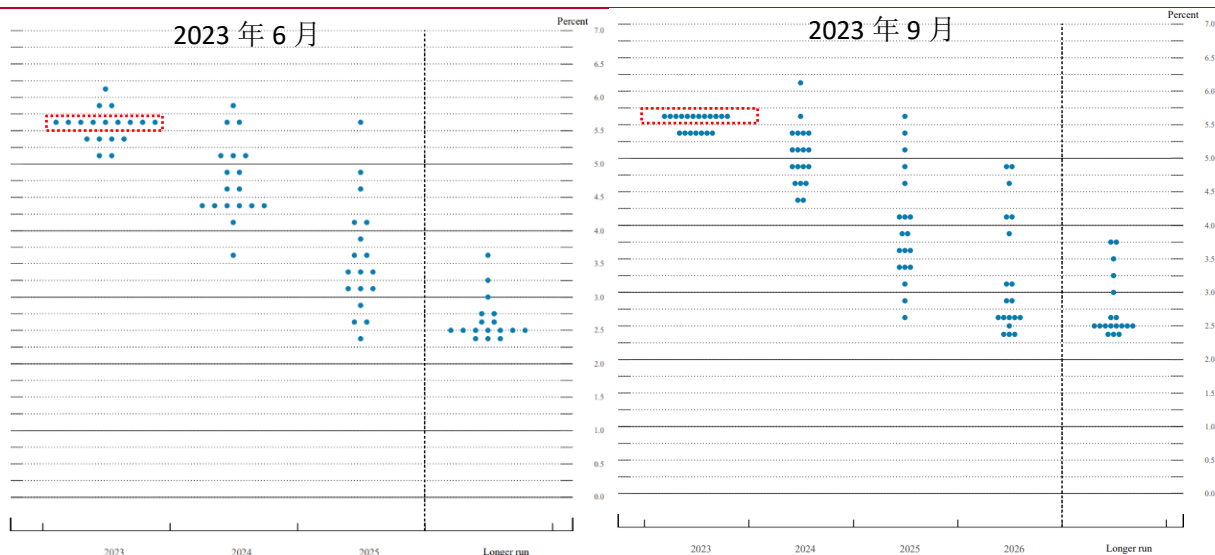
2.1.1 利率终点的争论

今年内是否还有一次加息是目前的核心争论点之一，也就是加息三问题中的第二个问题，利率终点的问题。鲍威尔继续了一直以来数据依赖的措辞，没有给出明确的利率前瞻指引，9月会议给出的明确线索主要来自于点阵图。

6月份公布的点阵图显示美联储的委员们预期或还有50基点的加息空间，7月份加了一次，年底还有一次。

9月会议公布的点阵图相对于6月的点阵图，主要的变化是2023年加息预期的收敛。6月会议的点阵显示有9个委员认为2023年的利率应该在5.5%到5.75%之间，有3个委员认为利息还应该更高，总共有5种利率水平的看法。9月点阵图显示只有两种看法，一种是认为还有一次加息（12人），另一种认为加息结束了（7人）。

图表7：点阵图对比



资料来源：美联储，国联证券研究所整理

2.1.1 更高更久的高利率，但软着陆的预期

美联储主席鲍威尔在新闻发布会上再次明确了软着陆是政策主要的目标。美联储9月公布的经济预期概要中描述了一个经济软着陆的可能，2023年的实际GDP大幅上修，失业率更低，而核心PCE通胀也略微下降。

9月的经济预期概要中2023年实际GDP预期的中位数从1.0%上调到2.1%，失业率从4.1%下调到了3.8%。经济增长和失业率的预期都指向一个更为温和的软着陆。

通胀的预期变化出现分化，核心PCE的通胀从3.9%下调到3.7%，同时PCE的通胀从3.2%上调到3.3%。

政策利率预期显示“更高更久”的未来利率走向，2023年的政策利率保持5.6%不变，但是2024的政策利率上调到5.1%，2025的利率上调到3.9%。从对于政策利率的中位数预期来看，明年或许有两次降息的空间。

SEP 预期给出的路径是一个美国经济软着陆相当乐观的情景，在没有出现明显失业的情况下控制住了通胀，并实现了较快的经济增长。

图表8：FOMC 经济预期概要(SEP) 中位数

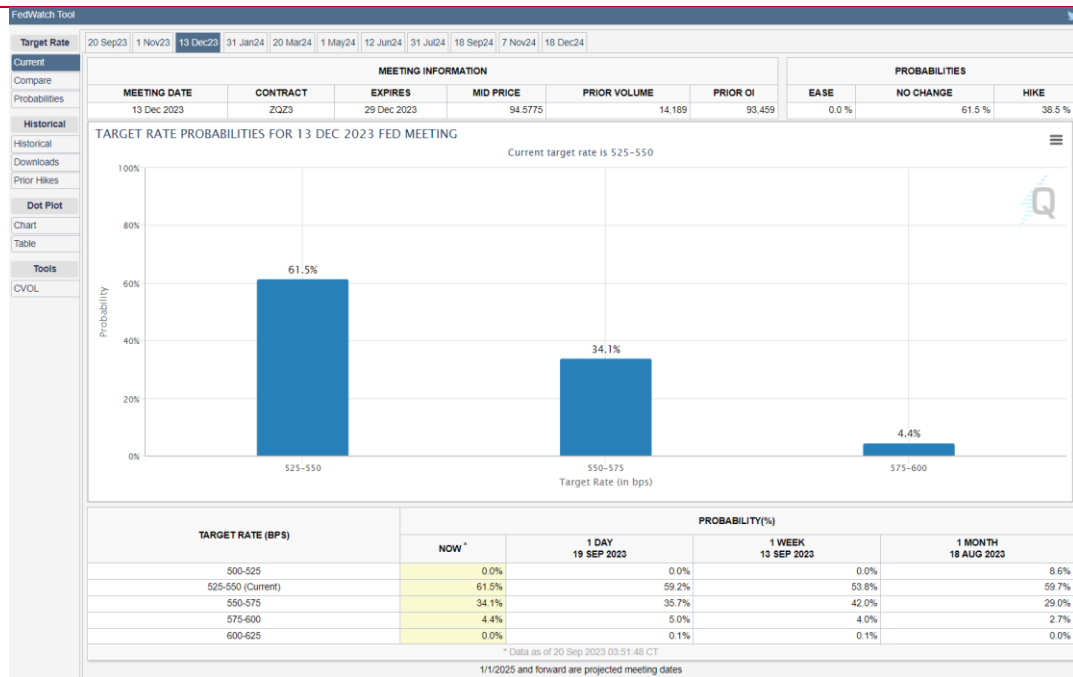
变量	2023	2024	2025	长期
实际GDP	2.1%	1.5%	1.8%	1.8%
	1.0%	1.1%	1.8%	1.8%
失业率	3.8%	4.1%	4.1%	4.0%
	4.1%	4.5%	4.5%	4.0%
PCE通胀	3.3%	2.5%	2.2%	2.0%
	3.2%	2.5%	2.1%	2.0%
核心PCE通胀	3.7%	2.6%	2.3%	
	3.9%	2.6%	2.2%	
政策利率	5.6%	5.1%	3.9%	2.5%
	5.6%	4.6%	3.4%	2.5%
注：数字颜色含义	变差	变好	不变	

资料来源：美联储，国联证券研究所整理

2.1.2 今年大概率还不会降息

会前年内不会降息基本上已经成为了共识。会前市场目前预期到今年年底，美联储大概率不会调降政策利率到低于目前的水平。美联储的政策利率约6成可能性维持在5.25%到5.5%的水平，进一步加息的概率大概4成。

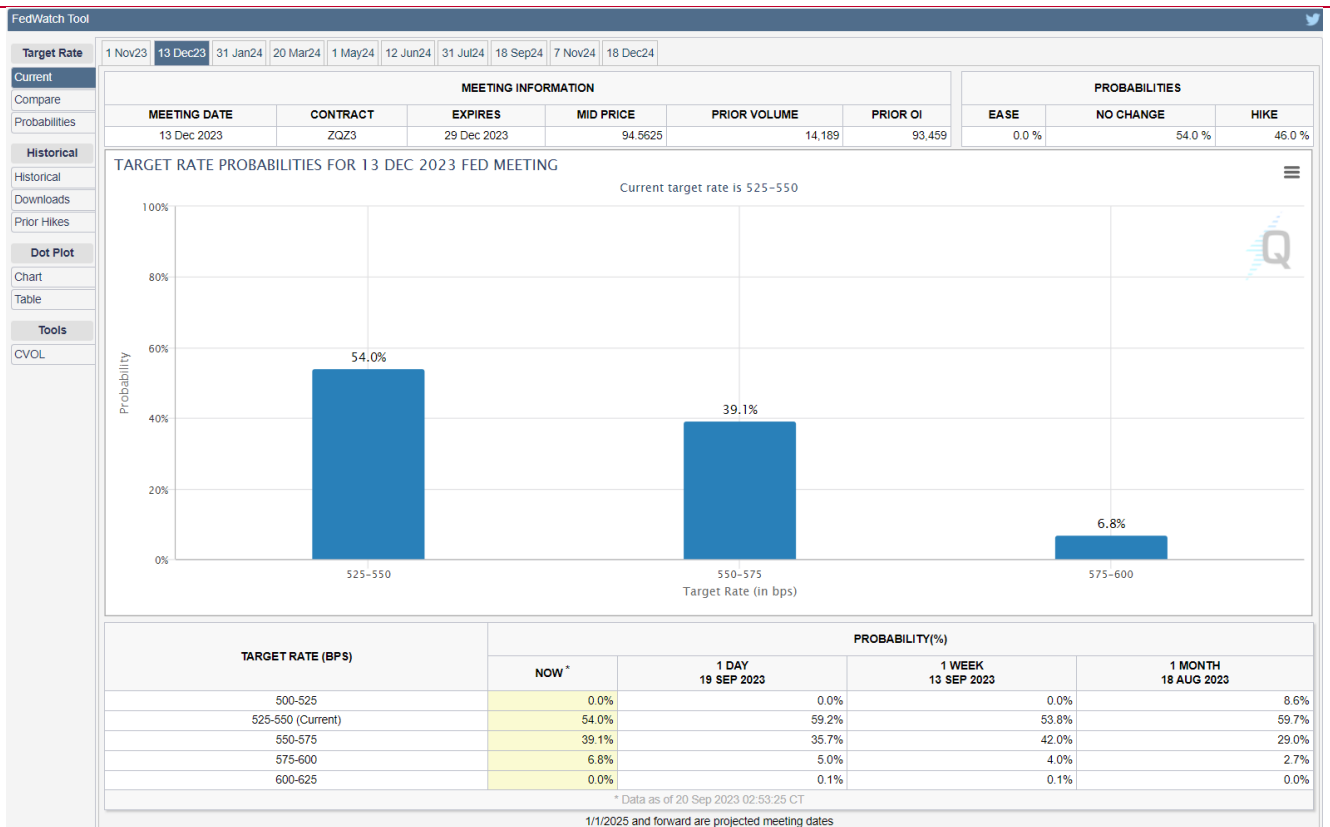
图表9：9月会议前CME加息预期（12月会议）



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

会后市场预期年内不再加息的概率略高于5成，仍会继续加息的概率略低于5成。9月会议透露的信息增加了年内还可能加息的概率。但是目前市场还是认为是否还会加息存在较大的不确定性。

图表10: 9月会议后 CME 加息预期 (12月会议)

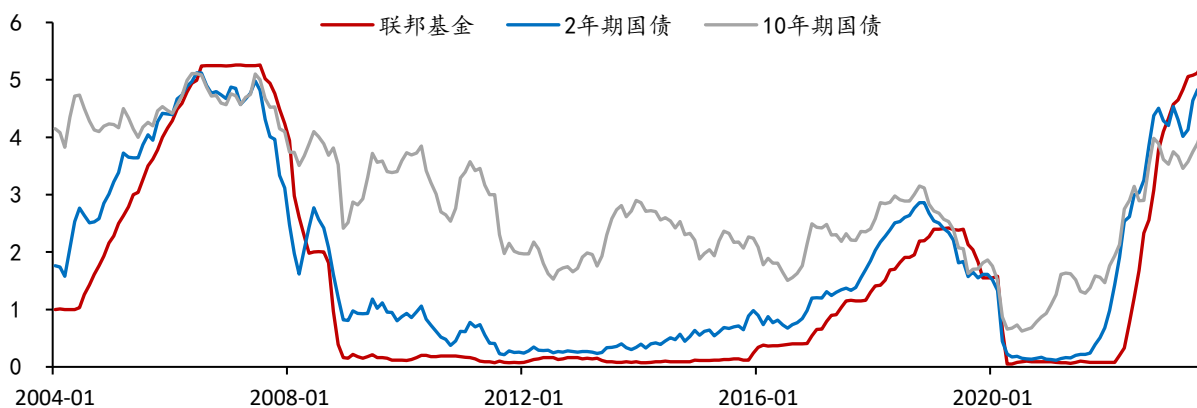


资料来源: CME, 国联证券研究所整理

2.1.3 利率终点的影响

对于债券市场来讲, 加息的终点意味着美债或已触顶。从过去两个经济周期的经验看, 2年期和10年期美国国债的高点都在美联储加息高点之前到达, 值得注意的是过去两个周期中美联储的加息并没有出现加息和降息的反复转换。

图表11：联邦基金利率和国债利率（%）

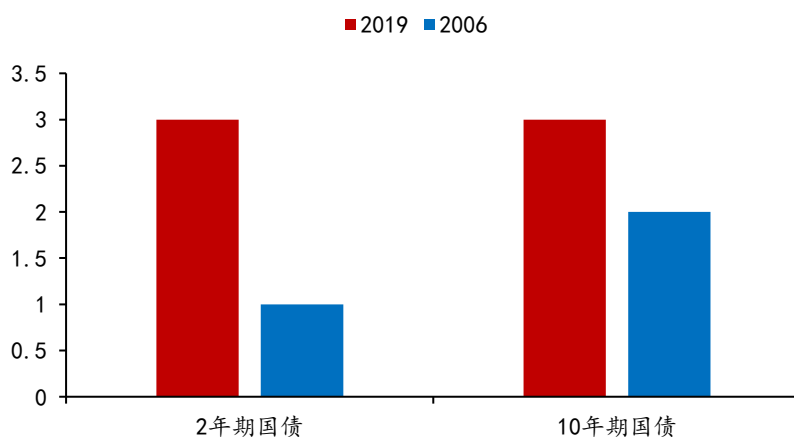


资料来源：Wind，国联证券研究所整理

在过去两个周期中，美联储加息的终点对美国国债利率的判断具有风向标意义。2019年加息周期中，2年期和10年期美国国债的高点都在联邦基金高点前的3个月；2006年加息周期中，2年期和10年期美国国债的高点分别在联邦基金高点前的1个月和2个月。

但是，如果美联储过早降息，通胀出现反复的话，美联储或可能需要面临重新加息的抉择。这就不仅涉及到加息三问题中的第二个问题，还涉及到第三个问题，高利率会持续多久的问题。美联储在降通胀没有取得确定性结果的情况下降息的概率较低。我们认为“更高更久”的高利率持续情景或是未来的基准情景，核心在于美联储需要看到通胀确定性下降才可能降息。

图表12：国债利率顶点领先联邦基金的月数



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

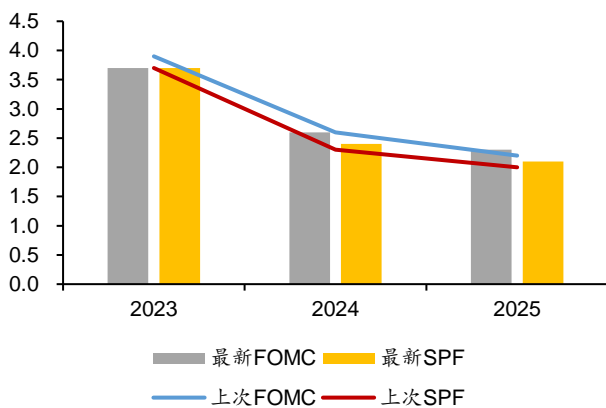
2.2 通胀的预期趋于一致

2.2.1 市场和美联储的通胀预期在收敛

市场和美联储关于未来通胀的预期之前存在分歧，但是目前这个分歧接近消失。对比 FOMC 和专业预测者调查 (Survey of Professional Forecasters) 的通胀预测，前者是政策制定者的预期而后者代表了市场的预期。2023 年的预测中，市场和美联储对核心通胀预期已经完全相同。在 PCE 通胀的预测上，美联储的预测高一点点。2023 年 FOMC 预计 PCE 通胀为 3.3%，核心 PCE 通胀为 3.7%；SPF 预期 PCE 通胀为 3%，核心 PCE 通胀为 3.7%。

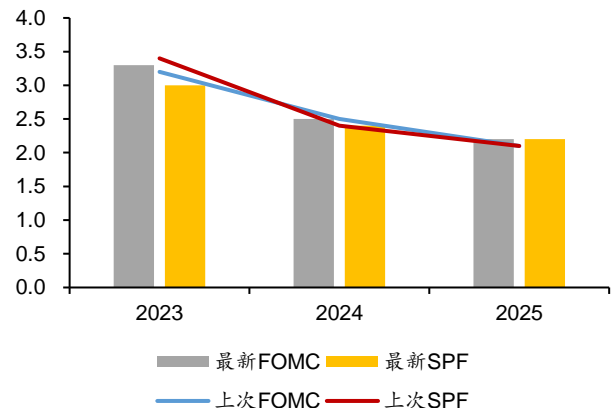
2024 和 2025 的通胀预测中，美联储预期的通胀仍然略高于 SPF 的通胀预测。

图表13：核心 PCE 预期 (%)



资料来源：SPF，美联储，国联证券研究所

图表14：PCE 预期 (%)



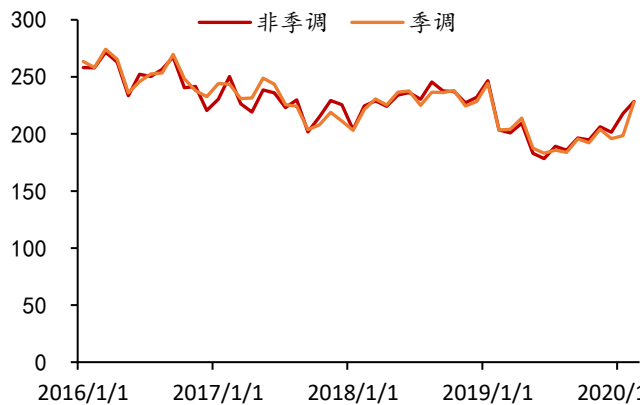
资料来源：SPF，美联储，国联证券研究所

2.2.2 劳动力市场在逐渐降温

相对于通胀未来趋势相对不明朗，劳动力市场的降温相对而言更为确定。疫情前同比的就业增长在 200 万到 250 万人之间，目前的同比就业增长还约有 300 万人。按照目前回落的趋势线性外推的话，大概到 2023 年 12 月左右会下降到 200 万人左右的水平。到 2023 年 12 月的同比新增就业数较上月的预测略有上升，但差距不大。

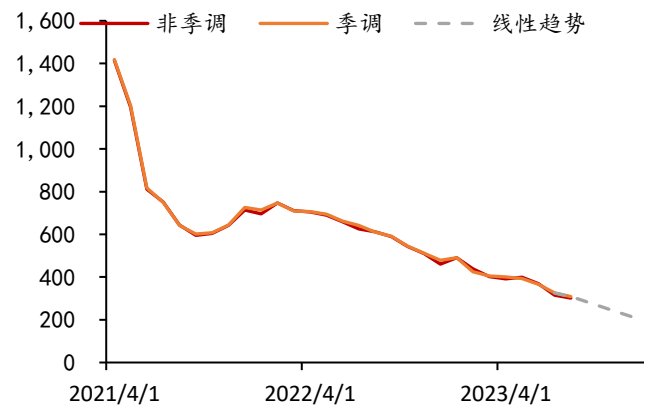
如果基于这个同比的预测，1-8月累计的就业增长为141万，在到年底前的4个月总共新增的就业还有67万人，新增非农就业预计会继续下降。由于非农数据的修正下调了之前的非农就业，未来的非农就业下降速度因此较之前的预测或慢一些。

图表15：疫情前同比新增非农就业(万人)



资料来源：FRED，国联证券研究所

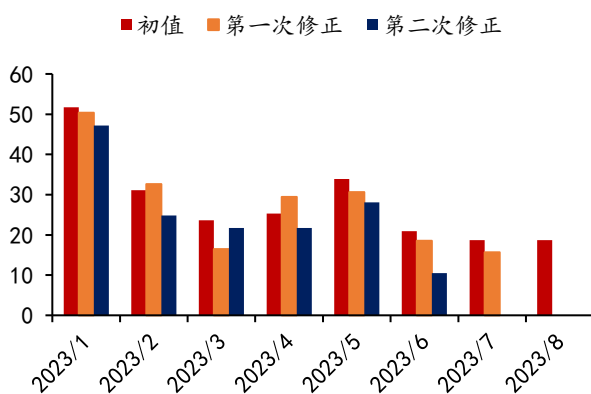
图表16：疫情后同比新增非农就业(万人)



资料来源：FRED，国联证券研究所

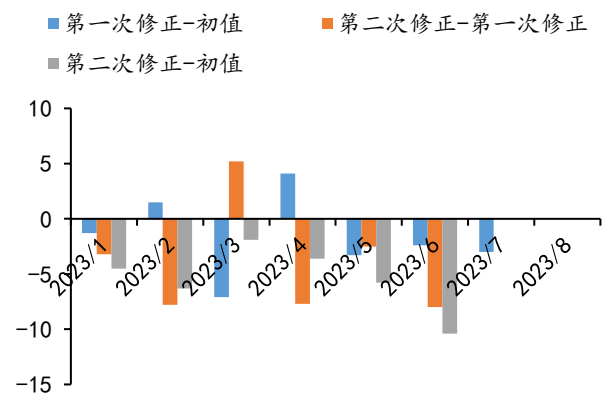
2023年以来新增非农第二次修正相对于初值的变化都是向下修正，其中6月份的修正幅度最大，初值是20.9万，而第二次修正后变成了10.5万，向下修正了10.4万。

图表17：新增非农就业(万人)



资料来源：BLS，国联证券研究所

图表18：新增非农就业变化(万人)



资料来源：BLS，国联证券研究所

3. 缩表计划不变

3.1 缩表的表述没有变化

3.1.1 继续缩表

本次声明中有关缩表的表述并没有变化。

美联储在 2022 年 5 月份会议明确了 6 月 1 日开始缩表，以及明确了本次缩表的加速节奏。初始阶段每月最多缩减 475 亿美元，三个月后，每月缩减规模上限提升到 950 亿美元。如下图所示，在 2022 年底达到最高速度。2022 年的计划最大缩表规模为 5225 亿美元，2022 年的缩表规模大约相当于一次额外的加息，实际的缩表规模大约为 3346 亿美元。

逐渐加速过程在 2022 年已经完成，因此 2023 年按照最高速度缩表规模最大或将为 1.14 万亿美元。

图表19：本轮缩表在 2022 年的加速节奏计划（单位：亿美元）

时间	国债	MBS	合计
2022年6月	300	175	475
2022年7月	300	175	475
2022年8月	300	175	475
2022年9月	600	350	950
2022年10月	600	350	950
2022年11月	600	350	950
2022年12月	600	350	950
总计	3300	1925	5225

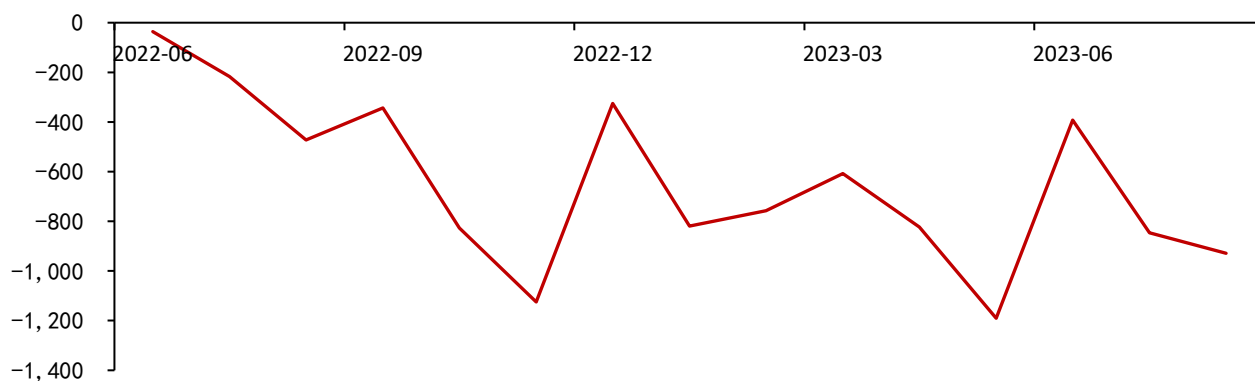
资料来源：美联储，国联证券研究所整理

3.2 实际缩表的情况

3.2.1 实际缩表略慢于最大可能值

从 2022 年 6 月起, 美联储持有的证券开始逐月下降, 到目前为止平均月减少 647 亿美元, 从 2023 年以来平均月减少 796 亿美元。到目前为止, 美联储本轮总共的缩表规模约为 9712 亿, 其中 2022 年总共缩表 3346 亿, 今年以来缩表 6365 亿。

图表20: 美联储本轮缩表的实际速度 (单位: 亿美元)



资料来源: Wind, 国联证券研究所整理

4. 投票情况显示加息没有分歧

4.1 暂停加息是共识

4.1.1 本轮周期

9 月暂停加息获得了全部委员的支持, 本轮加息多数时候加息决策都获得了一致同意, 只在 2022 年的 3 月和 6 月有两位委员投了反对票。2022 年的 3 月 James Bullard 认为应该加 50 个基点, 比实际的货币政策决定多 25 个基点; 而 2022 年 6

月则相反，Esther George 认为应该加 50 个基点，比实际的货币政策决定少 25 个基点。

图表21：本轮周期加息的投票情况

时间	赞成	反对	利率	鲍威尔的投票	主席	反对者
2022年3月	8	1	0.25%-0.5%	赞成	鲍威尔	James Bullard
2022年5月	9	0	0.75%-1%	赞成	鲍威尔	
2022年6月	10	1	1.5%-1.75%	赞成	鲍威尔	Esther L. George
2022年7月	12	0	2.25%-2.5%	赞成	鲍威尔	
2022年9月	12	0	3%-3.25%	赞成	鲍威尔	
2022年11月	12	0	3.75%-4%	赞成	鲍威尔	
2022年12月	12	0	4.25%-4.5%	赞成	鲍威尔	
2023年3月	11	0	4.75%-5%	赞成	鲍威尔	
2023年5月	11	0	5%-5.25%	赞成	鲍威尔	
2023年6月	11	0	5%-5.25%	赞成	鲍威尔	
2023年7月	11	0	5.25%-5.5%	赞成	鲍威尔	
2023年9月	12	0	5.25%-5.5%	赞成	鲍威尔	

资料来源：美联储，国联证券研究所整理

4.1.2 2008 年周期

2008 年危机后的加息周期中的投票模式也可以明显看到共识驱动的迹象。每一次加息决策都是达到共识之后才付诸实施，无一例外，并没有出现只相差一票那样非共识驱动的投票模式。

仅仅从理论上来说，FOMC 是简单多数投票制，但从实际的运行结果来看，在委员会内部是明显共识驱动。

图表22：上轮周期加息的投票情况

时间	赞成	反对	利率	鲍威尔的投票	主席	反对者
2015年12月	10	0	0.25%-0.5%	赞成	耶伦	
2016年12月	10	0	0.5%-0.75%	赞成	耶伦	
2017年3月	9	1	0.75%-1%	赞成	耶伦	Neel Kashkari
2017年6月	8	1	1%-1.25%	赞成	耶伦	Neel Kashkari
2017年12月	7	2	1.25%-1.5%	赞成	鲍威尔	Charles L. Evans; Neel Kashkari
2018年3月	8	0	1.5%-1.75%	赞成	鲍威尔	
2018年6月	8	0	1.75%-2%	赞成	鲍威尔	
2018年9月	9	0	2%-2.25%	赞成	鲍威尔	
2018年12月	10	0	2.25%-2.5%	赞成	鲍威尔	

资料来源：美联储，国联证券研究所整理

5. 风险提示

美联储紧缩超预期，地缘政治风险超预期。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券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。

国联证券的销售人员、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。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼
无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼
 电话：0510-85187583

上海：上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇二座25楼
深圳：广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心大厦45楼