

2023年09月21日

高利率水平或将持续更久——9月FOMC会议点评

宏观研究团队

——宏观经济点评

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

潘纬桢（联系人）

panweizhen@kysec.cn

证书编号：S0790122110044

事件：美联储于北京时间9月21日凌晨2点发布2023年9月FOMC会议声明，再次宣布暂停加息。

● 声明及发布会要点

1. 美联储宣布再次暂停加息，缩表将继续按2022年5月计划有序进行。
2. 美联储对美国经济情况乐观程度上升。在声明中，美联储的措辞同7月份相比基本相同，但在对美国经济、就业的看法上略有不同。声明中认为美国经济活动继续以稳健的步伐扩张，7月份则认为是以温和的步伐扩张。就业方面，则认为美国就业放缓但依旧强劲，而7月份则仅认为就业市场较为强劲。
3. 美联储再次上调经济增长预测，下调失业率预测，上调PCE预测，但下调了核心PCE预测，点阵图显示2023年预计将加息至5.5%-5.75%，较6月会议相同，且认为2024年利率水平较6月预测更高，鹰派程度有所提升。
4. 发布会上，鲍威尔持续释放鹰派信号。从发布会上鲍威尔的发言和表态来看，后续联储的将有较大可能再一次加息，且对2024年的利率水平预期有所提升，持续释放出鹰派信号。其认为如果有必要，将会进一步提升利率水平，并打算在将政策利率维持在具有限制性的水平，直至有信心通胀持续的下降至目标水平。当前还不能确定通胀是否可以持续下降，还需要看到更多的进展，而较为强劲的经济增长将会使得利率水平在2024年下降的更慢。

● “多看少动、保持灵活”或是美联储短期的政策思路，降息仍较遥远

1. 就业市场亦趋于平衡，去通胀已有较大进展驱使联储暂停加息。结合美联储主席鲍威尔的发言，我们可以看到，通胀取得实际成效，而就业市场的持续降温意味着对核心通胀的支撑力度将会继续减弱，数据依赖的决策模式下，美联储9月加息的必要性大为降低。
2. “多看少动、保持灵活”或是美联储短期的政策思路。我们认为鹰派表态或将是后续美联储表态的基准情形，而“多看少动、保持灵活”或是联储短期的政策思路。一则从美联储的经济预测中可以看出，其对经济增长的预期在不断上调，而这意味着通胀反弹的压力和风险在逐渐提升。考虑到后续原油价格的上涨压力，民众通胀预期有上修风险。因此去通胀虽然取得进展，但若放松表态，则有可能带来更大的通胀失调风险；二则当前利率水平已高，连续加息或容易加大经济下行风险，这与美联储的政策目标背道而驰，因此美联储需要更多的耐心，以等待就业市场的再平衡逐渐传导至通胀，从而避免经济波动性增大。因此其政策操作需要更加谨慎，即“多看少动、保持灵活”，从而保留主动权，但降息尚早。

● 市场或将持续承压

发布会后，市场反应较为激烈。美股快速下跌，纳斯达克跌幅较大；10年期美债收益率拉升；美元持续上升；黄金则迎来一定幅度下降。我们认为随着美联储保持鹰派，且后续高利率时长超过预期，市场后续或将持续承压。

● **风险提示：**国际局势紧张引发通胀超预期，美国经济超预期衰退。

相关研究报告

《政策持续落地，关注化债、地产等增量政策——宏观周报》-2023.9.17

《预计Q3 GDP约为4.7%，总需求政策加码空间仍存——兼评8月经济数据——宏观经济点评》-2023.9.16

《土地财政退坡，需补充财政新动能——8月财政数据点评——宏观经济点评》-2023.9.16

目 录

1、 声明及发布会要点	3
1.1、 加息再次暂停，对美国经济看法更为积极.....	3
1.2、 经济预测再度上调经济增速，点阵图显示将加息更久.....	3
1.3、 发布会上，鲍威尔持续释放鹰派信号.....	5
2、“多看少动、保持灵活”或是美联储短期的政策思路，降息仍较遥远	5
2.1、 就业市场亦趋于平衡，去通胀已有较大进展驱使联储暂停加息.....	5
2.2、“多看少动、保持灵活”或是美联储短期的政策思路	6
3、 市场后续或将持续承压	6
4、 风险提示	7

图表目录

图 1： 6 月点阵图显示加息至 5.5%-5.75%	4
图 2： 9 月点阵图仍显示将加息至 5.5%-5.75%.....	4
图 3： 实际政策利率水平已经较高	6
图 4： 民众通胀预期较为稳定	6
图 5： 美股录得一定程度跌幅	6
图 6： 10 年期美债收益率提升	6
图 7： 美元指数上升	7
图 8： 黄金价格下行	7
表 1： 美联储 9 月决议内容相较于 7 月改变较少	3
表 2： 美联储继续上调 2023 年经济增长预测 (%)	4

事件:美联储于北京时间9月21日凌晨2点发布2023年9月FOMC会议声明,再次宣布暂停加息。

1、声明及发布会要点

1.1、加息再次暂停,对美国经济看法更为积极

美联储在此次会议上再次宣布暂停加息,为本轮加息周期以来第二次。缩表方面,将继续按照2022年5月份会议上发布的《缩减美联储资产负债表规模的计划》来有序缩减持有国债及MBS。

在声明中,美联储的措辞同7月份相比基本相同,但在对美国经济、就业的看法上略有不同。声明中认为美国经济活动继续以稳健的步伐扩张,7月份则认为是以温和的步伐扩张。就业方面,则认为美国就业放缓但依旧强劲,而7月份则仅认为就业市场较为强劲。

表1: 美联储9月决议内容相较于7月改变较少

声明要点	9月会议表述	7月会议表述
美国经济	最近的指标显示经济活动继续以 稳健的步伐 (solid pace)扩张。	最近的指标显示经济活动继续以 温和的步伐 (modest pace)扩张。
就业与通胀	美国 就业放缓但仍然强劲 ,失业率保持在低位,通货膨胀率仍然很高。	美国 就业增长强劲 ,失业率保持在低位,通货膨胀率仍然很高。
银行业风险	美国银行体系健全且富有弹性。家庭和企业的信贷条件收紧可能会对经济活动、招聘和通胀造成压力。这些影响的程度是不确定的。委员会仍然 高度关注通胀风险 。	美国银行体系健全且富有弹性。家庭和企业的信贷条件收紧可能会对经济活动、招聘和通胀造成压力。这些影响的程度是不确定的。委员会仍然 高度关注通胀风险 。
货币政策行动	委员会决定将联邦基金利率的目标范围 维持在 5.25%至5.5%。将继续评估更多信息及其对货币政策的影响。在确定适当的额外政策紧缩程度时,将考虑货币政策的累积紧缩、货币政策影响经济活动和通胀的滞后性,以及经济和金融状况。此外,将按原计划继续减少其持有的国债、机构债务和机构抵押贷款支持证券。	委员会决定将联邦基金利率的目标范围 提高到 5.25%至5.5%。将继续评估更多信息及其对货币政策的影响。在确定适当的额外政策紧缩程度时,将考虑货币政策的累积紧缩、货币政策影响经济活动和通胀的滞后性,以及经济和金融状况。此外,将按原计划继续减少其持有的国债、机构债务和机构抵押贷款支持证券。
货币政策立场	将继续监测即将发布的信息对经济前景的影响,包括公共卫生、劳动力市场状况、通胀压力和通胀预期以及金融和国际形势等信息,同时如果出现可能阻碍相关货币政策目标实现,将会准备适当调整货币政策立场。	将继续监测即将发布的信息对经济前景的影响,包括公共卫生、劳动力市场状况、通胀压力和通胀预期以及金融和国际形势等信息,同时如果出现可能阻碍相关货币政策目标实现,将会准备适当调整货币政策立场。

资料来源:美联储、开源证券研究所

1.2、经济预测再度上调经济增长,点阵图显示将加息更久

美联储在此次会议再次上调经济增长预测,下调失业率预测,上调PCE预测,但下调了核心PCE预测,点阵图显示2023年预计将加息至5.5%-5.75%,较6月会议相同,且认为2024年利率水平较6月预测更高。

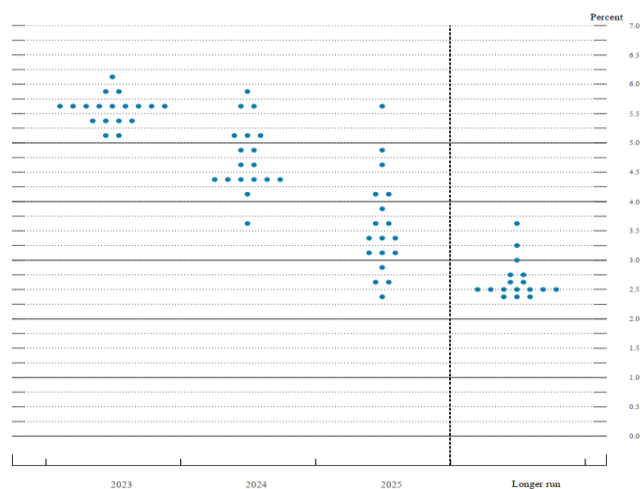
经济预测方面,美联储上调经济增长预测,下调失业率预测。与6月份相比,本次美联储将2023年GDP增速预测由1.0%上调至2.1%,2024年预测由1.1%上调至1.5%;失业率由6月份预测的2023年4.1%下调至3.8%;**通胀水平预测则发生背离**,其中2023年PCE从6月份预测的3.2%上调至3.3%,核心PCE则从3.9%下调至3.7%。2023年联邦基金利率则较6月份预测的5.6%相同,2024年由4.6%上调至5.1%。

点阵图方面，此次点阵图相较于2023年6月份变化相对不大，大部分官员认为2023年美联储的利率水平将会停留在5.5%-5.75%区间，并认为2023年不会降息。对2024年及后续的利率水平判断也较上次有所提升，离散程度有所收窄，显示当前联储官员认为后续保持高利率的水平以及时长有所提升。

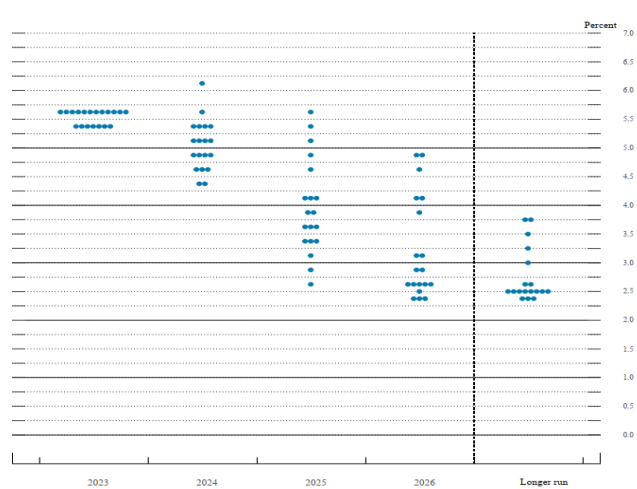
表2：美联储继续上调2023年经济增长预测（%）

预测指标	预测年份	2023.03 预测值	2023.06 预测值	2023.09 预测值
GDP 增速	2023	0.4	1	2.1
	2024	1.2	1.1	1.5
	2025	1.9	1.8	1.8
	2026	/	/	1.8
失业率	2023	4.5	4.1	3.8
	2024	4.6	4.5	4.1
	2025	4.6	4.5	4.1
	2026	/	/	4
PCE	2023	3.3	3.2	3.3
	2024	2.5	2.5	2.5
	2025	2.1	2.1	2.2
	2026	/	/	2
核心 PCE	2023	3.6	3.9	3.7
	2024	2.6	2.6	2.6
	2025	2.1	2.1	2.3
	2026	/	/	2
联邦基金利率	2023	5.1	5.6	5.6
	2024	4.3	4.6	5.1
	2025	3.1	3.4	3.9
	2026	/	/	2.9

数据来源：美联储、开源证券研究所

图1：6月点阵图显示加息至5.5%-5.75%


资料来源：美联储

图2：9月点阵图仍显示将加息至5.5%-5.75%


资料来源：美联储

1.3、发布会上，鲍威尔持续释放鹰派信号

从发布会上鲍威尔的发言和表态来看，后续联储将有较大可能再一次加息，且对2024年的利率水平预期有所提升，持续释放出鹰派信号。

在发言稿以及问答中，美联储主席鲍威尔表示如果有必要，将会进一步提升利率水平（We are prepared to raise rates further if appropriate），并打算将政策利率维持在具有限制性的水平，直至有信心通胀持续的下降至目标水平（we intend to hold policy at a restrictive level until we are confident that inflation is moving down sustainably toward our objective），通胀水平持续的回到2%的目标区间还有相当长的一段过程，整体表态相对过去一段时间联储官员的发言更加鹰派。

在后续的降息方面，鲍威尔认为当前还不能确定通胀是否可以持续下降，还需要看到更多的进展（we need to see more progress）。而较为强劲的经济增长将会使得利率水平在2024年下降的更慢。此外，鲍威尔还认为，虽然当前实际利率水平已经超过主流预测的中性利率水平，但中性利率水平可能已经提升。

在经济基本上，鲍威尔认为当前美国劳动力市场仍然较紧张，但是供需关系正在变的更加平衡，因此将会对通胀带来更小的上行压力。同时，鲍威尔还认为美国经济“软着陆”是美联储的主要目标（primary objective），实现“软着陆”的可能性存在，但是其不会将“软着陆”作为基线预期（baseline expectation），并再一次表示恢复价格稳定的重要性。

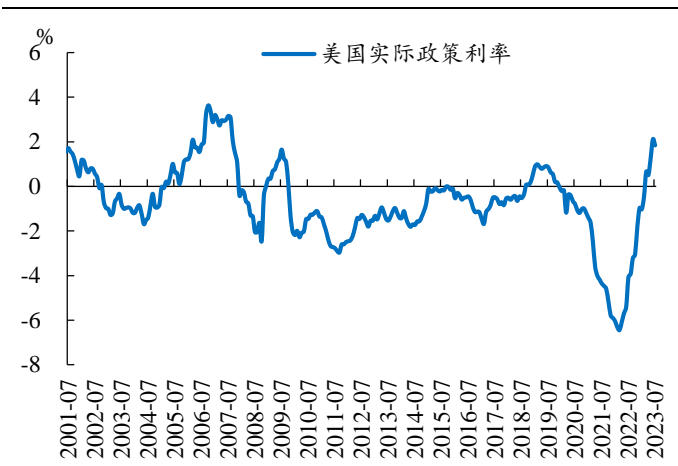
2、“多看少动、保持灵活”或是美联储短期的政策思路，降息仍较遥远

2.1、就业市场亦趋于平衡，去通胀已有较大进展驱使联储暂停加息

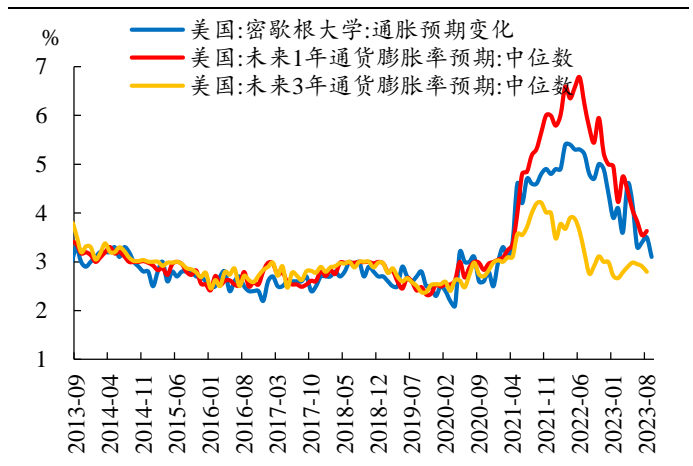
8月新增非农就业18.7万人，较7月份提升3万，略超市场预期，但趋势上看，6-8月平均新增就业较5-7月份继续下降，新增就业市场降温态势未变。且美国劳动参与率录得62.8%，较7月上升0.2%，突破疫情以来的上限区间，并带动失业率上升至3.8%。劳动力缺口亦跌破300万，显示当前美国劳动力市场趋于平衡（可参考报告《美联储正在更加逼近加息终点——美国8月非农就业数据点评》）。

从8月通胀数据来看，整体表现喜忧参半，一方面是整体核心通胀的继续下行，这是美联储乐于见到的情况；但另一方面下行过程中各种阻碍因素相继出现，对下行的斜率构成影响。不过从当前的通胀数据以及就业市场的形势来看，后续核心通胀出现反弹的概率相对较低（可参考报告《加息或从“更高”转向“更久”——美国8月CPI点评》）。

结合美联储主席鲍威尔的发言，我们可以看到，通胀取得实际成效，而就业市场的持续降温意味着对核心通胀的支撑力度将会继续减弱，数据依赖的决策模式下，美联储9月加息的必要性大为降低。一则当前实际政策利率已经达到2%左右的相对高位，对经济活动已经具有较强的限制性；二则当前民众的通胀预期也基本稳定，没有出现较为明显的上行风险；三则当前利率水平已经较高，相关的经济金融风险亦有所增大，谨慎行事是当前的较优选择。

图3：实际政策利率水平已经较高


数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：民众通胀预期较为稳定


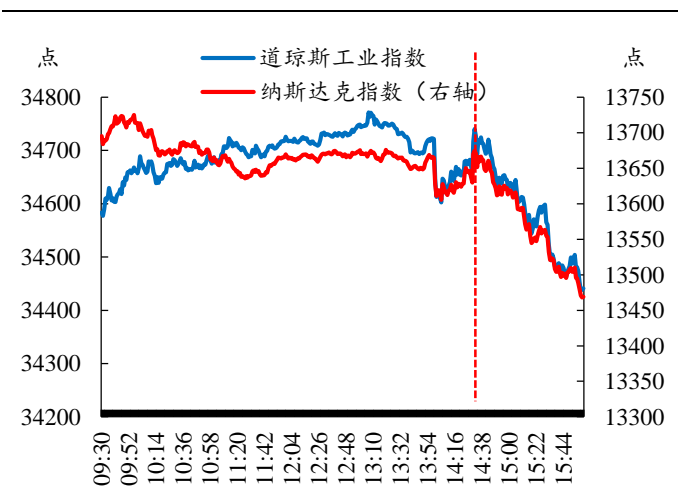
数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、“多看少动、保持灵活”或是美联储短期的政策思路

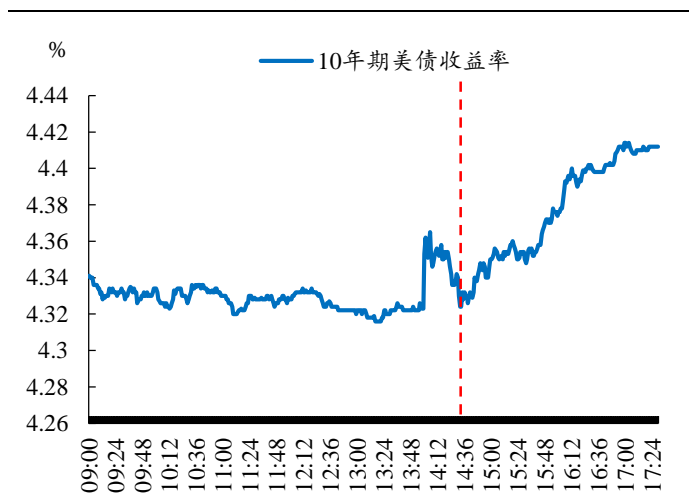
如何理解美联储主席鲍威尔的鹰派发言论调以及后续美联储的货币政策思路？我们认为鹰派表态或将是后续美联储表态的基准情形，而“多看少动、保持灵活”或是联储短期的政策思路。一则是从美联储的经济预测中可以看出，其对经济增长的预期在不断上调，而这意味着通胀反弹的压力和风险在逐渐提升。考虑到后续原油价格的上涨压力，民众通胀预期有上修风险。因此去通胀虽然取得进展，但若放松表态，则有可能带来更大的通胀失调风险；二则当前利率水平已高，连续加息或容易加大经济下行风险，这与美联储的政策目标背道而驰，因此美联储需要更多的耐心，以等待就业市场的再平衡逐渐传导至通胀，从而避免经济波动性增大。因此其政策操作需要更加谨慎，即“多看少动、保持灵活”，保留主动权，但降息尚较遥远。

3、市场后续或将持续承压

发布会后，市场反应较为激烈。美股方面，在发布会后，美股快速下跌，纳斯达克跌幅较大；美债方面，发布会后10年期美债收益率拉升；美元方面，发布会后持续上升；黄金则迎来一定幅度下降。我们认为随着美联储保持鹰派，且后续高利率时长超过预期，市场后续或将持续承压。

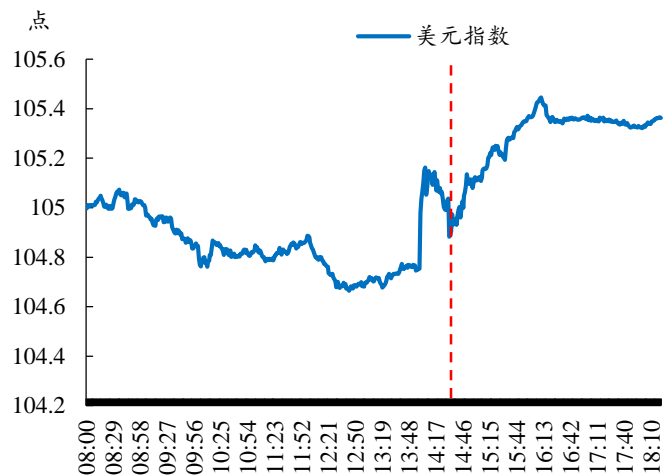
图5：美股录得一定程度跌幅


数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：10年期美债收益率提升


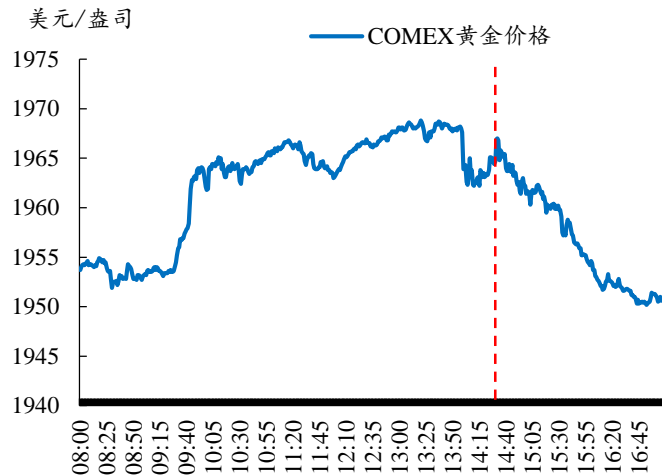
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：美元指数上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：黄金价格下行



数据来源：Wind、开源证券研究所

4、风险提示

国际局势紧张引发通胀超预期，美国经济超预期衰退。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn