

2023年09月21日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

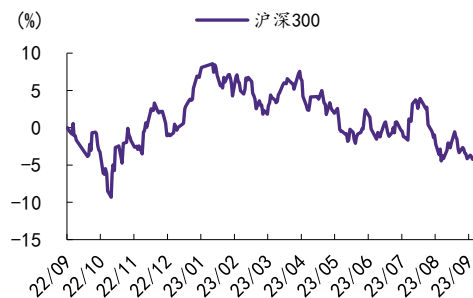
9月FOMC的鹰与鸽

—宏观点评报告

事件

分析师：杨芹芹 S1050523040001
yangqq@cfsc.com.cn

最近一年大盘表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《非农低于预期，美债顶再确认》2023-08-06
- 2、《美国评级下调和长债增发，影响几何？》2023-08-03
- 3、《7月FOMC：模棱两可，利率达峰？》2023-07-27

北京时间9月21日凌晨，美联储公布9月利率决议，维持5.25%-5.5%利率目标不变，同时上修了对2023年的经济预期，下修了2024年的降息预期

投资要点

偏鹰的联储预测和偏鸽的鲍威尔发言

9月议息会议的联储预测和鲍威尔的发言呈现出鹰鸽互博的局面：联储的9月经济预测整体偏鹰派（上调经济预期和2024年目标利率），但是在答记者问中鲍威尔的发言则是相对偏鸽（油价暂时论，房价下行），因此市场没有再度预期加息，而是进一步后移降息预期，预计最早2024年7月降息。

油价走势决定了加息是否结束

从需求的角度来说，美国运输业不景气，美欧PMI低位，均会持续减弱石油需求，EIA将2023年美国石油需求下修至8900万桶/日，因此在后续油价冲高回落下，7月依然是本轮货币紧缩的终点，后续更多的是通过经济通胀数据来博弈降息的时间点。

资产：美债和美元的顶部渐现

更长时间的高利率悬挂预期使得美元再度回到了105以上的位置，10年美债收益率突破了4.4%，创下了近15年以来的新高，美股和黄金受到降息预期进一步后推的影响，价格均受挫，其中美股三大指数均高开低走，最后收跌，黄金价格则是下行0.63%，来到了1950美元/盎司附近。

美债：后续油价上行，加息预期再起的极端情绪再现的可能性较小，美国劳动市场持续走弱的情况下，从经济和通胀的角度对于美债收益率的支撑都相对有限，降息预期前移的空间更为可观，美债收益率预计会逐步筑顶，但由于美国经济当前韧性犹存，利率预计不会出现趋势性下行，更多的是维持高位震荡，美债依然处在相对较好的配置期。

美元：油价高位+高通胀预期+欧美经济差预期扩大的组合持续性较差，一旦本轮货币紧缩周期的结束得到验证，市场仍会提前开始预期降息，使得美元的支撑减弱，回到100左右的位置。

风险提示

地缘政治风险再起，油价再度冲高。

正文目录

事件:	4
评论:	4
1、9月跳过加息, 11月预期仍鹰.....	4
1.1、偏鹰的联储预测和偏鸽的鲍威尔发言	4
1.2、油价暂时论缩减加息空间	7
2、资产: 美债和美元的顶部渐现.....	7
3、风险提示.....	8

图表目录

图表 1: 2023 年点阵图维持不变, 2024 年目标利率上修	5
图表 2: 联储上调经济预期, 下修核心 PCE 预期	6
图表 3: CME 预计不会加息且降息后推.....	6
图表 4: EIA 预计油价不会长期维持高位	7

事件：

北京时间9月21日凌晨，美联储公布9月利率决议，维持5.25%-5.5%利率目标不变，同时上修了对2023年的经济预期，下修了2024年的降息预期。

评论：

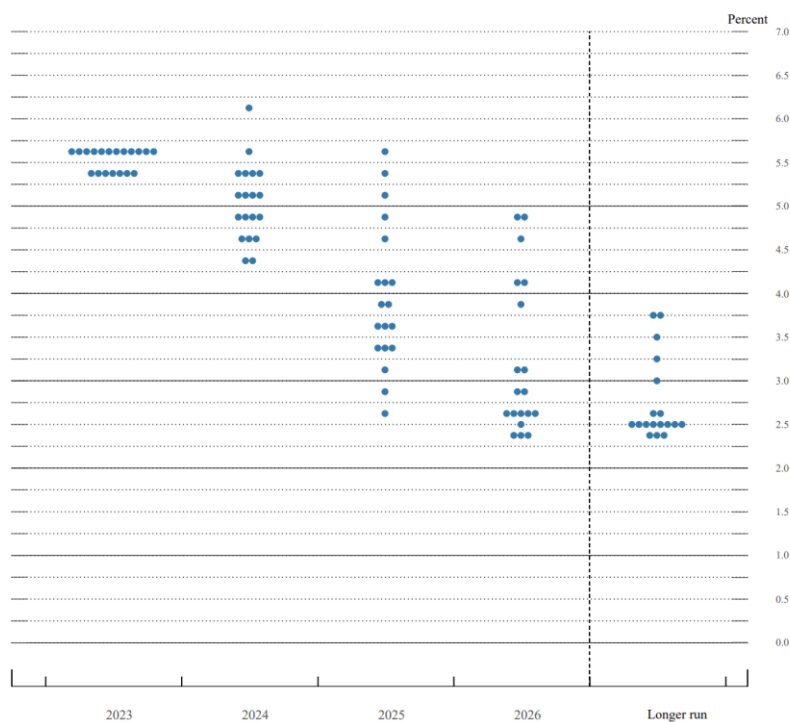
1、9月跳过加息，11月预期仍鹰

1.1、偏鹰的联储预测和偏鸽的鲍威尔发言

9月的议息会议联储维持5.25-5.5%的联邦基金目标利率区间不变，符合市场预期。市场更为关注点阵图和经济预期所隐含的后续加息动向。总体来说，9月议息会议的联储预测和鲍威尔的发言呈现出鹰鸽互博的局面：联储的9月经济预测整体偏鹰派，但是在答记者问中鲍威尔的发言则是相对偏鸽。整体下来使得市场并未预期再度加息的发生，而是预期更长的高利率悬挂，再度后推了降息时间点。

在三季度的点阵图中，联储并未下修本年的利率水平，维持5.6%的水平，暗示市场后续仍有一次加息，但传达出来的鹰派态度相对有限，若是美联储在9月议息会议上下调2023年的利率预期，就会给市场释放出明确的加息结束信号，市场就会开始提前预期降息，并不符合当前联储抗通胀思路；而再度上调利率目标虽然会给市场传达出比较明确的鹰派信号，也不符合联储当前对于“加息过多和加息过少的风险基本平衡”的判断，因此维持利率目标不变成了相对较优的选择：既释放出了鹰派信息，暗示仍有一次加息，同时也给预期管理打太极拳留有了一定的空间，可以继续维持边走边看的思路，因此鲍威尔反复强调9月是跳过加息而不是结束加息，后续仍有可能再度加息。

图表 1：2023 年点阵图维持不变，2024 年目标利率上修



资料来源：FED，华鑫证券研究

但是从答记者问中，鲍威尔整体的态度比较偏鸽派，主要是对于通胀的预期出现了相应的变化。首先，鲍威尔认为近三个月的通胀数据表现出了比较好的下行趋势，但是再度强调需要观察超过三次的良好数据来确定通胀的下行趋势。鲍威尔承认油价短期波动对于通胀的影响，但同时也强调其倾向于忽略能源价格的短期波动，坚持“油价暂时论”；对于房价则看到了更多的积极信号，整体依然还是看好核心通胀的下行趋势，这一点在 9 月的经济预期中也有所体现，虽然 2023 年的 PCE 预期从 6 月份的 3.2%上修至 3.3%，但是对于核心 PCE 的预期从 6 月份 3.9%下修至 3.7%。

图表 2：联储上调经济预期，下修核心 PCE 预期

Percent					
Variable	Median ¹				
	2023	2024	2025	2026	Longer run
Change in real GDP	2.1	1.5	1.8	1.8	1.8
June projection	1.0	1.1	1.8		1.8
Unemployment rate	3.8	4.1	4.1	4.0	4.0
June projection	4.1	4.5	4.5		4.0
PCE inflation	3.3	2.5	2.2	2.0	2.0
June projection	3.2	2.5	2.1		2.0
Core PCE inflation ⁴	3.7	2.6	2.3	2.0	
June projection	3.9	2.6	2.2		
Memo: Projected appropriate policy path					
Federal funds rate	5.6	5.1	3.9	2.9	2.5
June projection	5.6	4.6	3.4		2.5

资料来源：FED，华鑫证券研究

此外，虽然联储上修了 2023 年的经济预期，但在发布会中鲍威尔释放出了对于加息导致经济衰退的担忧，更多的会维持边走边看的货币政策思路，因此市场并没有再度预期年内加息，CME 显示 11 月加息概率在 30%左右，12 月加息概率维持在 40%左右，均低于 50%，市场依然预期本轮加息紧缩周期已经结束。

图表 3：CME 预计不会加息且降息后推

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%

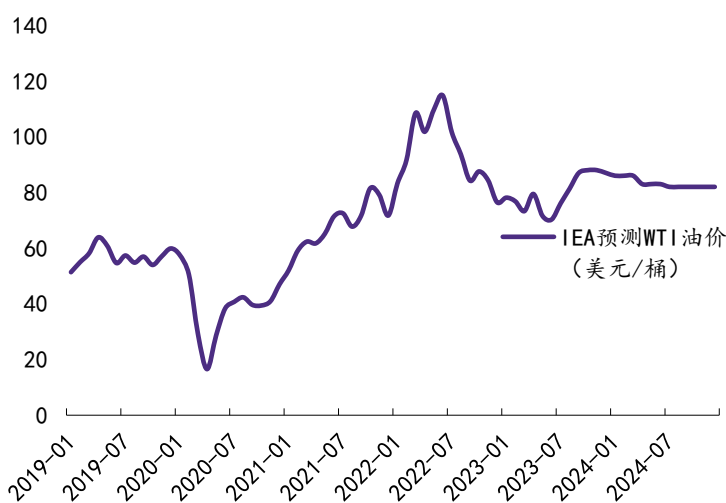
资料来源：CME，华鑫证券研究

但是降息的预期再度后推，从点阵图来看，2024 年的利率目标水平从 6 月份的 4.6%升至 9 月的 5.1%，意味着 2024 年整体降息预期的幅度砍半，经济相关的数据则是进一步上修，2024 年的 GDP 增长从 6 月份的 1.1%上修至 1.5%，失业率的预期从 6 月份的 4.5%下修至 4.1%，强经济加高利率的预期使得市场对于联储降息的预期进一步后推，CME 显示最早的降息时间点已经来到了 2024 年的下半年，预计最早 7 月底降息，本次议息会议释放出了明确了更久高利率悬挂的预期而不是加息预期。

1.2、油价暂时论缩减加息空间

联储能否再度加息的主要考量是油价暂时论的正确与否，若是油价保持在 95 以上的高位，那通胀仍会出现大幅反弹，重新回到 4% 以上的位置，联储仍会被逼迫再度加息，但总体我们认为后续的油价上行相对有限，主要是整体需求相对较弱，供给冲击的影响边际缓和，从美国市场的角度来说，当前运输业景气度较低，PMI 保持在低位，均暗示对于石油的消耗较低，EIA 将美国 2023 年石油消耗量下修至了 8900 万桶/天。欧洲的经济状况较美国则是更弱，PMI 的持续下行也会进一步拖累欧洲的石油需求量，因此整体来看，需求的持续走弱将对冲 OPEC 的减产冲击，油价更多的是短期冲高而不是维持高位均衡，因此我们依然判断本轮加息紧缩周期已经结束，后续更多的是通过经济通胀数据来博弈降息的时间点。

图表 4：EIA 预计油价不会长期维持高位



资料来源：EIA，华鑫证券研究

2、资产：美债和美元的顶部渐现

从资产的角度来说，更长时间的高利率悬挂预期使得美元再度回到了 105 以上的位置，10 年美债收益率突破了 4.4%，创下了近 15 年以来的新高，美股和黄金受到降息预期进一步后推的影响，价格均受挫，其中美股三大指数均高开低走，最后收跌，黄金价格则是下行 0.63%，来到了 1950 美元/盎司附近。

往后来看，资产价格的走势同样由油价决定，油价保持高位会影响通胀和加息的预期，进而影响到各类资产价格的方向。基于我们对于油价乐观的判断，后续油价上行，加息预期再起的极端情绪再现的可能性较小，美国劳动市场持续走弱的情况下，从经济和通胀的角度对于美债收益率的支撑都相对有限，从降息预期的角度来看，当前降息预期已经来到了 2024 年的下半年，预计持续后推的空间较小，但伴随着经济走弱，预期前移的空间更为可观，美债收益率预计会逐步筑顶，但由于美国经济当前韧性犹存，利率预计不会出现趋势性下行，更多的是维持高位震荡，美债依然处在相对较好的配置期。

从美元的角度来说，除了高利率悬挂带来的相对性价比支撑以外，欧洲市场相对较弱

也使得欧元受挫，交易层面多头回补，空头回落也给美元一定的支撑，但是往后来看，油价高位+高通胀预期+欧美经济差预期扩大的组合持续性较差，油价预计更多的是短期而不是长期高位，高通胀预期回落下加息必要性降低，而且后续日央行对于 YCC 政策的调整也会进一步冲击美元。与美债的逻辑相似，当前降息预期处在相对较慢的维持，前移的空间相对较大，一旦本轮货币紧缩周期的结束得到验证，市场仍会提前开始预期降息，使得美元的支撑减弱，回到 100 左右的位置。

3、风险提示

地缘政治风险再起，油价再度冲高

■ 宏观策略组介绍

杨芹芹：经济学硕士，8 年宏观策略研究经验。曾任如是金融研究院研究总监、民生证券研究员，兼任 CCTV 新闻和财经频道、中央国际广播电台等特约评论，多次受邀为财政部等政府机构和金融机构提供研究咨询，参与多项重大委托课题研究。2021 年 11 月加盟华鑫证券研究所，研究内容涵盖海内外经济形势研判、政策解读与大类资产配置(宏观)、产业政策与行业配置(中观)、全球资金流动追踪与市场风格判断(微观)，全方位挖掘市场机会。

李刘魁：金融学硕士，2021 年 11 月加盟华鑫研究所。

孙航：金融硕士，2022 年 5 月入职华鑫研究所

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容可观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫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。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。