



宏观点评

证券分析师

芦哲

资格编号: S0120521070001

邮箱: luzhe@tebon.com.cn

张佳炜

资格编号: S0120523070005

邮箱: zhangjw3@tebon.com.cn

联系人

韦祎

资格编号: S0120123040019

邮箱: weiyi@tebon.com.cn

相关研究

更高更久更鹰派

2023年9月FOMC会议点评

投资要点:

- 核心观点:** 我们预测 23Q4 美联储仍将加息 25bps, 12 月概率更大, 24H1 内难降息。鹰派点阵图或暗示政策利率更高且久期更长, 触发市场增量紧缩交易。9 月 FOMC 维持政策利率不变, 符合预期, 但美联储在经济预期中上调对经济与通胀的预测, 下调失业率预测, 更具韧性的经济与更具黏性的通胀意味着更高且久期更长的利率, 导致 9 月点阵图超预期。我们认为汽车业罢工、重启学生贷款、政府停摆风险及其可能导致的 10 月经济数据的延期公布均意味着 11 月 FOMC 会议决策难度更大, 长期利率高位抬升, 出于谨慎性原则美联储或将加息时点推迟至 12 月。
- 声明: 如期维持[5.25, 5.5]%的利率水平, 修改对经济增长和劳务市场的现状表述。** 9 月声明与 7 月相比, 除了维持政策利率不变外有两处微调: ①**上调经济增长表述措辞**, 表述由 moderate 改为 solid, 主要因为近期经济数据较为强劲。Atlanta 联储 GDPNow 模型最新预测 23Q3 美国实际 GDP 季环比年率预期为+4.9%, 其中消费、去库速率放缓分别贡献+2.5%、+1.05%。②**调整对劳务市场的表述**, 对劳务市场描述由 robust 改为 slowed...but remain strong, 主要由于 8 月美国劳务供需缺口从 332 万下调至 247 万人, 劳务市场紧俏程度走弱但整体仍然维持紧俏。
- 点阵图: 预测年内还有 25bps 加息, 将明后两年政策利率预期各上调 50bps。** 9 月点阵图较 6 月的整体上移是最大的超预期项, 具体来说: ①**2023 年:** 中值预期维持 5.6%但分布更集中, 19 名官员中有 12 人预测年内还有 25bps 加息, 余下 7 人预测不再加息。②**2024-2025 年:** 相较 6 月, 9 月点阵图将未来 2 年政策利率预期分别上调 50bps 至 5.1%、3.9%。虽然美联储点阵图指引 2024 年将降息 50bps, 但分布仍然离散, 反映美联储内部尚未达成一致预期。③**长期:** 维持 2.5%, 但部分官员上调了对长期政策利率的预期, 即美联储开始倾向于政策利率中枢的抬升。
- 经济预测: 更具韧性的经济与更具黏性的通胀。产出缺口:** 与 6 月相比, 9 月 SEP 将 2023-2024 年四季度 GDP 同比分别由+1.0%上修至+2.1%、+1.1%上修至+1.5%, 失业率分别由 4.1%下修至 3.8%、4.5%下修至 4.1%。预期产出缺口进一步放大 (GDP>1.8%、失业率<4.0%) 意味着经济更强的韧性与降息更低的必要性。**通胀缺口:** 将 23Q4、25Q4 的 PCE 同比分别由+3.2%上修至+3.3%、+2.1%上修至+2.2%, 核心 PCE 同比分别由+3.9%下修至+3.7%、+2.2%上修至+2.3%, 分别反映对年内更高的油价与核心通胀更顺畅下行的预期。但通胀水平的上修意味着美联储离 2%通胀目标更远, 进一步意味着通胀更强的黏性与降息更低的充分性。
- 发布会: 重视风险平衡, 提示短期风险。** 发布会上, Powell 如往常一样更加强调政策的双向风险, 一方面强调美联储将以软着陆作为目标, 另一方面也继续表态将恪守实现通胀目标的承诺。①**货币政策决策:** 大多数政策制定者认为, 再次加息更有可能是合适的; 未来的降息将取决于经济的需求, 但时点未知; 降息决策的部分考虑可能是随着通胀下降, 实际利率上升; 中性利率可能上升, 可能高于当前点阵图指引的长期利率, 但只能是后验的。②**经济&通胀前景展望:** 软着陆不是基准情形 (baseline), 但是一个首要目标 (primary objective); 通往软着陆的道路变宽了, 但仍担心经济的非线性冲击, 罢工、政府停摆、学生贷款的重启、更高的长期利率等均是不可控的风险; 近三个月通胀改善得很好, 但不只看三个月的改善; 更高且持久的油价影响通胀, 实现通胀目标道阻且长。
- 风险提示:** 美联储过早开启降息周期引发通胀反弹甚至失控; 美联储紧缩周期维持时间过长, 引发金融系统流动性危机; 通胀下行速率不及预期。

图 1：2023 年 9 月 FOMC 与 2023 年 7 月 FOMC 对比

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

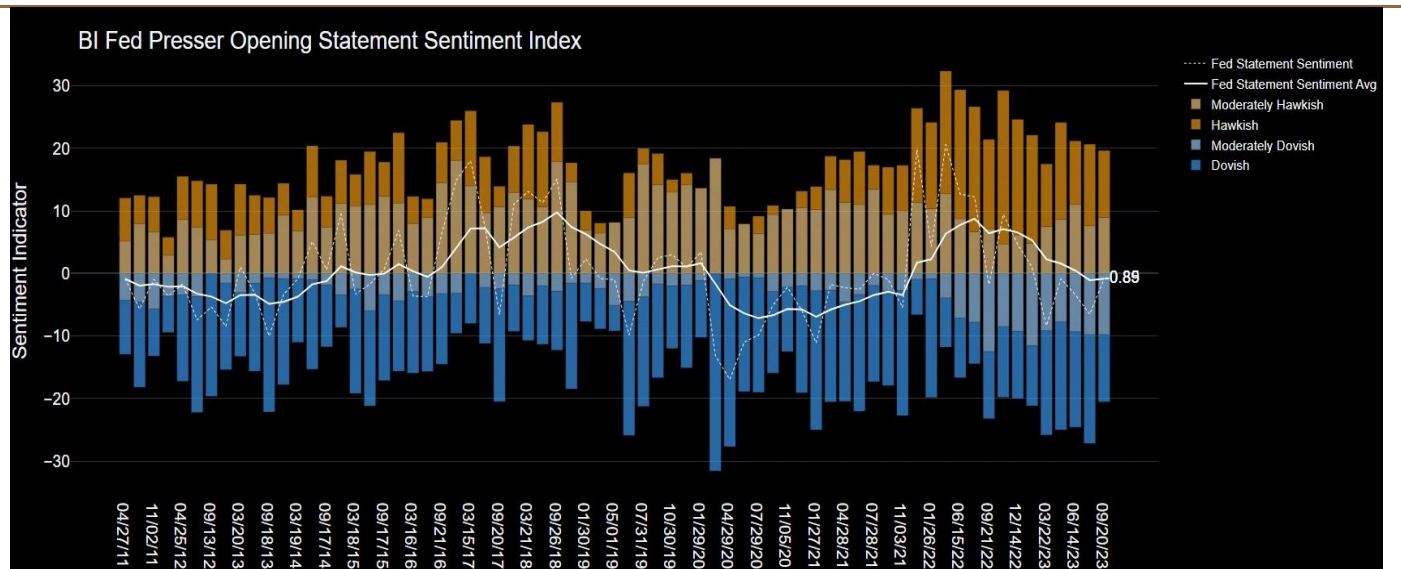
The U.S. banking system is sound and resilient. Tighter credit conditions for households and businesses are likely to weigh on economic activity, hiring, and inflation. The extent of these effects remains uncertain. The Committee remains highly attentive to inflation risks.↵

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 **raisemaintain** the target range for the federal funds rate **toat** 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.↵

资料来源：美联储，德邦研究所

图 2：彭博 FOMC 发布会情绪指数



资料来源：彭博，德邦研究所

图 3：2023 年 9 月美联储 SEP

Table 1. Economic projections of Federal Reserve Board members and Federal Reserve Bank presidents, under their individual assumptions of projected appropriate monetary policy, September 2023

Variable	Median ¹					Central Tendency ²					Range ³				
	2023	2024	2025	2026	Longer run	2023	2024	2025	2026	Longer run	2023	2024	2025	2026	Longer run
	Change in real GDP June projection	2.1 1.0	1.5 1.1	1.8 1.8	1.8 1.8	1.8 1.8	1.9-2.2 0.7-1.2	1.2-1.8 0.9-1.5	1.6-2.0 1.6-2.0	1.7-2.0 1.7-2.0	1.7-2.0 1.7-2.0	1.8-2.6 0.5-2.0	0.4-2.5 0.5-2.2	1.4-2.5 1.5-2.2	1.6-2.5 1.6-2.5
Unemployment rate June projection	3.8 4.1	4.1 4.5	4.1 4.5	4.0 4.0	4.0 4.0	3.7-3.9 4.0-4.3	3.9-4.4 4.3-4.6	3.9-4.3 4.3-4.6	3.8-4.3 3.8-4.3	3.8-4.3 3.8-4.3	3.7-4.0 3.9-4.5	3.7-4.5 4.0-5.0	3.7-4.7 3.8-4.9	3.7-4.5 3.7-4.5	3.5-4.3 3.5-4.4
PCE inflation June projection	3.3 3.2	2.5 2.5	2.2 2.1	2.0 2.0	2.0 2.0	3.2-3.4 3.0-3.5	2.3-2.7 2.3-2.8	2.0-2.3 2.0-2.4	2.0-2.2 2.0	2.0 2.0	3.1-3.8 2.9-4.1	2.1-3.5 2.1-3.5	2.0-2.9 2.0-3.0	2.0-2.7 2.0-2.9	2.0 2.0
Core PCE inflation ⁴ June projection	3.7 3.9	2.6 2.6	2.3 2.2	2.0		3.6-3.9 3.7-4.2	2.5-2.8 2.5-3.1	2.0-2.4 2.0-2.4	2.0-2.3		3.5-4.2 3.6-4.5	2.3-3.6 2.2-3.6	2.0-3.0 2.0-3.0	2.0-2.9	
Memo: Projected appropriate policy path															
Federal funds rate June projection	5.6 5.6	5.1 4.6	3.9 3.4	2.9	2.5	5.4-5.6 5.4-5.6	4.6-5.4 4.4-5.1	3.4-4.9 2.9-4.1	2.5-4.1	2.5-3.3 2.5-2.8	5.4-5.6 5.1-6.1	4.4-6.1 3.6-5.9	2.6-5.6 2.4-5.6	2.4-4.9	2.4-3.8 2.4-3.6

NOTE: Projections of change in real gross domestic product (GDP) and projections for both measures of inflation are percent changes from the fourth quarter of the previous year to the fourth quarter of the year indicated. PCE inflation and core PCE inflation are the percentage rates of change in, respectively, the price index for personal consumption expenditures (PCE) and the price index for PCE excluding food and energy. Projections for the unemployment rate are for the average civilian unemployment rate in the fourth quarter of the year indicated. Each participant's projections are based on his or her assessment of appropriate monetary policy. Longer-run projections represent each participant's assessment of the rate to which each variable would be expected to converge under appropriate monetary policy and in the absence of further shocks to the economy. The projections for the federal funds rate are the value of the midpoint of the projected appropriate target range for the federal funds rate or the projected appropriate target level for the federal funds rate at the end of the specified calendar year or over the longer run. The June projections were made in conjunction with the meeting of the Federal Open Market Committee on June 13-14, 2023. One participant did not submit longer-run projections for the change in real GDP, the unemployment rate, or the federal funds rate in conjunction with the June 13-14, 2023, meeting, and one participant did not submit such projections in conjunction with the September 19-20, 2023, meeting.

1. For each period, the median is the middle projection when the projections are arranged from lowest to highest. When the number of projections is even, the median is the average of the two middle projections.
2. The central tendency excludes the three highest and three lowest projections for each variable in each year.
3. The range for a variable in a given year includes all participants' projections, from lowest to highest, for that variable in that year.
4. Longer-run projections for core PCE inflation are not collected.

资料来源：美联储 2023 年 9 月 SEP，德邦研究所

图 4：2023 年 9 月和 2023 年 6 月 FOMC 点阵图对比

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

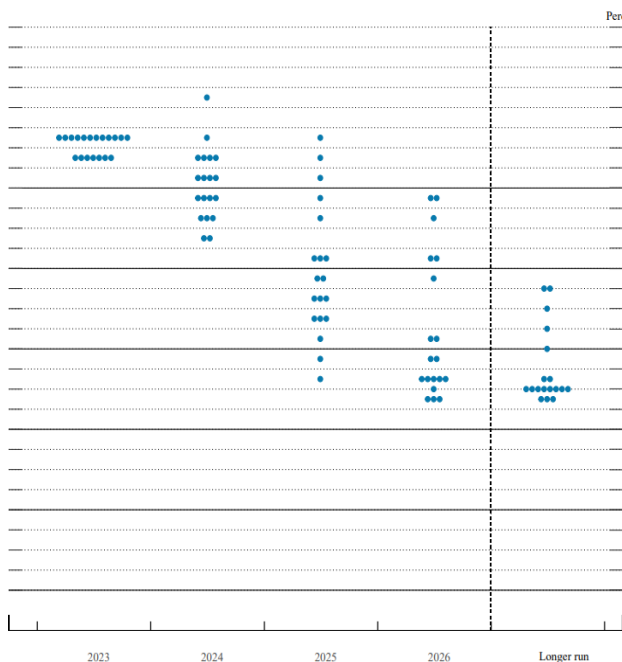
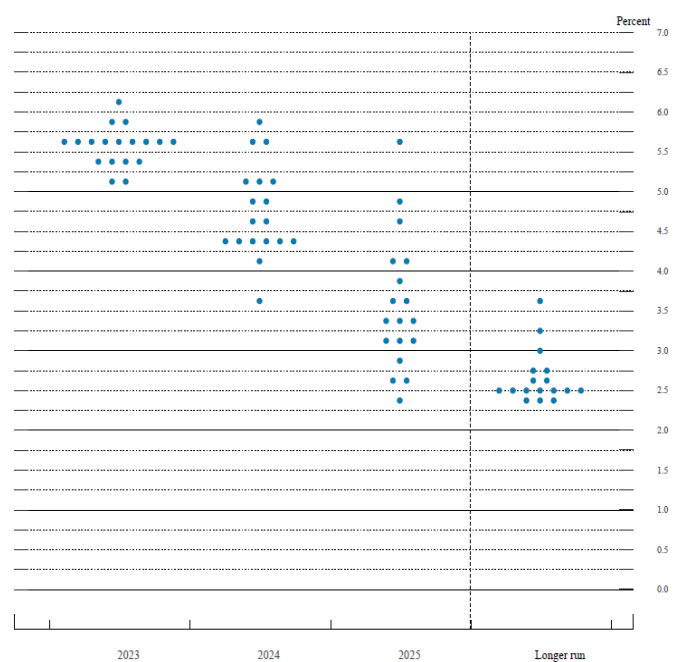
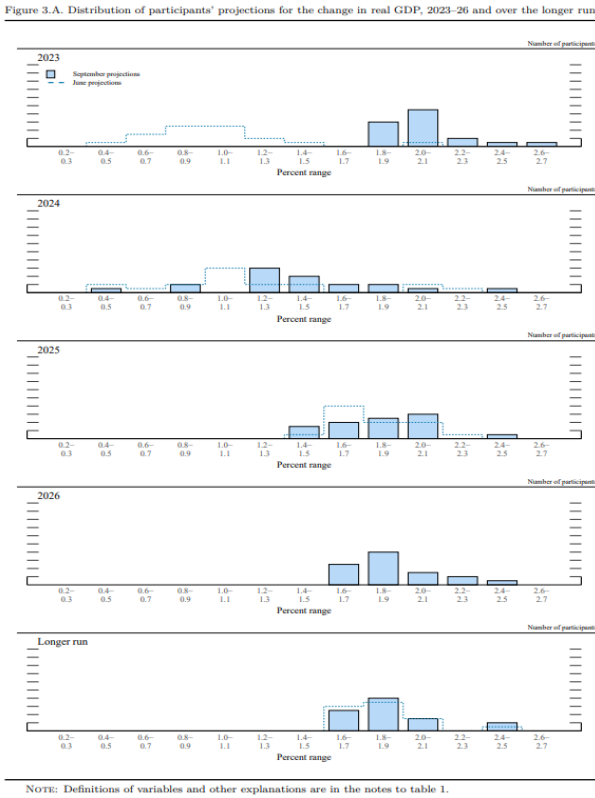


Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



资料来源：美联储 2023 年 9 月和 6 月 SEP，德邦研究所

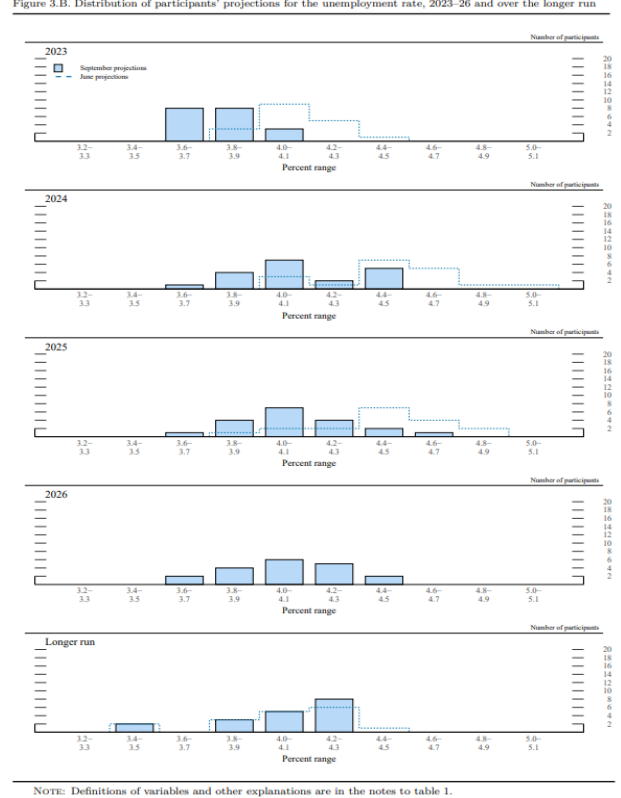
图 5：美联储 SEP 对 2023-2026 年及长期 GDP 预测分布



NOTE: Definitions of variables and other explanations are in the notes to table 1.

资料来源：美联储 2023 年 9 月 SEP，德邦研究所

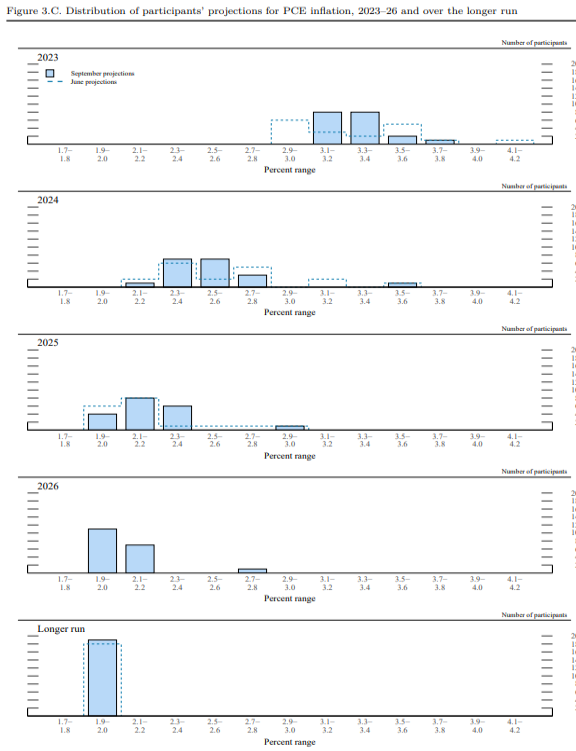
图 6：美联储 SEP 对 2023-2026 年及长期失业率预测分布



NOTE: Definitions of variables and other explanations are in the notes to table 1.

资料来源：美联储 2023 年 9 月 SEP，德邦研究所

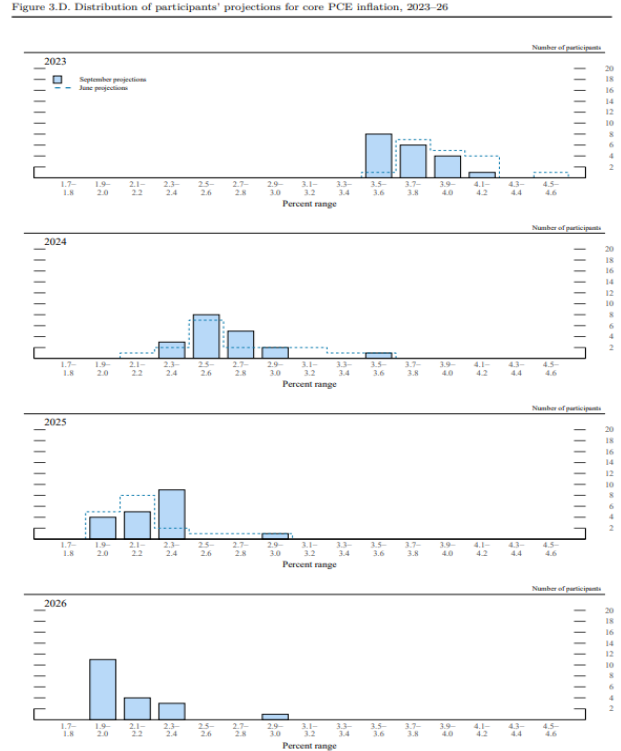
图 7：美联储 SEP 对 2023-2026 年及长期 PCE 通胀预测分布



NOTE: Definitions of variables and other explanations are in the notes to table 1.

资料来源：美联储 2023 年 9 月 SEP，德邦研究所

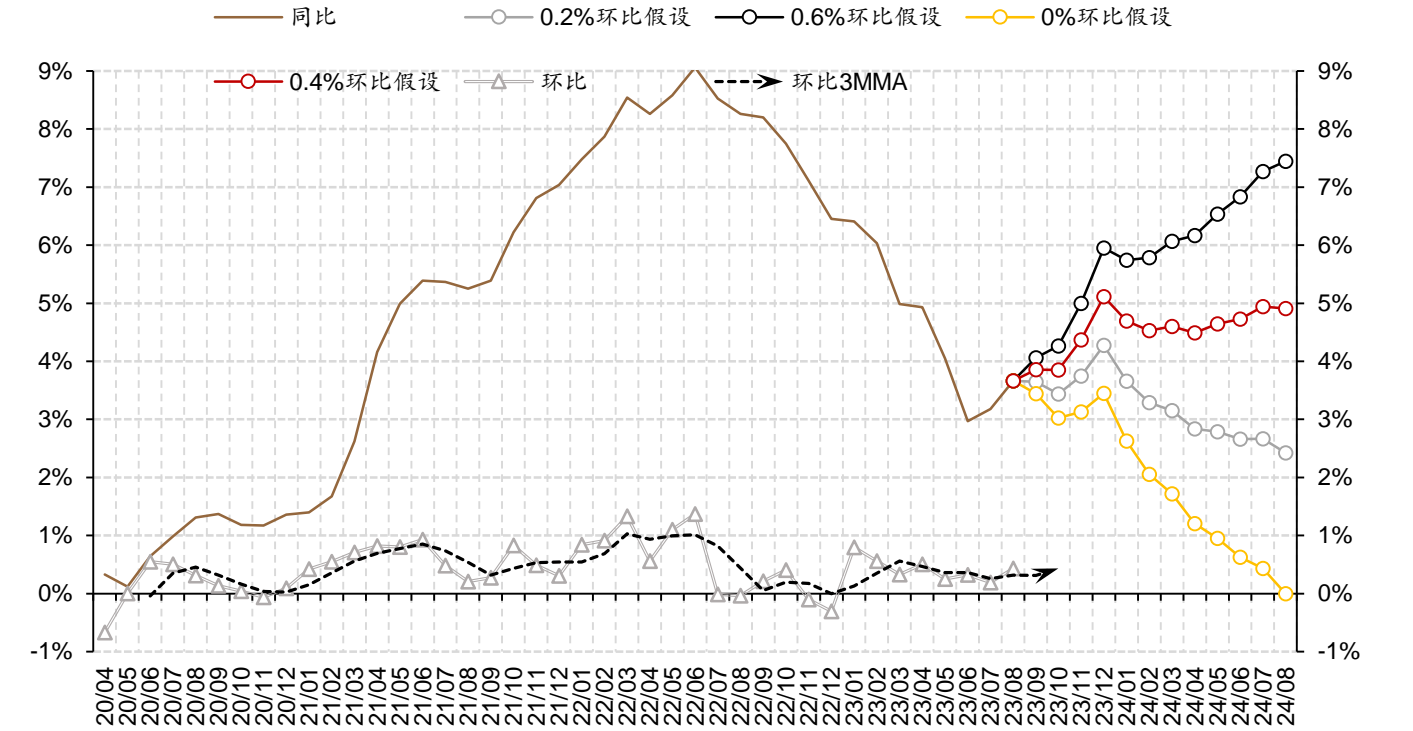
图 8：美联储 SEP 对 2023-2026 年及长期核心 PCE 预测分布



NOTE: Definitions of variables and other explanations are in the notes to table 1.

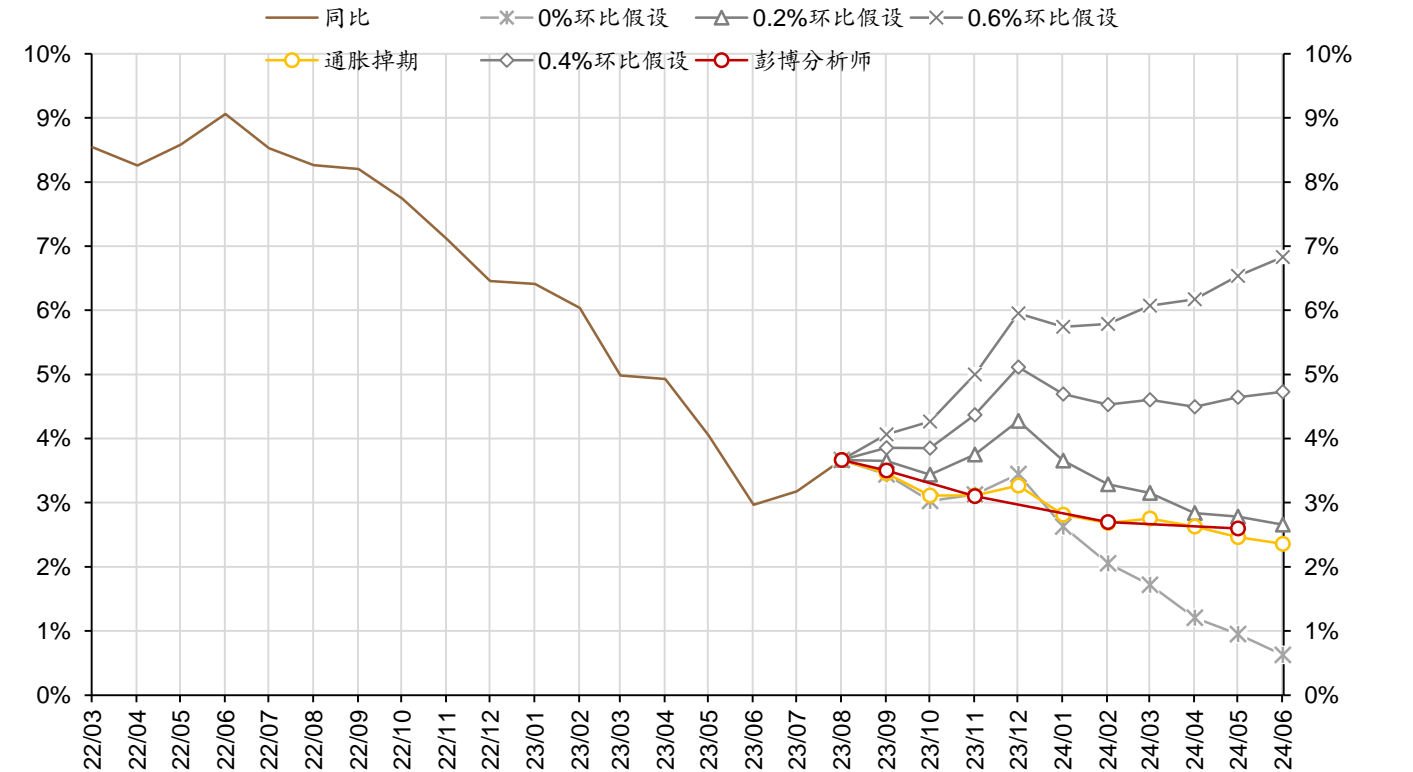
资料来源：美联储 2023 年 9 月 SEP，德邦研究所

图 9：不同环比增长中枢假设下美国 CPI 同比增速



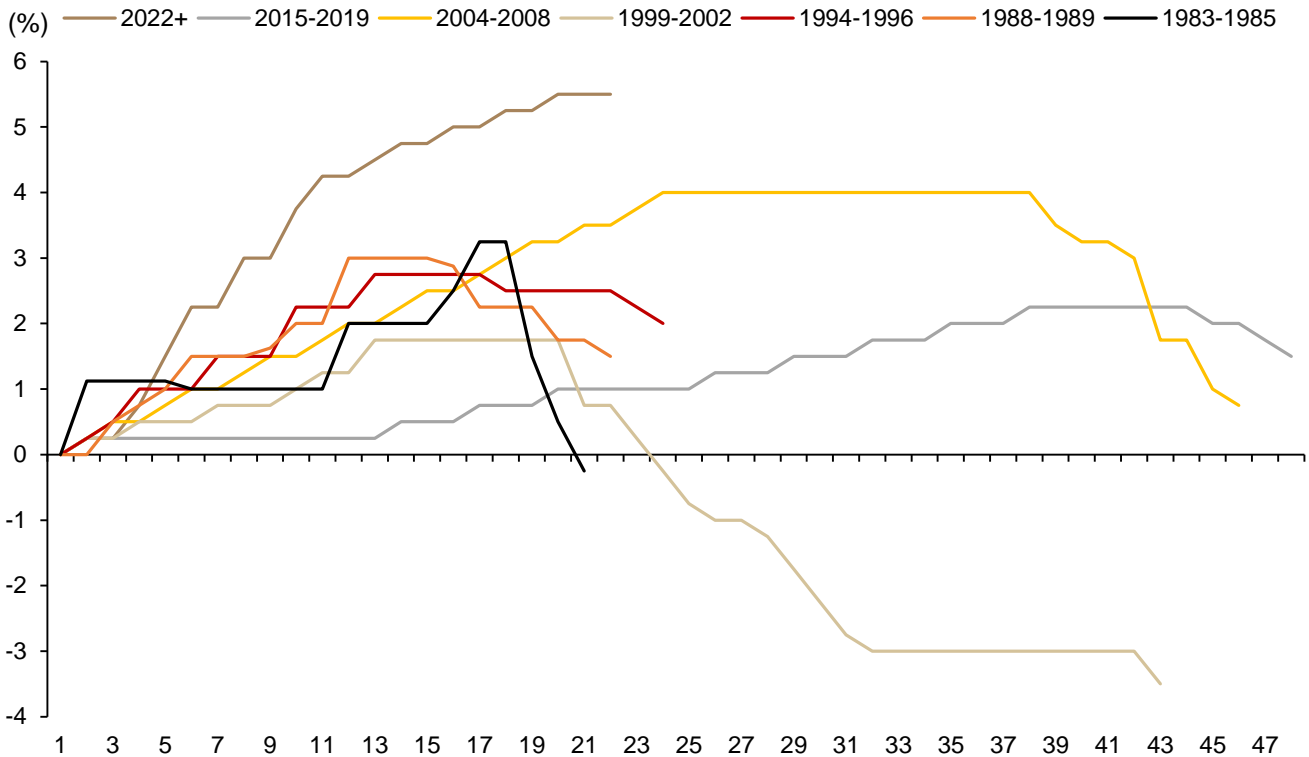
资料来源：美联储，德邦研究所

图 10：不同环比增长中枢假设及市场预期美国 CPI 同比增速



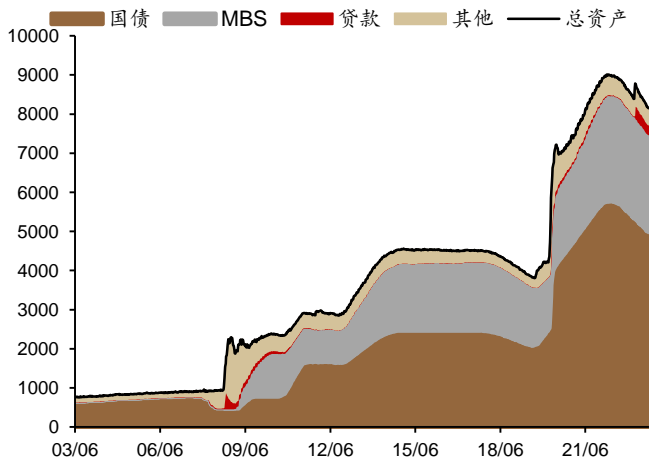
资料来源：美联储，彭博，德邦研究所

图 11：本轮美联储加息路径与历史对比



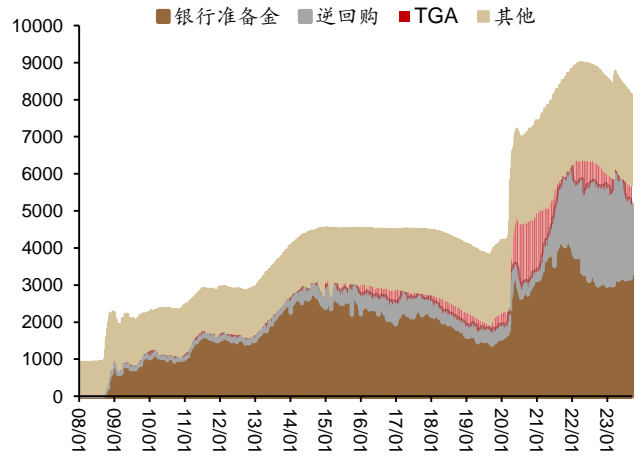
资料来源：彭博，德邦研究所

图 12：美联储资产结构



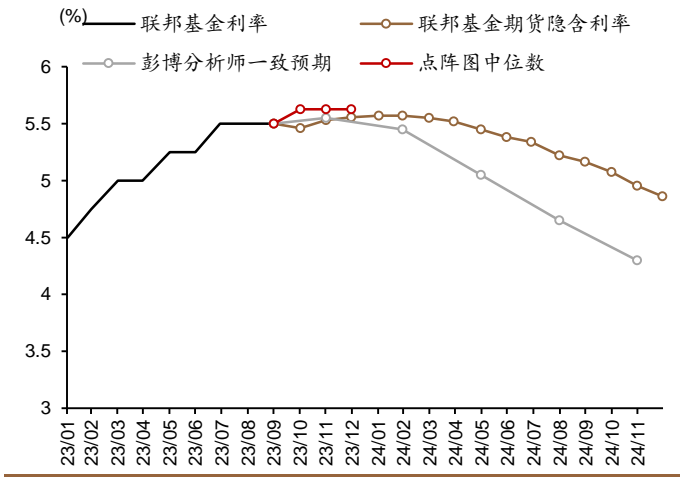
资料来源：彭博，德邦研究所；单位为十亿美元

图 13：美联储负债结构



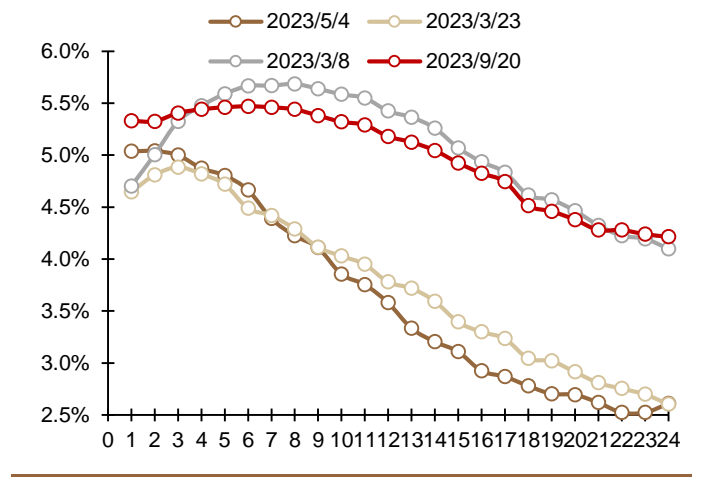
资料来源：彭博，德邦研究所；单位为十亿美元

图 14：各方对全年美联储政策利率路径预期



资料来源：彭博，德邦研究所；展示日期为9月20日

图 15：联邦基金期货隐含利率曲线交易拥挤度



资料来源：彭博，德邦研究所；横轴表示未来月份

信息披露

分析师与研究助理简介

芦哲，德邦证券首席经济学家，中国证券业协会首席经济学家专业委员会委员。曾任职于世界银行（华盛顿总部）、泰康资产和华泰证券。在 JIMF、《世界经济》、《金融研究》、等学术期刊发表论文二十余篇。第五届邓子基财经研究奖得主，2019 和 2020 新财富固定收益研究第一名，2021 ISI 杰出成就分析师，2022 水晶球（公募）宏观研究冠军。清华、人大、央财等多所大学专业研究生导师，上财 EMBA 教授。

张佳炜，德邦证券宏观海外组组长。伦敦政治经济学院金融经济学硕士（distinction），六年海外宏观与全球大类资产配置投研经验。曾任平安信托海外投资部 QDII 投资经理、投决团队成员，共同管理 15 亿元全球大类资产配置基金，擅长海外经济、货币政策研究与全球资产配置。

韦祎，德邦证券宏观研究员。毕业于中国人民大学和香港中文大学，经济学博士，研究方向为开放宏观经济学。擅长海外经济、经济周期、货币政策与大类资产配置研究。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准：	类别	评级	说明
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。