

9月FOMC会议点评

点阵图调整打压2024年降息空间

美联储在9月FOMC会议上宣布将联邦基金利率目标范围维持在5.25%-5.50%的水平，但继续缩表计划；经济和利率预测上调释放鹰派信号，各类资产普跌。

- **会议要点：**加息如期暂停，但经济和利率预测释放鹰派信号。9月会议声明在经济增长和就业方面措辞有所调整。委员会成员们对于经济增长更为乐观；将2023年末合意的利率水平维持在5.6%但上调了对2024年的利率水平预期。鲍威尔强调仍需“走一步看一步”。
- **鹰派信号带动“紧缩交易”回归。**“美元涨，其余资产普跌”的“紧缩交易”再现；短期来看，美国通胀和就业数据仍将主导市场的整体走势。
- 我们预期美联储本轮加息终点基准利率上限可能在5.75%（也即今年年内仍可能有一次加息）。与此同时，“higher for longer”意味着美债利率（尤其是中长端）仍有上行风险。
- **风险提示：**美国劳动力和通胀走势偏离预期。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济

证券分析师：周亚齐

yaqi.zhou@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522090002

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

一、会议要点：加息如期暂停，但经济和利率预测释放鹰派信号

9月会议声明在经济增长和就业方面措辞有所调整。北京时间9月21日凌晨，美联储在9月FOMC会议上宣布将联邦基金利率目标范围维持在5.25%-5.50%的水平，但继续缩表计划，符合市场预期。相较于7月FOMC声明，9月会议声明在经济增长和就业方面措辞有所调整。对于近期经济增长的评价，美联储认为经济实现了“稳固”(solid)扩张，而7月的措辞是“温和”(modest)扩张；对于就业市场的表现，相较7月的情况而言，美联储认为近期新增就业展现出放缓的势头，但整体看仍然强劲。综合来看，措辞的调整显示美联储认为在经济增速仍然稳固扩张的同时，就业市场出现了边际降温，暗示美联储认为近期美国经济有朝着“软着陆”方向前进的迹象。

图表 1. FOMC 会议声明主要内容变化

	2023年9月FOMC	2023年7月FOMC
货币政策决议	联邦基准利率维持不变 & 继续缩表	联邦基准利率提高25个基点 & 继续缩表
货币政策展望	委员会将综合考虑：1) 累计的紧缩货币政策影响 2) 政策影响的滞后性 3) 经济和金融情况，来决定货币政策进一步收紧 (policy firming) 的空间	委员会将综合考虑：1) 累计的紧缩货币政策影响 2) 政策影响的滞后性 3) 经济和金融情况，来决定货币政策进一步收紧 (policy firming) 的空间
经济增长整体评价	近期指标显示经济活动实现了稳固扩张	近期指标显示经济活动实现了温和扩张
金融风险	美国银行系统仍然是稳健的；收紧的信贷条件对于经济的拖累程度仍然是不确定的	美国银行系统仍然是稳健的；收紧的信贷条件对于经济的拖累程度仍然是不确定的
通胀	通胀水平仍处于高位	通胀水平仍处于高位
就业	新增就业有所放缓但仍然强劲，失业率仍然处于低位	就业岗位稳健增长，失业率仍然处于低位

资料来源：美联储，中银证券

委员会成员们对于经济增长更为乐观；将 2023 年末合意的利率水平维持在 5.6%但上调了对 2024 年的利率水平预期。在本次货币政策会议结束后，美联储也公布了委员会成员们对于美国经济数据和联邦基准利率水平的最新预测值。就针对 2023 年四季度的展望而言，相较 6 月份的预测，委员会成员们目前认为经济增长会比他们上一次的预测更为乐观（上调了 GDP 同比增速预期同时下调了失业率预期），并且与此同时核心通胀压力将更小（下调了核心 PCE 预测）。类似于会议声明的措辞调整所隐含的信息，委员会成员们对于经济预测的调整也暗示其对于 2023 年 4 季度美国经济能够继续朝着“软着陆”方向迈进的信心。在这样的背景下，委员会成员的中位数预期将 2023 年末合意的利率水平维持在 5.6%也就不难理解。这也就意味着委员会成员们认为 2023 年年内可能仍有一次加息。另一方面，委员会成员们也上调了对 2024 年四季度的经济增长预期（上调 GDP 增速，下调失业率）同时仍然维持 2024 年 4 季度 PCE 同比增速在 2.5%的判断。与之相伴的，则是委员会成员的中位数预期将 2024 年末合意的利率水平由 6 月的 4.6%上调至 5.1%，显示未来 1 年可能的降息空间被大幅削弱。

图表 2. 委员会成员对于 2023 年四季度关键经济数据的预测及其变动

经济预测项目	2023年9月	2023年6月	变动
2023年4季度实际 GDP同比增速	2.1%	1.0%	+1.1%
2023年4季度平均失业率	3.8%	4.1%	-0.3%
2023年4季度PCE同比增速	3.3%	3.2%	+0.1%
2023年4季度核心PCE同比增速	3.7%	3.9%	-0.2%
2023年末联邦基准利率合意水平	5.6%	5.6%	无变动

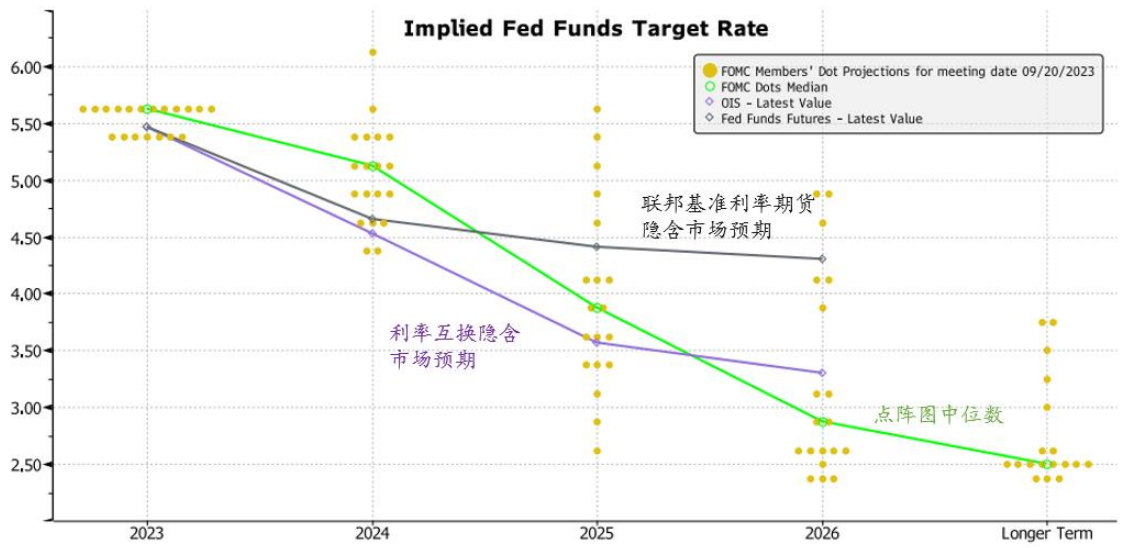
资料来源：美联储，中银证券

图表 3. 委员会成员对于 2024 年四季度关键经济数据的预测及其变动

经济预测项目	2023年9月	2023年6月	变动
2024年4季度实际 GDP同比增速	1.5%	1.1%	+0.4%
2024年4季度平均失业率	4.1%	4.5%	-0.4%
2024年4季度PCE同比增速	2.5%	2.5%	无变动
2024年4季度核心PCE同比增速	2.6%	2.6%	无变动
2024年末联邦基准利率合意水平	5.1%	4.6%	+50bp

资料来源：美联储，中银证券

图表 4. 美国联邦基准利率未来走势预期：委员会成员预期（黄色点和绿色线）VS 市场预期



资料来源：彭博，中银证券

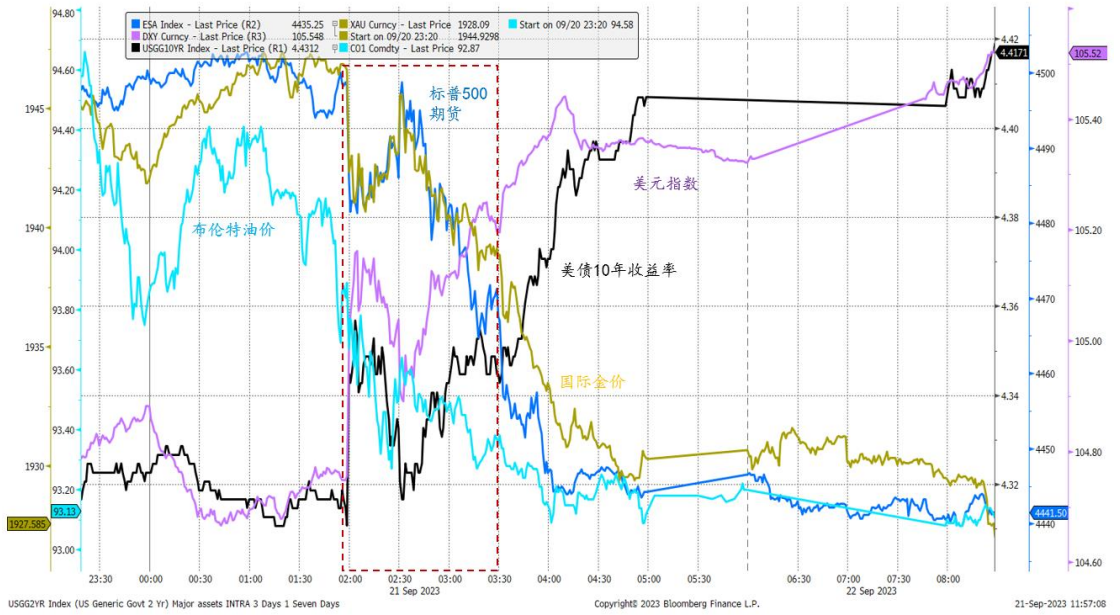
鲍威尔强调仍需“走一步看一步”。在记者会上，鲍威尔表示出了对近期经济数据的满意：一方面经济增速比预期的更强，另一方面通胀和就业数据也是不错的。但与此同时，他也反复强调过去 3 个月的“良好”数据是不足够的，美联储仍需观察未来更多的数据，并以此为基础对未来的货币政策做出判断。就近期的油价走高的冲击，鲍威尔表示短期的油价高涨的扰动并不会影响货币政策，但如果油价持续在高位，这将可能成为一个问题。

综合来看，本次 FOMC 暂停加息以及继续缩表基本符合市场预期，但是美联储委员会成员对于经济预测和 2024 年末合意利率水平的上调还是释放了超市场预期的鹰派信号。我们预期美联储本轮加息终点基准利率上限可能在 5.75%（也即今年年内仍可能有一次加息）。与此同时，“higher for longer”意味着美债利率（尤其是中长端）仍有上行风险。

二、鹰派信号带动“紧缩交易”回归

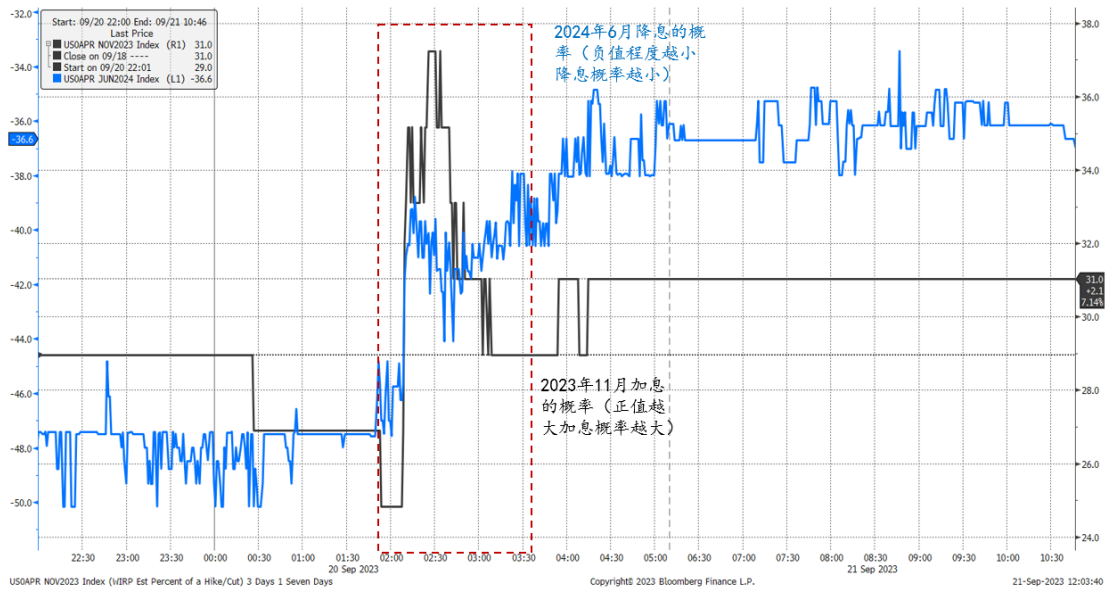
“美元涨，其余资产普跌”的“紧缩交易”再现；短期来看，美国通胀和就业数据仍将主导市场的整体走势。正如前文所述，尽管 9 月货币政策决议基本符合市场预期，但是委员会成员对经济和利率预测的调整释放了一定的鹰派信号，这使得决议公布后市场整体呈现出“美元涨，其余资产普跌”的“紧缩交易”特征。与此同时，市场对于 11 月加息预期也小幅走高，对于 2024 年降息的预期则显著收窄。短期来看，市场仍可能继续围绕美国的通胀和就业数据进行交易，各类资产也可能随之呈现普涨和普跌的态势。如果近期数据指向美国通胀仍有韧性，那么“higher for longer”驱动下的“紧缩交易”仍然可能继续，并推动美债收益率继续走高，其余各类资产（尤其是利率敏感类资产）也可能会面临进一步调整的可能性。

图表 5. 鹰派信号带动“紧缩交易”回归，除美元外的各大类资产普跌



资料来源：彭博，中银证券

图表 6. 市场对于 2023 年 11 月和 2024 年 6 月的加息/降息预期在会议期间的变动



资料来源：彭博，中银证券

风险提示：美国劳动力和通胀走势偏离预期。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分予任何其他人，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371