

美联储如期偏鹰

——美联储9月FOMC点评

2023年9月21日

宏观经济 事件点评

分析师 | 康明怡 电话：021-25102911 邮箱：kangmy@dxzq.net.cn 执业证书编号：S1480519090001

事件：

美联储暂停加息，联邦基金利率维持 5.25%~5.5%。

主要观点：

- 1、与上次会议一致，发布会态度继续略微偏鹰，继续强调通胀压力，对经济增长的描述从适度转向有力。
- 2、油价上行，通胀粘性略有上升，11月加息概率有所提升，明年降息幅度预期下降，但仍可回落至 5.25% 附近。
- 3、美国年内衰退概率不大，短期可承受小幅加息。
- 4、市场观点不变，即美十债波动范围上限 4.4%~4.65%；美股维持短期没有明显风险点，长期泡沫再次出现，长期仍维持中性。
- 5、美元继续保持相对强势。

发布会整体态度继续略微偏鹰。鲍威尔在新闻发布会中偏向强调通胀压力；承认就业市场开始出现缓和，但整体仍然紧绷；继上次提及研究人员取消了年内衰退的预测，转为经济放缓，本次认为经济增长比预期的要强，整体评估为“solid”。整场发布会中，鲍威尔基本没有提及经济下行风险。点阵图上调了对经济增长的预期，在加息终点分布没有变化的前提下，下调了明年降息幅度 50bp 至 5.25%。

通胀权重上升，经济不再是加息阻碍。鲍威尔提及近期消费数据良好，住宅市场投资触底有所回升。我们在以往点评中也提到，住宅市场是拖累前期 GDP 数据的首要因素，当它触底时，叠加三四季度为传统消费旺季，在本年度剩下 4 个月中美国经济下行风险很小，GDP 增速大概率高于上半年（此为季节性特征）。同时，由于俄罗斯和沙特限产，美国原油的战略储备处于历史低位，油价易涨难跌（图 1、2）。能源将再次对通胀产生局部压力，后续通胀回落幅度和速度或有减缓。因此，在左右美联储货币政策的两大驱动力经济增长和通胀之间，后者权重再次上升。

我们关于美国通胀和货币政策的观点。1) 我们从 2020 年始贯穿本轮疫情周期的通胀观点有二：一、通胀维持高位的时间比美联储预期的要长；二、通胀回落的幅度比美联储预期的要小。第二点是近期美联储政策持续偏鹰的主要原因。2) 维持政策利率长期高于 5.25% 未来衰退风险加大的判断（不在今年）。虽然点阵图降低了明年降息的幅度，但降息后的利率预期水平仍在 5.25% 附近。3) 美国经济短期可承受介于 2000 年和 2007 年政策利率高峰之间的利率区间：5.5~6.25%，但需要随着后期通胀形势的变化灵活调整，高于 5.25% 的时间不宜太长。1 年期国债利率已回到 FFR 上方，短端利差倒挂结束后并未反复，利率结构持续改善；近期 FFR 表现非常平稳，并未再次出现 3 月异常波动情况，这表明市场流动性尚可，可承受小幅加息（图 3、4）。由于加息过快，基于贷款、公司债券利率结构，利率压力尚未体现。一季度企业利息支出占总收入处于历史极低位，虽然企业部分杠杆高企，但实际债务压力极低，可以部分解释加息尚未导致衰退，但 1~2 年后随着旧债更新，非金融企业部门杠杆率将承压（图 10、11）。4) 若后续通胀环比数据能够延续 6~7 月回落态势，11 月可再次暂停，否则美联储可能仍会偏向加息。从发布会的态度来看，美联储对通胀的谨慎态度仍在影响加息决策，通胀的权重仍较高。5) 最早考察降息是否合适的时间段为 4 季度，若年末 CPI 同比低于 4.5%（即下半年通胀环比稳定在 0.3% 以下），则随后或有小幅降息的概率。

欧洲加息紧迫性远高于美国，但欧洲面临的取舍更难。正常周期中，政策利率不低于通胀才能起到遏制通胀的作用。即使考虑到目前宏观杠杆率远高于以往，两者也至少要接近。从这一角度来看，美联储基本完成加息进程，欧洲收紧货币政策的紧迫性显著高于美国（图 5~7）。但欧洲制造业 PMI 进一步恶化，8 月欧盟地区服务业 PMI 均落入收缩区间（图 9、9）。欧洲货币政策在通胀与衰退之间的取舍难度明显高于美国。虽然 9 月欧洲央行选择继续加息，但对后续动作鹰派显然语气不足。若欧洲后续选择停止加息，则经济滞涨风险提高。

市场方面，观点不变。美十债上限4.4%~4.65%。政策利率正常化引导市场利率正常化。美股观点不变，短期没有明显风险点，长期泡沫再次出现，长期仍维持中性谨慎。

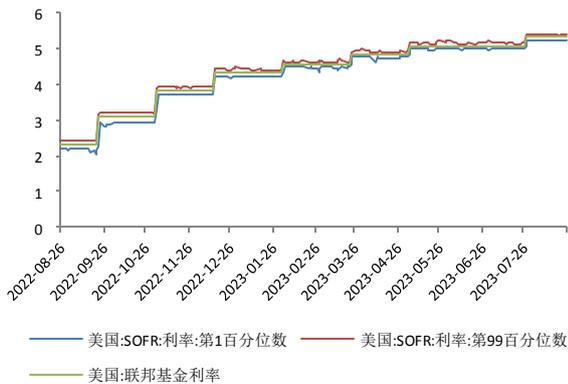
风险提示：海外通胀回落不及预期，海外经济衰退。

图1：原油价格再次上涨（美元）



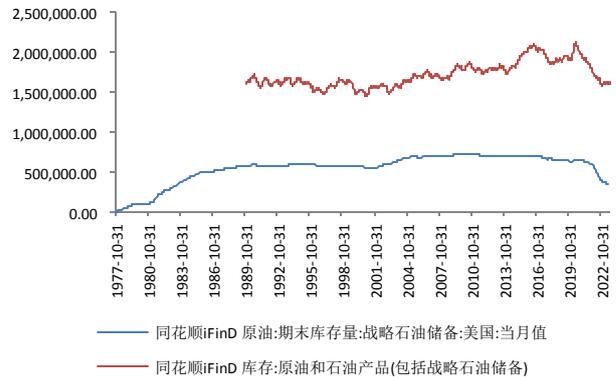
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图3：货币流动性稳定（%）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图2：美国原油储备处于较低位置（千桶）



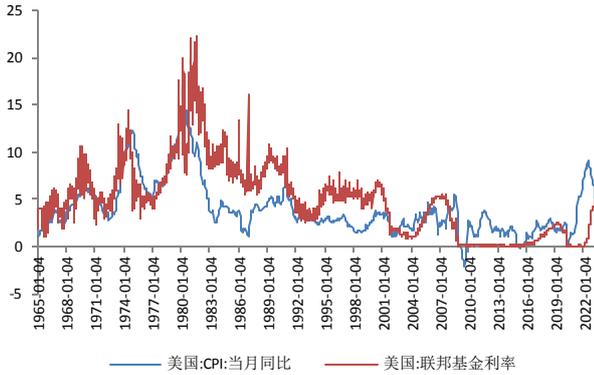
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图4：短端利差倒挂修复（1年期-FFR）（%）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图5：美国政策利率已高于CPI (%)



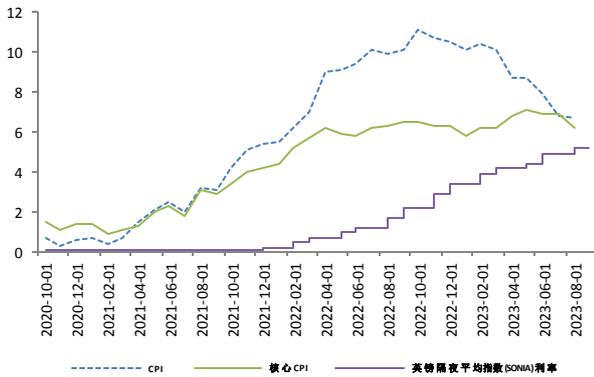
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图6：欧洲政策利率离终点尚有明显距离 (%)



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图7：英国政策利率离终点也有明显距离 (%)



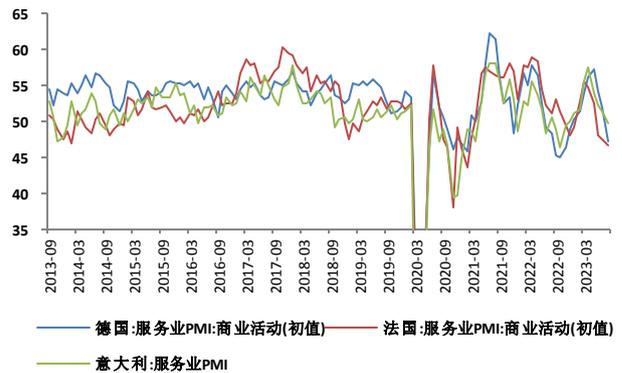
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图8：欧洲制造业再探低点



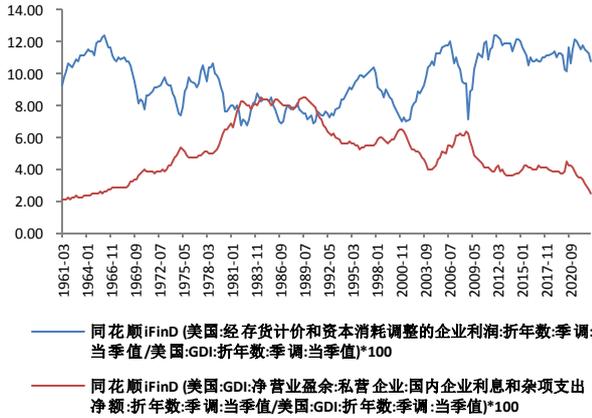
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图9：欧盟服务业PMI落至50以下



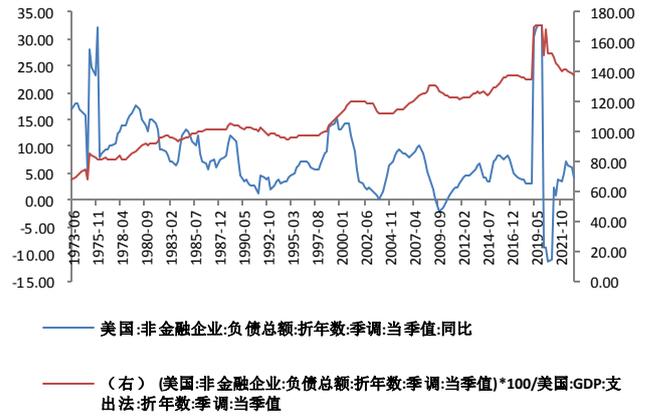
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图10: 企业部门利息负担处于极低位 (%)



资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图11: 企业部门杠杆高位 (疫情期间除外) (%)



资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
宏观普通报告	宏观普通报告: 美国通胀数据尚可, 关注9月	2023-09-15
宏观深度报告	宏观深度报告: 衰退继续延迟, 消费动能 略有减弱	2023-09-13
宏观深度报告	宏观深度报告: 衰退继续延迟, 消费动能略有减弱	2023-09-12
宏观普通报告	宏观普通报告: 美国劳动力市场紧绷进入中后期	2023-09-05
宏观普通报告	宏观普通报告: 美国服务业就业快速恢复期结束	2023-08-07
宏观普通报告	宏观普通报告: 美联储保留进一步加息空间	2023-07-28
宏观普通报告	宏观普通报告: 美国通胀压力下降	2023-07-14
宏观普通报告	宏观普通报告: 非农质量略降	2023-07-12
宏观普通报告	东兴宏观: 衰退延迟--2023年年中海外经济展望	2023-07-07
宏观深度报告	东兴宏观: 衰退延迟--2023年年中海外经济展望	2023-07-06

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

康明怡

经济学博士。分别就读于武汉大学、清华大学和明尼苏达大学，博士期间曾在明尼苏达大学、美联储明尼阿波利斯分行从事多年教学和访问工作。2010 年开始执教于复旦大学经济学院 985 平台，上海浦江人才计划项目。2017 年加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：010-66554070
传真：010-66554008

电话：021-25102800
传真：021-25102881

电话：0755-83239601
传真：0755-23824526