



研究所

分析师:袁野

SAC 登记编号:S1340523010002

Email:yuanye@cnpsec.com

研究助理:魏冉

SAC 登记编号:S1340123020012

Email:weiran@cnpsec.com

近期研究报告

《中美之间可能再现预期差》 -

2023.09.17

宏观研究

美联储的鹰派预期会照进现实么

● 核心观点

虽然9月份美联储议息会议表现为鹰派暂停,但是目前来看美联储货币政策操作的不确定性很高。在2021年11月的FOMC会议以前,面对持续高位运行的通胀,美联储一直坚持通胀暂时论的说法,但是在11月参加参议院听证会时,鲍威尔确认是时候放弃“暂时性”通胀的说法了。反映美联储对通胀数据的预期也会出现明显偏差。目前来看,美国经济中的不确定性因素在上升,并且2024年美国将再次进入大选年,不排除美联储在明年出现超预期降息的可能。

● 风险提示:

房地产市场超预期下行,政策落地执行扭曲,地缘政治冲突加剧。

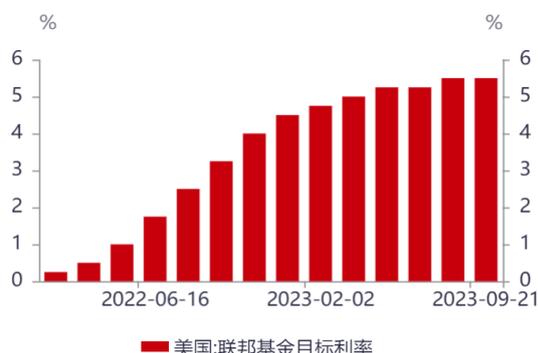
图表目录

| | |
|------------------------|---|
| 图表 1: 联邦基金利率..... | 3 |
| 图表 2: 美联储通胀预期..... | 3 |
| 图表 3: 美国通胀水平..... | 5 |
| 图表 4: 美国超额储蓄累积及消耗..... | 5 |

美东时间 9 月 20 日周三，美联储货币政策委员会 FOMC 会后宣布，联邦基金利率的目标区间维持 5.25%到 5.50%不变，如市场预期暂停加息。美股三大指数集体收跌，美元、美债收益率上行突破前期高点，黄金、人民币汇率下跌。

新加息模式持续，美联储年内第二次暂停加息。考虑前期加息的累积效应对经济增长和通胀形成了下行压力，同时家庭和企业信贷紧缩也对经济形成了紧缩影响，美联储在 9 月份暂停加息。确认了美联储的加息模式在今年下半年出现了新的改变。本轮美联储自 2022 年开启加息进程以来，其加息步伐呈现慢——快——慢的形式，2022 年 3 月首次加息步幅是 25bp，5 月提高至 50bp，6 月提高至 75bp，并一直持续至 2022 年 11 月，而 2022 年 12 月则放缓至 50bp，今年 2 月进一步放缓至 25bp，6 月开始采取加息——暂停的间隔式加息模式。因此，在本次会议暂停加息后，11 月加息成为新的关注点。

图表1：联邦基金利率



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表2：美联储通胀预期

| PCE预期 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 |
|--------|------|------|------|------|
| 202112 | 2.6 | 2.3 | 2.1 | - |
| 202203 | 4.3 | 2.7 | 2.3 | - |
| 202206 | 5.2 | 2.6 | 2.2 | - |
| 202209 | 5.4 | 2.8 | 2.3 | - |
| 202212 | 5.6 | 3.1 | 2.5 | - |
| 202303 | - | 3.3 | 2.5 | 2.1 |
| 202306 | - | 3.2 | 2.5 | 2.1 |
| 202309 | - | 3.3 | 2.5 | 2.2 |

资料来源：FED，中邮证券研究所

保留年内加息及 higher-for-longer 选项，展现鹰派倾向。会议最新点阵图显示，美联储官员预计 2023 年年底的联邦基金利率为 5.6%，与 6 月持平；预计 2024 年年底的联邦基金利率为 5.1%，较 6 月份预期的 4.6%上升。隐含年内还有一次加息，同时利率在高位持续的时间可能会更长，明年降息可能会更晚、幅度可能更小，目前市场给出的预期是 2024 年两次降息，首次在 9 月。与明年更高的利率水平一致的是，美联储上调了对经济、通胀预期，同时下调失业率预期。最新预期显示，2023 年、2024 年实际 GDP 增速预计分别为 2.1%、1.5%（6 月预期为 1.0%、1.1%），2023 年、2024 年、2025 年 PCE 预期分别为 3.3%、2.5%、2.2%

(6月预期为3.2%、2.5%、2.1%)，2023年、2024年、2025年失业率预期分别为3.8%、4.1%、4.1%（6月预期为4.1%、4.5%、4.5%）。反映美联储对于经济软着陆的预期在增强。鲍威尔在会后提到，准备在适当的情况下进一步加息；美国实际GDP增长超出预期，受到强劲的消费支出推动；降低通胀的前提是GDP增速一段时期内低于趋势水平；如果经济表现比预期更强劲，这意味着美联储将不得不采取更多措施来降低通胀。因此，即使本次会议暂停加息，但美联储官员对未来偏鹰派的利率预期导致市场调整政策预期。美联储掉期显示交易员将首次降息推迟到明年九月份。但是无论何种加息模式，面临当前美国微妙的经济格局，货币政策的决策依据都是美国经济基本面，即经济数据的表现，这也是鲍威尔一直在强调的，而这也决定了美联储的货币操作存在许多变数。

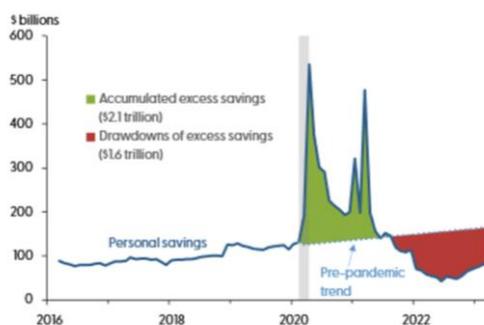
数据依赖模式下，美联储操作存变数。回顾本次美联储加息历史，其始终高度依赖数据对货币政策做出调整，这直接衍生出未来美联储货币操作的不确定性。一方面，从美联储自身预期及货币政策操作来看，其一致性出现裂缝。2022年6月美联储大幅上调当年通胀预期，对应了当月加息步幅达到正常步幅的3倍——75bp。2022年12月、今年3月美联储开始收敛加息步幅，相应的，进入2023年其对通胀的预期相对2022年更加稳定，只做小幅调整。虽然本次议息会议美联储再次上调通胀预期，但是对于今明两年的预期值并没有超过年初的预测，这与去年持续上调是完全不同的，因此美联储自身已经趋稳的通胀预期能否支撑其保持强硬存疑。

另一方面，美国经济数据本身的脆弱性在上升。在2021年8月达到峰值2.1万亿以后，美国居民超额储蓄持续净下降，美国经济研究机构“世界大型企业联合会”首席经济学家埃里克·伦德、达纳·彼得森估计目前已降至1900亿美元，可能会在年底前花光。而从居民收入增量看，虽然8月份非农时薪增速维持4.3%高位，但是移民的重新涌入可能迅速增加美国劳动力市场供给，从而拉低时薪水平。据英国新闻频道（GB News）报道，面对大量不断涌入纽约市的移民，纽约市长埃里克·亚当斯（Eric Adams）警告称，这场移民危机将“摧毁”整座城市。亚当斯表示，纽约市在两年前的时候才只接收了1.5万名移民，这个数字现在飙升至11万以上。美国锡耶纳学院（Siena College）一项调查显示，82%的人认为这是个严峻的问题，58%的人希望阻止移民从美国南部边境进入。存量超额储蓄的出清，

以及增量收入面临下调的风险，均对美国居民的消费能力构成负面影响。另外，美国将于 10 月份恢复学生贷款的偿还，在中断三年之后，数百万人将不得不把每月工资的一部分转回这些款项。这可能会导致每月减少约 90 亿美元的消费支出，进一步对美国居民消费形成负担。而在消费放缓的背景中，美国经济衰退的风险则可能会强化。届时，美联储面临的头号问题可能将转移至衰退上面，那么并非没有超预期降息的可能。

图表3：美国通胀水平


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表4：美国超额储蓄累积及消耗


资料来源：FRBSF，中邮证券研究所

综上，虽然 9 月份美联储议息会议表现为鹰派暂停，但是目前来看美联储货币政策操作的不确定性很高。在 2021 年 11 月的 FOMC 会议以前，面对持续高位运行的通胀，美联储一直坚持通胀暂时论的说法，但是在 11 月参加参议院听证会时，鲍威尔确认是时候放弃“暂时性”通胀的说法了。反映美联储对通胀数据的预期也会出现明显偏差。目前来看，美国经济中的不确定性因素在上升，并且 2024 年美国将再次进入大选年，不排除美联储在明年出现超预期降息的可能。

风险提示

房地产市场超预期下行，政策落地执行扭曲，地缘政治冲突加剧。

中邮证券投资评级说明

| 投资评级标准 | 类型 | 评级 | 说明 |
|---|-------|------|----------------------------|
| 报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；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。 | 股票评级 | 买入 | 预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上 |
| | | 增持 | 预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间 |
| | | 中性 | 预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间 |
| | | 回避 | 预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下 |
| | 行业评级 | 强于大市 | 预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上 |
| | | 中性 | 预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间 |
| | | 弱于大市 | 预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下 |
| | 可转债评级 | 推荐 | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上 |
| | | 谨慎推荐 | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间 |
| | | 中性 | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间 |
| | | 回避 | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下 |

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

电话：010-67017788
邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号
邮编：100050

上海

电话：18717767929
邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼
邮编：200000

深圳

电话：15800181922
邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼
邮编：518048