

## 加息进程已行至“最后一公里”，降息时点或在明年年中之后

### ——美联储9月货币政策会议点评与展望

研究发展部分析师 白雪 李晓峰

事件：北京时间9月21日周四凌晨，美联储货币政策委员会FOMC宣布将联邦基金利率目标区间保持在5.25%-5.50%不变，符合市场普遍预期。美联储货币政策声明表示，最近的指标表明美国经济稳步增长，近几个月就业增长放缓但仍保持强劲，失业率仍保持在低位，通胀率仍然很高。美国银行体系健全且富有韧性。家庭和企业的信贷条件收紧可能会对经济活动、就业和通胀造成压力，相关影响的程度仍然不确定。声明还显示，美联储依然高度关注通胀风险。委员会将继续评估更多信息及其对货币政策的影响。在确定适当的额外政策收紧程度时，美联储将考虑货币政策的累积收紧、货币政策对经济活动的影响、通胀的滞后性以及经济和金融的发展状况。

会后公布的9月经济预测数据(SEP)显示，与6月预测相比，美联储将今年的实际国内生产总值(GDP)增速预期中值上调了1.1个百分点至2.1%，将今年的通胀预期、核心个人消费支出(PCE)价格指数中值下调了0.2个百分点至3.7%。利率点阵图显示，联邦基金利率到2023年年末预计将达到5.6%，与此前持平；联邦基金利率到2024年年末预计将降至5.1%，较此前上升了0.5个百分点。

美联储主席鲍威尔记者会上表示，当前的利率是限制性的，给经济活动、就业和通胀已经带来下行压力。鉴于过去已取得的进展，“我们确实有能力在前进时保持谨慎”。他表示，美联储准备在适当的情况下进一步加息，并打算将货币政策保持在限制性水平，直到可以确信通胀正朝着2%的设定目标持续下降。

图1 2023年9月利率点阵图

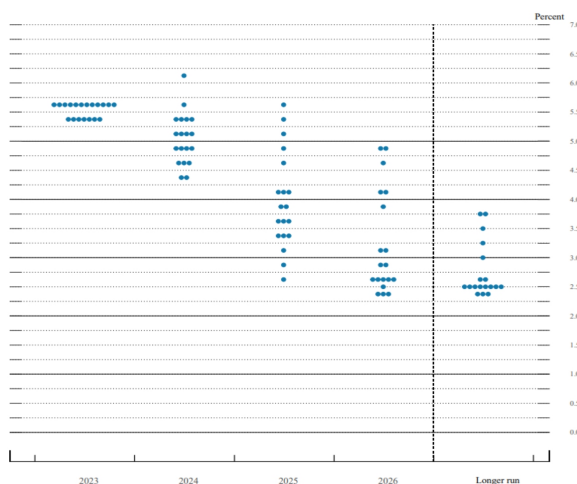


图2 2023年6月利率点阵图



对此，东方金诚解读如下：

7月会议以来，虽然部分指标增长超预期，但核心通胀和通胀预期大体保持平稳下行态势、就业市场降温势头进一步确认，加之实际消费需求疲弱，美联储继续紧缩的必要性不强，是本次会议维持利率不变的主要原因。

7月会议以来，一方面，美国核心通胀和通胀预期大体保持平稳下行态势，因油价因素导致的通胀读数波动，并未对美联储政策节奏形成本质扰动：8月美国CPI通胀同比虽反弹至3.7%，但主要是由于国际油价上涨和季节性因素对汽油价格、能源服务以及相关运输服务通胀的推升传导作用，涨幅可控；而核心通胀仍稳定处于下行通道——8月核心CPI同比降至4.3%，是自3月达到5.6%的高点以来连续第五个月保持下行，其中核心商品通胀及住房通胀环比继续回落，令核心CPI环比增速稳定保持在0.3%的温和水平。与此同时，通胀预期保持稳定，9月密歇根消费者通胀预期甚至回落0.3个百分点至2.7%。因此，7、8月由于油价因素导致的通胀读数波动，并未对美联储政策节奏形成本质扰动；另一方面，劳动力市场降温趋势得到进一步确认：8月新增非农就业降至18.7万，且6-7月合计下修11万，同时劳动参与率回升、失业率上行，7月职位空缺数以及职位空缺率快速回落，时薪环比增速超预期回落，均指向美国就业缺口已明显收窄，劳动力市场加速降温。此外，8月零售、休闲以及服务消费增速均回落，若剔除油价影响，零售环比增速仅为0.2%，不及7月0.5%的增速水平，显示美国实际消费需求疲弱，增长动能不足。由此，美联储再度紧缩的必要性不强，本次会议依然维持了“观望”态度。

近期油价波动对通胀水平产生一定扰动，加之部分经济数据依然具有较强韧性，货币政策对经济的抑制效果仍未完全显现，促使美联储在利率路径方面需要保留略显“鹰派”的前瞻性指引，以保留利率压力，控制市场预期。

总体而言，9月会议的主要增量信息有两点：一是对美国经济的展望呈现出“GDP增速上升、通胀持续顽固”的特征，翻倍上调2023年经济增速至2.1%，而2023年核心通胀仅温和下调至3.7%。二是从点阵图对利率的预期来看，在保留了2023年再加息一次（6月和9月对于2023年末利率的中位预期同样是5.6%）的同时，对于2024年的降息预测由100个基点“减半”至50个基点——2024年末利率的中位预期从6月的4.6%抬升至5.1%，对应降息次数也由四次减为两次。这两点增量信息表明，近期油价波动对通胀水平产生一定扰动，加之部分经济数据依然具有较强韧性，货币政策对经济的抑制效果仍未完全显现，促使美联储在利率路径方面需要保留略显“鹰派”的前瞻性指引：只要通胀仍处于高位、通胀目标尚未完全达成、失业率未出现未现大幅攀升（即美联储判断“硬着陆”的重要信号之一），美联储都需要持续保持利率的压力，并将市场的利率预期控制在高利率的边界之

中，这是本次美联储通过利率点阵图打击明年降息预期的主要原因。

未来利率路径方面，我们认为，虽美联储保留了年内进一步加息的政策空间，但在核心通胀处于稳定下行通道、劳动力市场可能加速降温，以及事件扰动的综合考量下，实际落地的可能性较为有限。

通胀方面，短期内全球原油供给仍然偏紧、受政策影响较大，可能会导致后续油价波动性较高，令能源通胀出现反复，从而制约总体 CPI 通胀的回落速度。但在全球经济需求偏下行的大环境下，我们判断，后期油价涨幅总体依然可控，再度出现剧烈升幅的可能性不大。去除油价影响，我们认为，当前处于限制性水平的高利率已经建立起了核心通胀的下行通道——鲍威尔在此前的讲话中，也已明确承认通胀，尤其是除住房以外的“超核心”通胀的下降已取得了进展。考虑到全球供应链缓解及美国二手车库存改善，二手车价格或将保持低迷，核心商品通胀将延续下行，加之近期金融条件收紧、薪资增速下行，核心 CPI 到今年年底还将延续回落趋势。就业方面，我们判断，美国就业市场将在以下三个因素的共振下加速降温：一是劳动参与率进一步提升；二是职位空缺加速回落将推动薪资增速进一步放缓，三是高利率的政策滞后效应及个别行业罢工导致招聘需求减弱。

由此，从后续核心通胀与就业的走势来看，美联储在年内继续加息的必要性在下降、阻力也在增多，加之近期全美汽车工人联合会开始在多州举行大规模罢工、政府停摆风险加剧，也会加剧经济滞胀形势，从而加大美联储后续的决策难度。由此，事件扰动下，我们判断，美联储年内对于加息的态度将尤为谨慎，在当前利率水平已经相当具有限制性的情况下，如果没有特别意外的经济数据，今年年内再度加息的可能性不大。

同时，我们也认为，在总体通胀区间波动、核心通胀持续回落的背景下，后续利率政策的关注重心将逐步由“利率高度”切换至“高利率的时间长度”。基于对基准情形下核心通胀的测算，美联储有望在明年年中前后开启渐进式降息。

本次会议后，我们认为，加息周期行至“最后一公里”已基本得到确认，2023 年年内是否再次加息已并非当前市场的主要关注焦点——尤其是鉴于此前高达 525 个基点的加息后，美国经济仍然保持韧性，即使再额外加息 25 个基点，短期内可能也并不会对经济造成超预期的边际影响。当前市场的普遍关注在于，何时能够从加息结束转向降息。我们认为，货币政策转向降息，需要看到核心通胀大幅回落，导致实际利率被动抬升并对经济形成明显约束。我们测算，基准情形下，若核心 CPI 能够在短期内继续维持环比 0.2%-0.3% 的增速，那么 2024 年一季度末至年中前后，核心 CPI 同比增速将有望触及 3% 左右的水平。由此，美联储有望最早在明年年中左右开启渐进式降息。

权利及免责声明：

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、研究观点等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以其他方式传播。未获书面授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方或/及发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

本研究报告的结论，是在最初发表本报告日期当日按照东方金诚的研究流程及标准做出的独立判断，遵循了客观、公正的原则，未受第三方组织或个人的干预和影响。东方金诚可能不时补充、修订或更新有关信息，也可能发出其他与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但没有义务和责任更新本报告并通知报告使用者。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本声明为本研究报告不可分割的内容，任何使用者使用或引用本报告，应转载本声明。并且，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。