

宏观数据点评

利率或将持续高位——美联储9月议息会议点评

2023年09月22日

【事项】

- ◆ 美国东部时间2023年9月20日，美国联邦公开市场委员会（FOMC）公布最新利率决议，维持基准利率水平在5.25%-5.50%区间。

【评论】

- ◆ **本次利率决议已提早被市场计入。**此次美联储暂停加息，与会前市场预期相同，FOMC声明文件整体延续7月表述，同时美联储修改经济基本面措辞，将经济温和扩张调整为稳健增长。
- ◆ **今年或仍有一次加息，2024年降息空间收窄。**9月FOMC会议公布的点阵图显示，联储官员预计今年年底时利率将处于5.5%-5.75%的水平，仍存在25个bp加息空间。更受市场关注的是，美联储将2024年利率终点由6月预测的4.6%上调至5.1%，即从隐含的4次25个bp降息空间缩窄至2次25个bp降息，并将2025年终端利率由3.4%上调至3.9%。
- ◆ **大幅调整经济预测，确认经济韧性。**9月议息会议发布的SEP中上调了GDP、PCE预测，下调了失业率预测。鲍威尔在新闻发布会上表示，今年以来实际GDP增长超预期，联储将谨慎评估未来数据及不断变化的前景和风险。8月CPI同比反弹，进一步压制美联储宽松空间。
- ◆ **市场预期频繁抢跑，不宜对美联储降息过于乐观。**今年3月以来市场过于乐观的宽松预期逐步向美联储指引修正，往后看，我们认为尽管目前已处于加息周期末端，但通胀在原油减产、UAW罢工等扰动下仍存在反复可能，而美联储将持续采取紧缩性政策直至2%的长期通胀目标达成，对未来宽松预期不宜过高，同时需谨慎关注高利率下海外流动性风险。

【风险提示】

- ◆ 美国资本市场风险
- ◆ 海外通胀超预期

 东方财富证券
Eastmoney Securities

挖掘价值 投资成长

东方财富证券研究所

证券分析师：曲一平

证书编号：S1160522060001

联系人：陈然

电话：18811464006

相关研究

《经济温和修复——8月经济增长数据点评》

2023.09.18

《政府债券支撑社融回暖——8月货币数据点评》

2023.09.12

《新订单重返扩张区间，国内复苏持续——8月PMI数据点评》

2023.09.04

《经济恢复基础待加固，预计政策由观察期进入发力期——7月经济增长数据点评》

2023.08.21

《如何看待近期汇率波动，后续怎么看？》

2023.08.14

1. 加息周期临近末端，降息仍将遥远

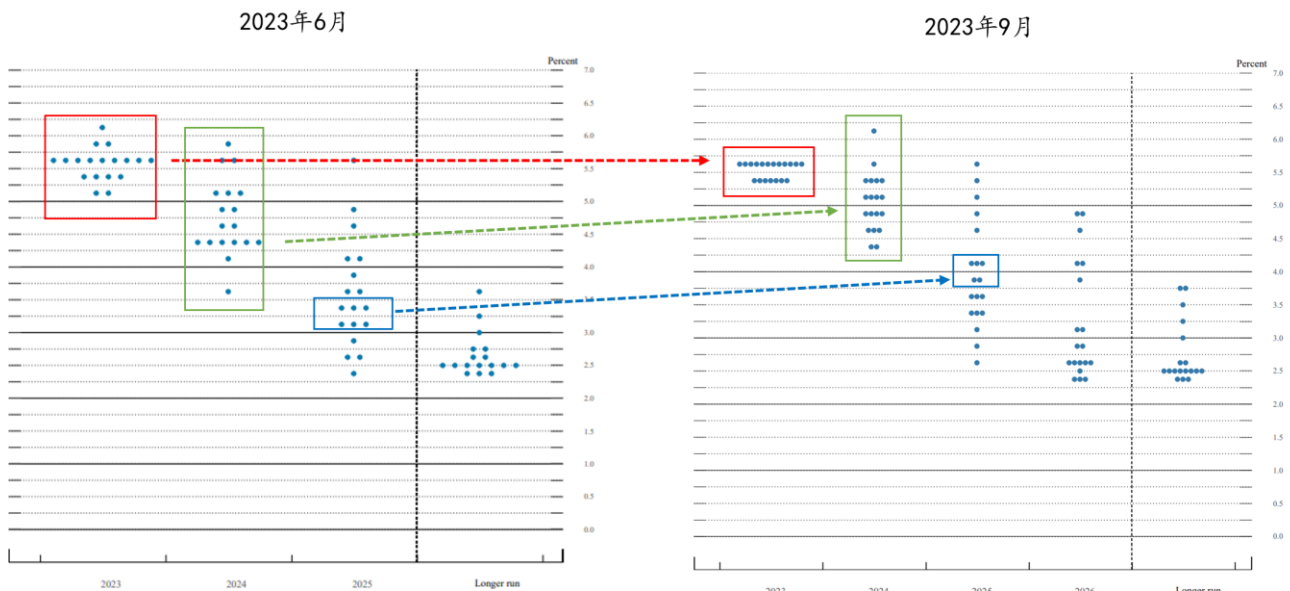
本次利率决意已提早被市场计入。此次美联储暂停加息，维持美国联邦基金利率于 5.25-5.50%，根据芝商所 FedWatch 工具，早在本月初利率期货市场隐含 9 月不加息的概率达到 94%，此次决议完全被市场计入。

联储声明文件延续过往表述，经济增长稳健、就业保持强劲。本次 FOMC 会议声明文件整体延续 7 月议息会议及 8 月杰克逊霍尔会议表述，在经济基本面方面，由 7 月声明中的“经济活动一直在以温和的速度扩张 (moderate)”调整为本次声明中“稳步扩张 (solid)”，就业增长由“强劲”调整为“就业放缓但仍保持强劲”，在未来加息评估上延续“委员会将继续评估更多信息及其对货币政策的影响”。

今年或仍有一次加息，2024 年降息空间收窄。2023 年 9 月 FOMC 会议公布的点阵图显示，联储官员预计今年年底时利率将处于 5.5%-5.75% 的水平，仍存在 25 个 bp 加息空间。更受市场关注的是，美联储将 2024 年利率终点由 6 月预测的 4.6% 上调至 5.1%，即从隐含的 4 次 25 个 bp 降息空间缩窄至 2 次 25 个 bp 降息，并将 2025 年终端利率由 3.4% 上调至 3.9%。受此影响，美国 10 年期国债收益率自会议后一路上行突破 4.4%，为 2007 年以来首次。

市场预期与美联储仍存分歧。根据芝商所 FedWatch 工具，2023 年 11 月美联储维持目前利率水平的概率达到 78%，且将维持这一利率水平直至 2024 年 7 月，2024 年预计降息两次各 25 个 bp。

图表 1：此次会议上调 2024 年终端利率预期



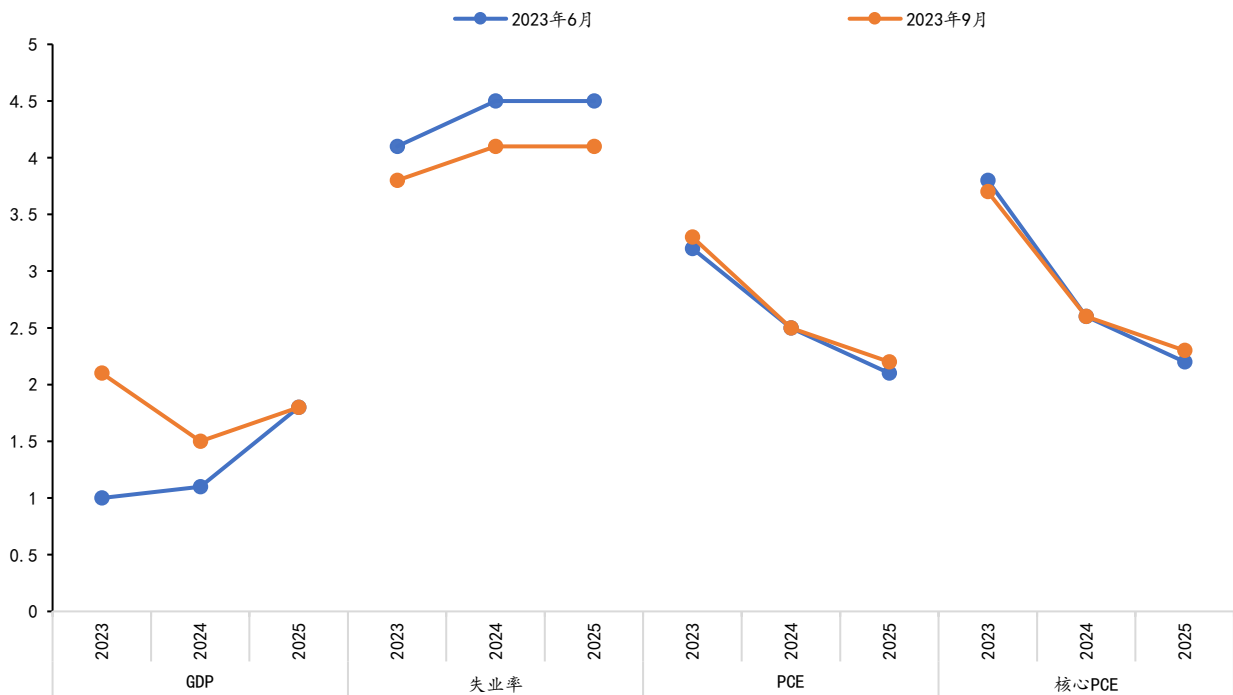
议息会议时间	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575	575-600
2023/11/1		0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	69.00%	31.00%	0.00%
2023/12/13	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	53.20%	39.70%	7.10%
2024/1/31	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	51.00%	40.20%	8.40%
2024/3/20	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	7.10%	49.50%	35.80%	7.30%
2024/5/1	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	2.00%	19.20%	45.60%	27.70%	5.30%
2024/6/12	0.00%	0.00%	0.00%	0.70%	7.90%	28.20%	39.50%	20.10%	3.60%
2024/7/31	0.00%	0.00%	0.30%	4.00%	17.30%	33.50%	30.50%	12.40%	2.00%
2024/9/18	0.00%	0.20%	2.30%	11.20%	26.00%	31.80%	20.70%	6.80%	0.90%
2024/11/7	0.10%	1.20%	6.60%	18.30%	28.80%	26.50%	14.00%	4.00%	0.50%
2024/12/18	0.90%	5.00%	14.90%	25.80%	27.20%	17.60%	6.90%	1.50%	0.20%

资料来源：美联储官网，芝商所 FedWatch 工具，东方财富证券研究所，数据截至 2023 年 9 月

2. 偏鹰的表述源于经济韧性超预期

美联储大幅调整经济数据预测，进一步确认美国通胀及经济增长韧性。此次 FOMC 会议发布的 SEP (Summary of Economic Projections) 中，大幅上调 2023 年 GDP 预测至 2.1%，将 2023 年失业率预测由 4.1% 下调至 3.8%，2023 年 PCE 预测上调 0.1 个百分点至 3.3%，但核心 PCE 下调 0.2 个百分点至 3.7%，并预计于 2026 年达到长期通胀目标 2%。

图表 2：9 月经济预测上调 GDP、PCE 预测，下调失业率预测



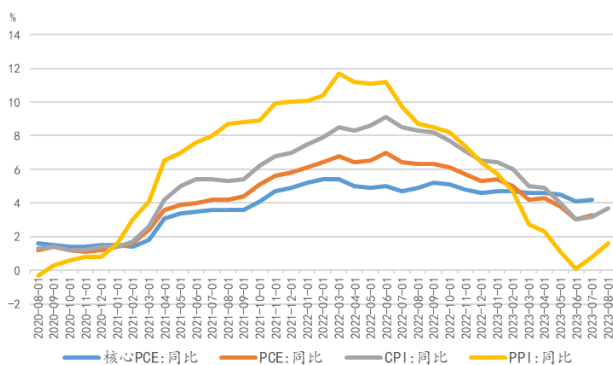
资料来源：美联储官网，东方财富证券研究所

经济增长超预期，“软着陆”可能但仍需谨慎。鲍威尔在新闻发布会上表示，今年以来实际 GDP 增长超预期，联储将谨慎评估未来数据及不断变化的前景和风险。目前的实际利率远高于主流预测的中性利率水平，但在精确衡量政

策立场时存在固有的不确定性。在确定进一步收紧政策的程度时，FOMC 将考虑货币政策的累计收紧程度、货币政策对经济活动和通胀影响的滞后程度，以及经济和金融发展。

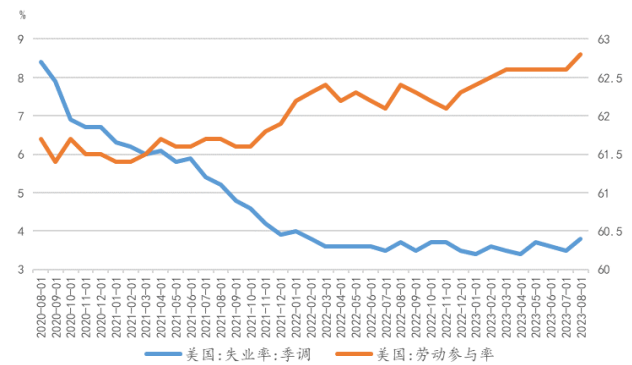
通胀边际抬头，美联储难言降息。8 月 CPI 同比 3.7%，较前值 3.2% 反弹 0.5 个百分点，环比 0.6%，核心 CPI 同比上涨 4.3%，前值为 4.7%。根据美联储预计，8 月 PCE 同比 3.4%，剔除食品和能源的核心 PCE 同比 3.9%。但随着就业需求放缓、劳动参与率提升，服务通胀有望缓解。我们认为除基数效应外，通胀数据的环比走强主要源于原油价格上涨带动能源分项及交通运输，在原油价格进一步走强基础上，通胀数据存在边际走高可能，继续制约美联储货币政策宽松空间。

图表 3：美国通胀数据边际走高



资料来源：Choice 宏观板块，东方财富证券研究所，数据截至 2023 年 8 月

图表 4：美国劳动参与率提升



资料来源：Choice 宏观板块，东方财富证券研究所，数据截至 2023 年 8 月

市场预期频繁抢跑，不宜对美联储降息过于乐观。自今年 3 月海外中小银行危机以来，市场持续低估高利率区间维持时长，根据芝商所 Fedwatch 工具显示，市场由今年 3 月预期于 2023 年 7 月首次降息，至 7 月 FOMC 会后市场预期 2024 年 3 月首次降息，直至目前市场预期进一步向美联储指引修正，即 2024 年降息共 50 个 BP。往后看，我们认为尽管目前已处于加息周期末端，但通胀在原油减产、UAW 罢工等扰动下仍存在反复可能，而美联储将持续采取紧缩性政策直至 2% 的长期通胀目标达成，对未来宽松预期不宜过高，同时需谨慎关注高利率下海外流动性风险。

【风险提示】

美国资本市场风险
海外通胀超预期

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师申明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。