

美国加息周期或“更高更久”

——2023 年 9 月美联储议息会议点评

美东时间 9 月 20 日，美联储召开议息会议，宣布将联邦基金利率区间维持在 5.25-5.5% 区间，缩表上限按计划维持每月 950 亿美元，但同时释放了明确的鹰派信号。议息会议后，美股三大指数全面收跌；美国国债收益率全面上行，收益率曲线倒挂加剧；美元走强，人民币汇率承压，黄金价格震荡。

一、经济研判：更为乐观

总体上看，美联储对美国基本面的判断更为乐观，对经济增长的表述从“温和扩张”（**expanding at a moderate pace**）变为了“稳步扩张”（**expanding at a solid pace**）。三季度以来超预期的经济数据让美联储相信本轮加息周期不会令经济增速低于潜在水平，抗通胀进展将持续顺利，劳动力市场也将以一个很低的代价实现再平衡。

增长方面，美联储表示经济活动比几乎所有委员所预期的更为强劲，大幅上调了对未来两年 GDP 增速的预期。美联储将 2023 年 GDP 增速预测从二季度的 1.0% 大幅上调至 Q3 的 2.1%，将 2024 年预测从 1.1% 上调至 1.5%。如此一来，2023-2024 年美国经济增长预测均值达 1.8%，与美联储长期增长中枢预测值一致。

通胀方面，美联储表示倾向于淡化能源价格的短期波动，表明核心通胀在货币政策决策中更为关键。油价上涨令美联储将 2023 年底 PCE 通胀预测值从二季度的 3.2% 小幅上调至 3.3%，但将核心 PCE 通胀预测值从 3.9% 下调至 3.7%。

就业方面，美联储对劳动力市场“软着陆”的预期有所强化，对就业形势的表述从“强劲增长”（**have been robust in recent months**）变为了“有所放缓但仍然强劲”（**have slowed in recent months but remain strong**），认为可在失业率没有大幅上升的基础上实现劳动力供求平衡。

2023 年失业率预测值从第二季度的 4.1% 进一步下调至 Q3 的 3.8%，2024 和 2025 年底的失业率预测值均从 4.5% 下调至 4.1%。

二、政策立场：鹰派暂停

与 6 月会议类似，9 月议息会议美联储再度鹰派暂停，尽管政策利率维持不变，但释放了未来大概率将进一步加息的政策信号。6 月议息会议 18 名委员一致认为还将进一步加息，9 月议息会议 19 名委员中的 12 名认为还将进一步加息，显示当前美联储内部对未来的政策利率路径看法仍存分歧。

美联储大幅调低了明年的降息预期，点阵图的中长期利率路径大超市场预期，鲍威尔表示中性利率水平可能已经上行。三季度点阵图中位数显示美联储明年降息幅度仅为 50bp，仅为二季度（100bp）的一半，指向直至明年年底政策利率水平仍然位于 5% 上方，显著高于美联储预期的长期利率水平（2.5%）。

三、前瞻：更高更久

前瞻地看，在软着陆预期空前浓烈、再通胀风险明显上升的情况下，美联储倾向于进一步收紧货币政策，政策利率或“更高更久”。受财政扩张支撑，美国消费和经济韧性或在年内持续。但我们倾向于认为，美联储对明年经济的预期可能过于乐观。随着财政扩张力度转弱，叠加货币紧缩的滞后效应进一步发酵，美国经济仍将显著转冷。值得注意的是，当前美联储预期 9-12 月失业率不再进一步上行，但如若失业率发生超预期上行，美联储仍有可能提前终结本轮加息。

资产价格方面，美股或在高估值和高利率的双重影响下持续承压；美债收益率预计在市场预期持续偏鹰的影响下维持高位，如若再通胀预期进一步发酵，不排除进一步上行的可能。美元大概率保持强势，人民币也将继续承压。黄金或将延续调整行情。美元流动性宽松，短期资金供给充裕。隔夜 5.37%，1W 5.46%，1M 5.7%，3M 5.79%。

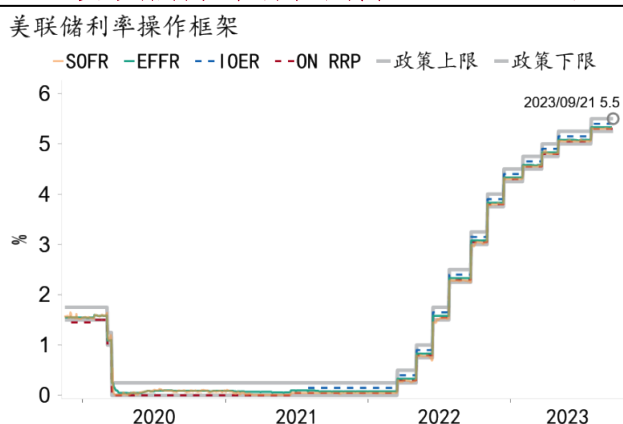
(招商银行研究院 资产负债管理部 纽约分行)

表 1: 美联储议息会议声明文本对比

类型	2023 年 9 月 20 日	2023 年 7 月 26 日
经济表现	经济稳步 (solid) 扩张。	经济温和(moderate)扩张。
	近几个月就业有所放缓, 但仍然保持强劲, 失业率维持低位。	就业持续多月增长强劲, 失业率维持低位。
	信用条件收紧可能令经济承压, 幅度尚不确定, 银行系统仍然安全有韧性。 委员会持续高度关注通胀风险。	信用条件收紧可能令经济承压, 幅度尚不确定, 银行系统仍然安全有韧性。 委员会持续高度关注通胀风险。
货币政策	委员会坚定致力于将通胀率恢复到 2% 的目标。	委员会坚定致力于将通胀率恢复到 2% 的目标。
	委员会决定将联邦基金利率的目标范围 维持 在 5.25 至 5.5%。	委员会决定将联邦基金利率的目标范围 提升 至 5.25 至 5.5%。
	为确定多大力度的“增量巩固性政策”是适当的, 委员会将考虑货币政策的累计紧缩效果、货币政策的滞后性、经济和金融情况的后续发展。	为确定多大力度的“增量巩固性政策”是适当的, 委员会将考虑货币政策的累计紧缩效果、货币政策的滞后性、经济和金融情况的后续发展。
	委员会将继续减少其持有的国债、机构债务和 MBS。	委员会将继续减少其持有的国债、机构债务和 MBS。
投票情况	全票通过。	全票通过。

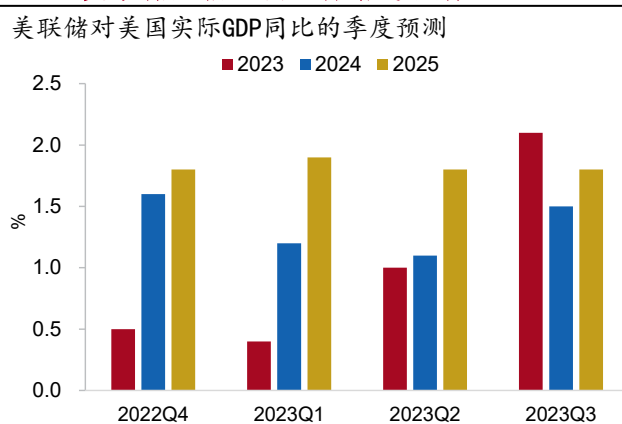
资料来源: 美联储、招商银行研究院

图 1: 美联储将政策利率维持在 5.25-5.5% 区间



资料来源: Macrobond、招商银行研究院

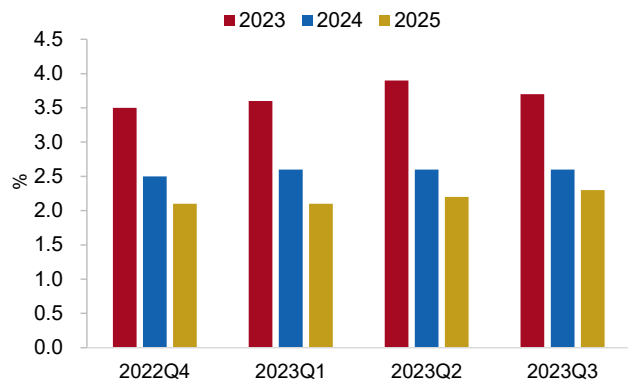
图 2: 美联储大幅上调经济增速预期



资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图 3: 美联储下调年底核心 PCE 通胀预测值

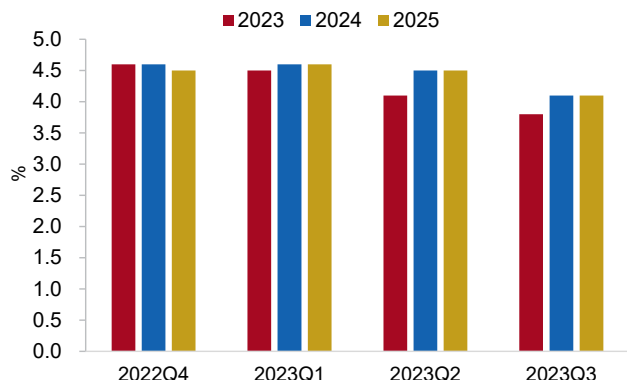
美联储对美国核心PCE通胀的季度预测



资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图 4: 美联储下调年底失业率预测值

美联储对美国失业率的季度预测



资料来源: Macrobond、招商银行研究院