

【每周经济观察】

国内房地产优化政策提速，
美联储跳过加息但点阵图偏鹰

广州期货研究中心

2023年9月22日



要点：国内房地产优化政策提速，美联储跳过加息但点阵图偏鹰

- **一周行情回顾：**股市“绝地反弹”，债市窄幅波动，商品整体回调。
- **我国利率、汇率市场跟踪**
 - **利率：节前资金面偏紧，长端利率维持在降息前的2.65%以上水平。**经济数据筑底特征及房地产优化政策加快推出对债市情绪形成持续扰动，上周财政部宣布22日发行计划外5Y国债，9月地方债发行维持高速，节前资金面偏紧，长端利率反弹至降息前的2.65%以上水平后窄幅波动。9月PMI数据及十一假期消费情况将决定节后情绪方向。
 - **汇率：人民币汇率维持双向宽幅震荡。**上周在外汇市场自律机制会议释放明确稳汇率信号以及8月经济数据筑底特征明显等支撑下，人民币汇率明显反弹，而本周在美联储加息预期加重带动美元指数走强等驱动下，人民币重回弱势。如我们前期分析，我国短期基本面走出“独立行情”的概率较低，后续人民币汇率跟随美元指数的概率较大。结合我们对美国经济韧性、就业市场、通胀问题的判断，我们认为人民币汇率将仍低位运行，处宽幅震荡、反复磨底阶段。
- **美联储9月议息会议点评**
 - **美联储9月如期跳过加息，点阵图再度传递鹰派信号。**根据点阵图，年内利率预测中值维持在5.6%，即年内再加息1次，对2024年利率预测中值上调至5.1%，即2024年降息次数从6月预测的4次减少至2次，降息幅度由100bp降低至50bp，对2025年利率预测中值上调至3.9%。在年内加息未止、明年降息节奏放缓的预期路径下，美联储大幅上调2023年GDP增速预测，下调失业率及核心通胀预测，对2024年GDP增速亦小幅上调，说明美联储对经济韧性的看法较为坚定。
 - **议息会议声明措辞及鲍威尔新闻发言中性偏鹰。**声明措辞略有调整，对经济韧性更为乐观。鲍威尔新闻发言强调货币政策前景取决于后续数据的表现。
 - **美联储内部对实际利率的评估及合理水平存在分歧，或成为后续货币政策决策的关键变量。**鲍威尔在新闻发布会表示未来几年实际中性利率的水平可能比之前预计的更高。结合点阵图对明年利率中值上调、通胀水平维稳的预测，亦显示实际利率的预期抬升。
 - **市场对货币政策转向的预期明显降温，但较点阵图乐观。**议息会议后加息预期再起，美元指数、美债收益率快速上涨，美债10Y收益率突破2007年以来新高，美股市场收跌。利率期货显示，市场对11月加息预期为30%，对12月加息预期为48%，对明年上半年降息的累计概率从月初的82%下修至目前34%，至2024年底利率降至低于5%的累计概率70%，整体较9月点阵图乐观。
 - **我们认为点阵图更多为预期管理，为货币政策留有空间，其节奏仍取决于经济和就业市场的发展态势。**若通胀维持偏弱态势、就业和消费市场降温、金融条件收紧，加息将按下暂停键，我们维持前期观点，即认为年内不加息、高利率维持相当长一段时间的概率较大。
- **风险提示** 海外经济衰退超预期；地缘政治形势超预期演变；国内稳增长政策不及预期

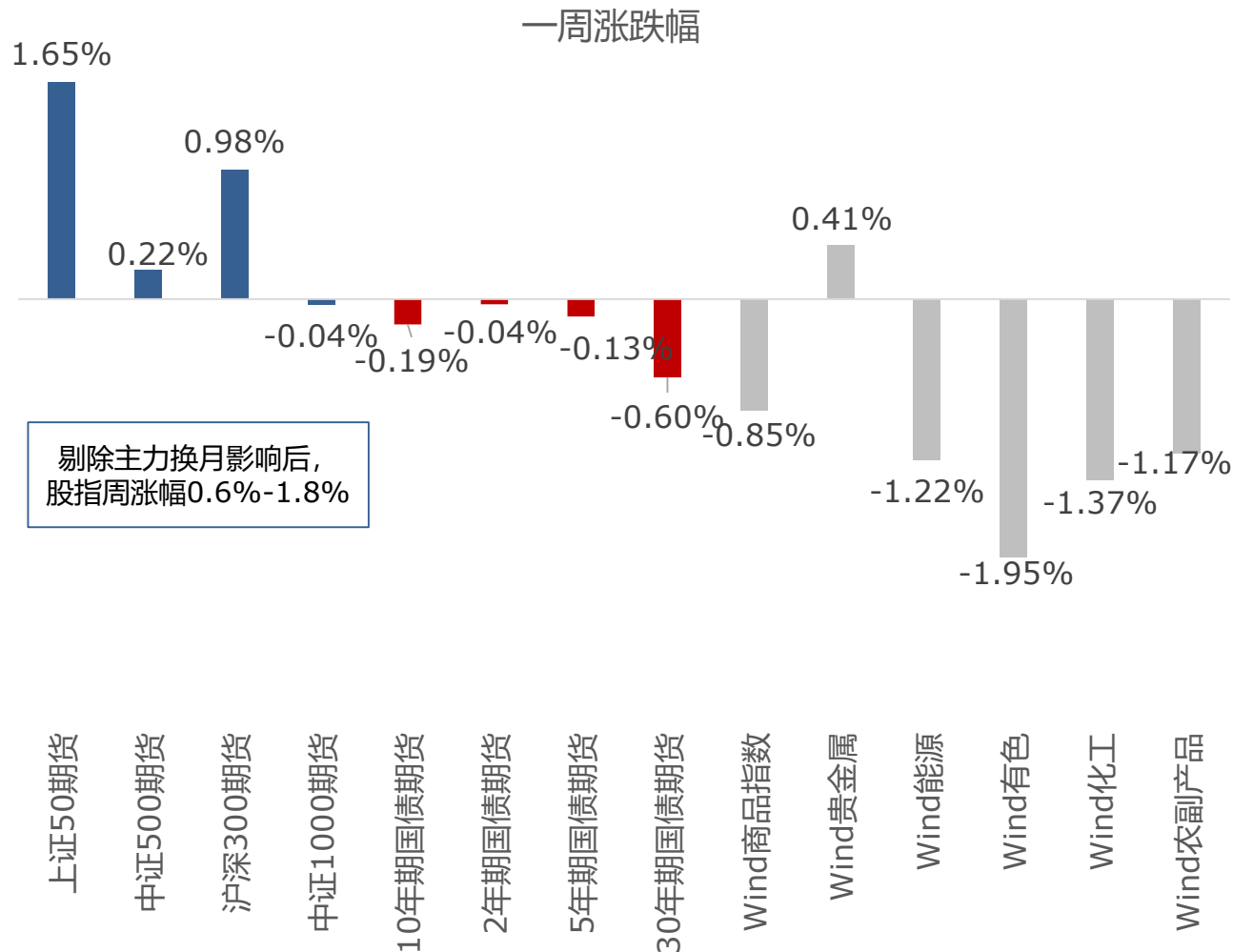
第一部分

一周行情回顾



行情回顾：9月18日-9月22日，股市“绝地反弹”，债市窄幅波动，商品整体回调

- 本周房地产优化政策加快出台，化债政策、平准基金等政策传闻不断，而数据真空期下现实未得印证，市场情绪波动但整体仍脆弱。权益市场周五绝地反弹收复本周跌幅，期债市场出现n型行情，商品市场整体回调



- 9月LPR报价出炉：1年期LPR报3.45%，5年期以上品种报4.20%，维持不变
- 9月20日举行国务院政策例行吹风会，国家发改委和工信部、财政部、央行有关负责人解读经济形势和政策，并回应人民币汇率走势、工业经济运行情况、降低存量房贷利率落实情况等热点问题
- **广州放松限购政策**：将原本限购区域的9区调整为越秀、海珠、荔湾、天河、白云、南沙6区，且非本市户籍家庭限购区域购房社保年限由原来的5年降为2年，南沙由原来的3年降为2年
- **美联储9月如期跳过加息，点阵图再度传递鹰派信号**
- **欧央行将三大主要利率均上调25bp**，自去年7月以来累计加息10次累计加息450bp
- **英国央行维持基准利率在5.25%不变**，在连续加息14次后按下暂停键
- 9月19日，OECD公布经济前景展望报告，**将2023年全球增长预测上调至3.0%，将2024年下调至2.7%**
- 欧元区9月制造业PMI初值43.4，预期44，8月终值43.5

OECD最新经济预测上调今年全球GDP增速，下调明年增速

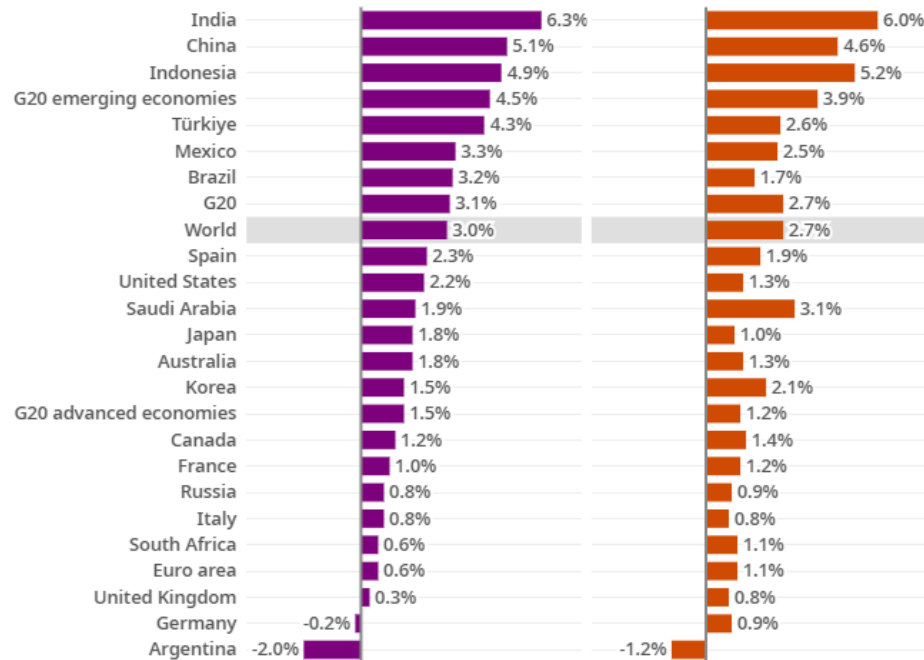
- 经合组织（OECD）指出，因美国经济强于预期，将2023年全球GDP预测从2.7%上调至3.0%，德国预计将成为今年唯一陷入衰退的主要经济体。但利率持续位于高位将使得2024年经济增长乏力，将2024年全球GDP预测较此前的2.9%下调至2.7%

根据OECD预测，全球及大部分国家2024年经济增速低于今年

比较最新预测较6月的变化，下调了对欧盟、我国今年GDP增速预测，下调了除美国外大部分经济体明年的增速预测

GDP projected growth rates for 2023 and 2024

Year-over-year, %



Source: OECD Economic Outlook, Interim Report September 2023.

实际GDP 增速	2022年实际		2023年预期		2024年预期	
			9月预测	比6月变化	9月预测	比6月变化
全球		3.3	3.0	0.3	2.7	-0.2
美国		2.1	2.2	0.6	1.3	0.3
欧盟		3.4	0.6	-0.3	1.1	-0.4
德国		1.9	-0.2	-0.2	-0.9	-0.4
法国		2.5	1.0	0.2	1.2	-0.1
意大利		3.8	0.8	-0.4	0.8	-0.2
英国		4.1	0.3	0.0	0.8	-0.2
日本		1.0	1.8	0.5	1.0	-0.1
韩国		2.6	1.5	0.0	2.1	0.0
中国		3.0	5.1	-0.3	4.6	-0.5

下周大事关注日历

9月25日 星期一	9月26日 星期二	9月27日 星期三	9月28日 星期四	9月29日 星期五	9月30日 星期六	10月1日 星期日
					<ul style="list-style-type: none"> ➤ 我国9月官方PMI数据、非官方PMI数据 	
	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 美国8月新房销售数据 		<ul style="list-style-type: none"> ➤ 美国二季度GDP终值 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 美国8月个人消费支出数据, 8月PCE数据, 9月密歇根大学消费者指数 ➤ 欧盟9月经济景气指数, 欧元区9月消费者信心指数 		

第二部分

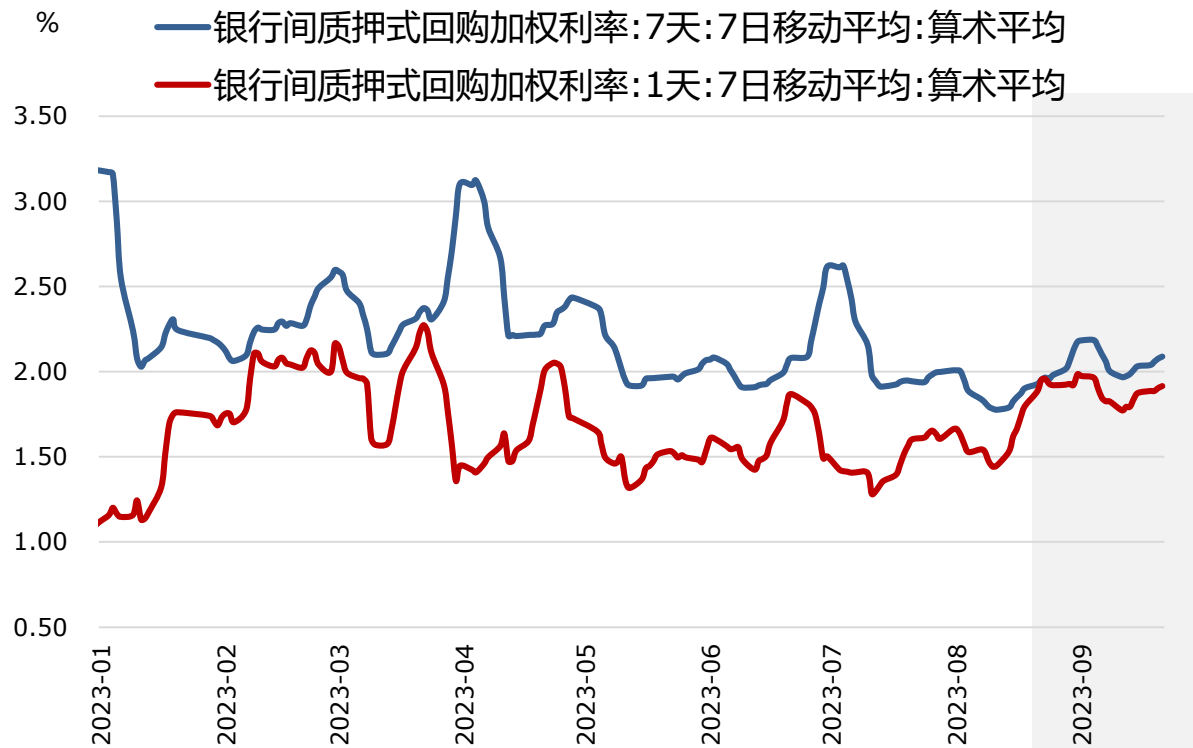
利率、汇率市场跟踪



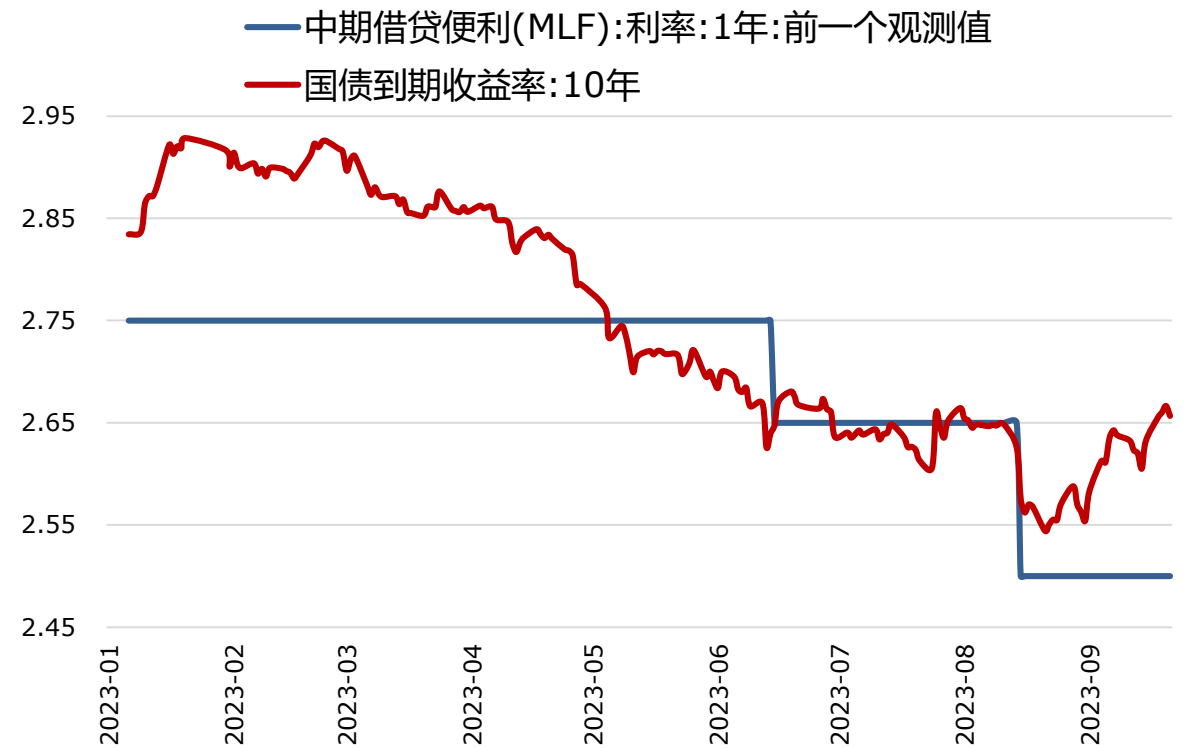
利率：节前资金面偏紧，长端利率维持在降息前的2.65%以上水平

- 8月降息后，受地方债发行放量、理财产品出现部分赎回压力等影响，资金面偏紧，银行成本端下行幅度有限，为确保宽信用效果落地、引导融资成本进一步下行，央行于9月再度降准释放流动性，9月MLF利率及LPR报价持平
- 经济数据筑底特征及房地产优化政策加快推出对债市情绪形成持续扰动，上周财政部宣布22日发行计划外5Y国债，9月地方债发行维持高速，节前资金面偏紧，长端利率反弹至降息前的2.65%以上水平后窄幅波动。9月PMI及十一假期消费情况将决定节后情绪方向

8月中旬以来资金利率收紧，降准释放流动性但节前整体维持偏紧格局



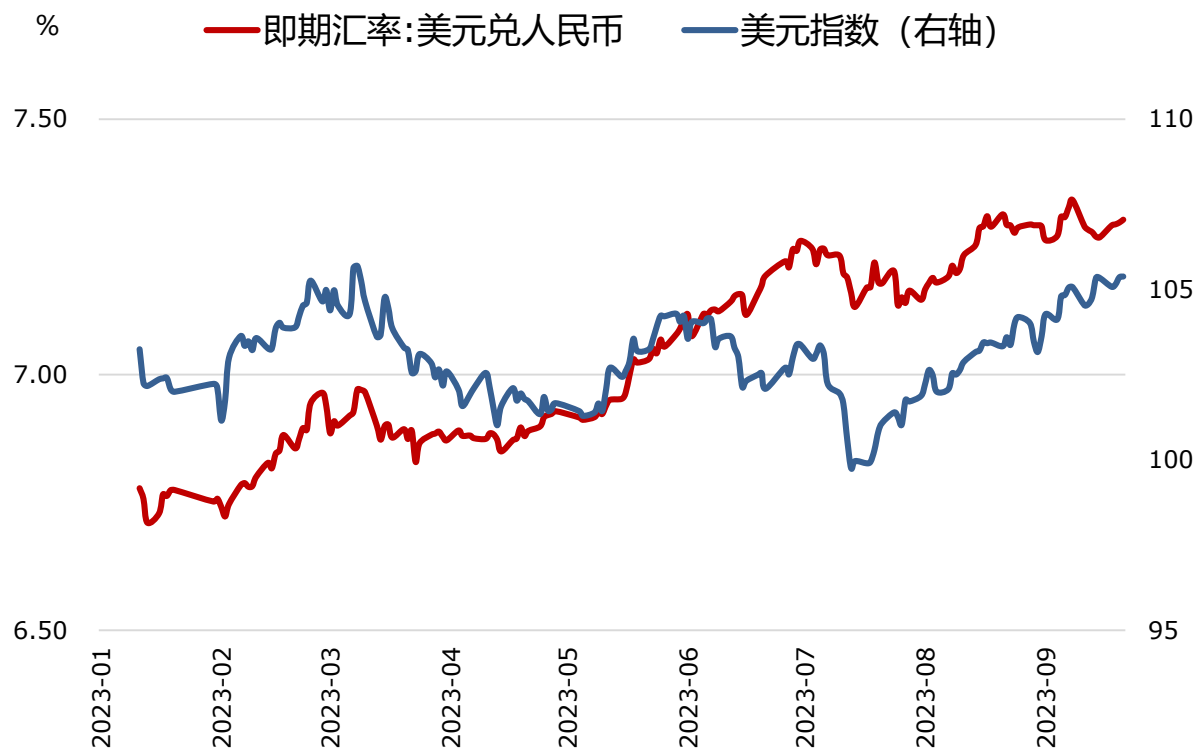
8月降息后长端利率走势克制，主要受情绪面和资金面制约



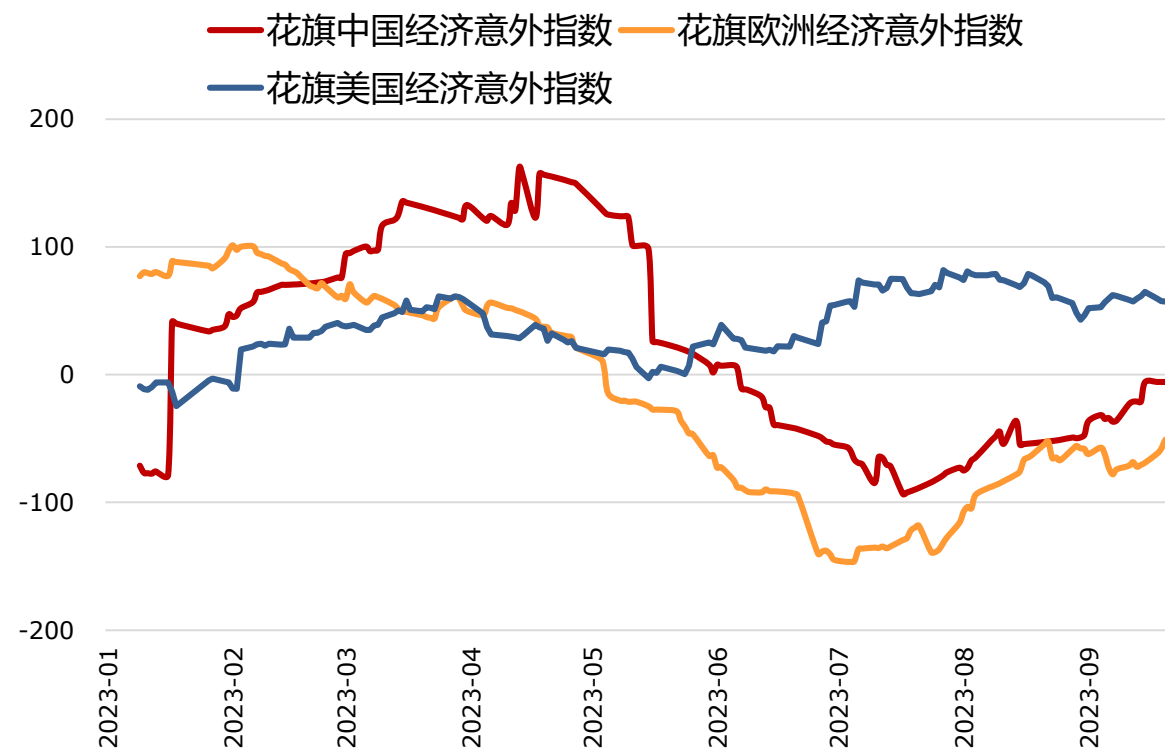
汇率：人民币汇率维持宽幅震荡

- 上周在外汇市场自律机制会议释放明确稳汇率信号以及8月经济数据筑底特征明显等支撑下，人民币汇率明显反弹，而本周在美联储加息预期加重带动美元指数走强等驱动下，人民币重回弱势
- 如我们前期分析，我国短期基本面走出“独立行情”的概率较低，后续人民币汇率跟随美元指数的概率较大。结合我们对美国就业市场、通胀问题的判断，我们认为人民币汇率将仍低位运行，处宽幅震荡、反复磨底阶段

人民币汇率上周明显反弹，本周重回贬值通道



9月以来中美经济意外指数差距收敛，我国经济不及预期程度收窄



第三部分

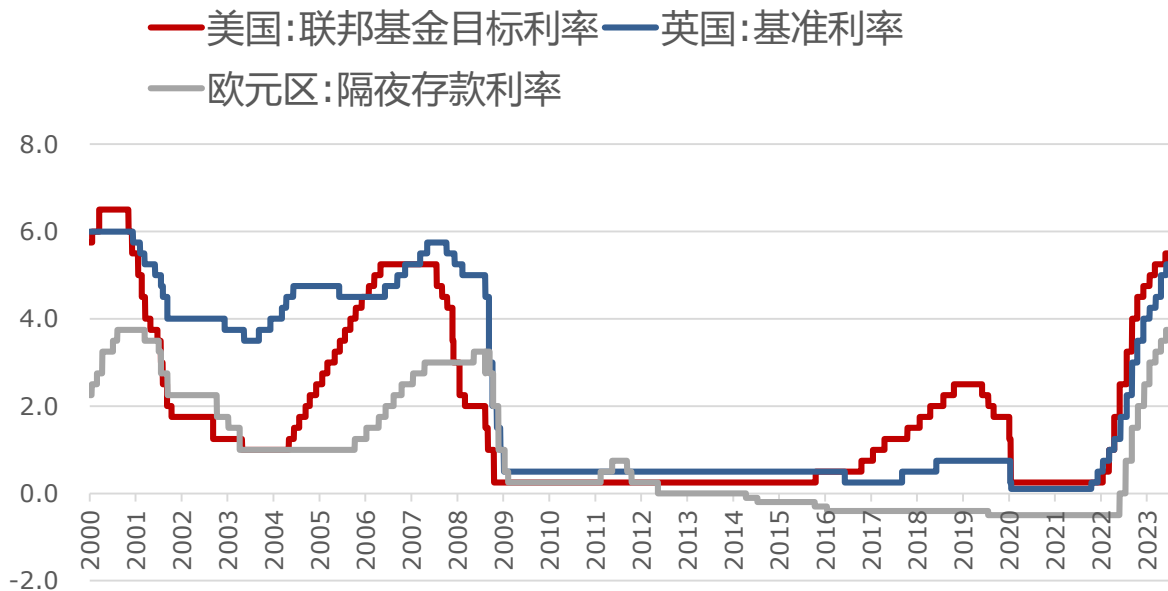
美国9月议息会议点评



美联储9月如期跳过加息，点阵图再度传递鹰派信号

- 美联储9月FOMC决议如期跳过加息，基准利率维持在5.25%-5.5%区间。9月点阵图再度传递了鹰派信号，年内利率预测中值维持在5.6%，即年内再加息1次，对2024年利率预测中值上调至5.1%，即2024年降息次数从6月预测的4次削减至2次，对2025年利率预测中值上调至3.9%。在年内加息未止、明年降息节奏放缓的预期路径下，美联储大幅上调2023年GDP增速预测，下调失业率及核心通胀预测，对2024年GDP增速亦小幅上调，说明美联储对经济韧性的看法较为坚定
- 我们认为点阵图更多为预期管理，为货币政策留有空间，其节奏仍取决于经济和就业市场的发展态势。若通胀维持偏弱态势、就业和消费市场降温、金融条件收紧，加息将按下暂停键，我们维持前期观点，即认为年内不加息、高利率维持相当长一段时间的概率较大

9月暂停加息，目前联邦基金目标利率5.25%-5.5%区间已超2006年水平



9月经济预测更为乐观，加息路径预测释放鹰派信号

9月预测中值	2023	2024	2025	2026	长期
实际GDP增速	2.1 ↑	1.5 ↑	1.8	1.8	1.8
6月预测	1.0	1.1	1.8		1.8
失业率	3.8 ↓	4.1 ↓	4.1 ↓	4.0	4.0
6月预测	4.1	4.5	4.5		4.0
PCE同比	3.3 ↑	2.5	2.2 ↑	2.0	2.0
6月预测	3.2	2.5	2.1		2.0
核心PCE同比	3.7 ↓	2.6	2.3	2.0	
6月预测	3.9	2.6	2.2		
联邦基金目标利率	5.6	5.1 ↑	3.9 ↑	2.9	2.5
6月预测	5.6	4.6	3.4		2.5

议息会议声明措辞及鲍威尔新闻发言中性偏鹰

- 9月美联储议息会议声明措辞略有调整，对经济韧性更为乐观
- 鲍威尔新闻发言与杰克逊霍尔全球央行年会发言保持一致，强调货币政策前景取决于后续数据的表现

9月美联储议息会议声明措辞调整

- Recent indicators suggest that economic activity has been expanding at a **moderate-solid** pace.
- 经济活动“温和扩张 (expanding at a moderate pace)” 改为“稳健扩张 (expanding at a solid pace)”
- Job gains have **been robust-slowed** in recent months **but remain strong**, and the unemployment rate has remained low. Inflation remains elevated.
- 就业从“强劲 (robust)” 改为“近月增长放缓但保持强劲 (slowed in recent months but remain strong)”

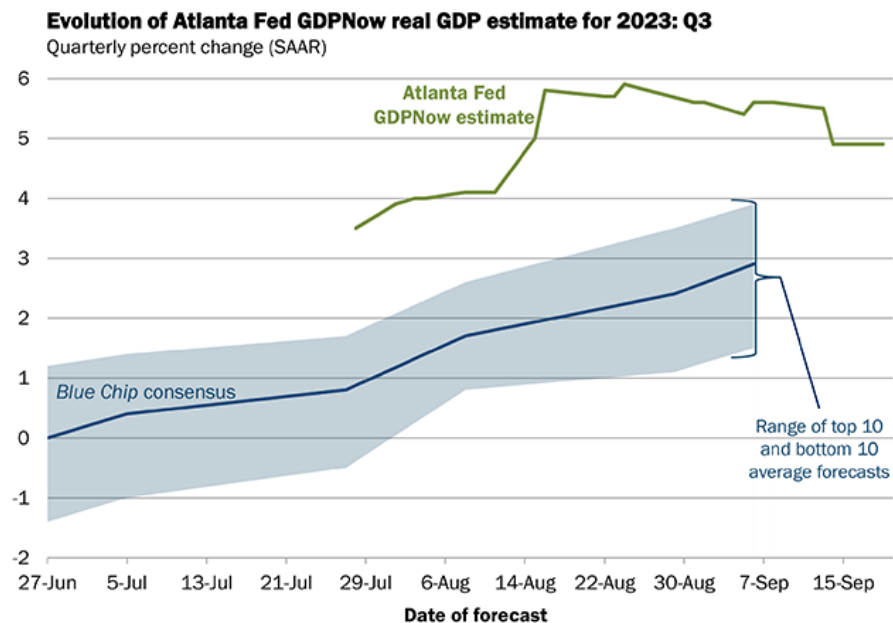
鲍威尔新闻发言主要内容

- 关于利率：在未来，**FOMC将继续逐次进行决策，如果合适，准备进一步提高利率。**美联储在后面两次会议上做出的决策将取决于全部数据的综合情况。
- 对于经济：鲍威尔强调，软着陆是FOMC的首要目标，但**美联储不会将软着陆视为基本预期。**
- 其他：美联储倾向忽视能源价格的短期波动。美联储不会就汽车业工人罢工、美国政府关门等作出评论。

关于实际利率的讨论或成关键

- 在杰克逊霍尔全球央行年会上鲍威尔关于“实际利率”表示“实际利率目前已经转正，且远高于中性政策利率（ r^* ）的主流估算。……但我们没有能力明确指出中性利率的水平，也因此货币政策约束的精确水平总是存在不确定性。”，本次新闻发布会再次提及，表示未来几年实际中性利率的水平可能比之前预计的更高。
- 结合点阵图对明年利率中值上调、通胀水平维稳的预测，亦显示实际利率的预期抬升。
- 对实际利率如何评估及合理水平在美联储内部存在分歧，或成为后续货币政策决策的关键变量。

亚特兰大联储GDPNow模型9月19日预测美国三季度GDP增速4.9%



Sources: Blue Chip Economic Indicators and Blue Chip Financial Forecasts
 Note: The top (bottom) 10 average forecast is an average of the highest (lowest) 10 forecasts in the Blue Chip survey.

复盘历史行情，实际利率的走势与政策利率不完全同步



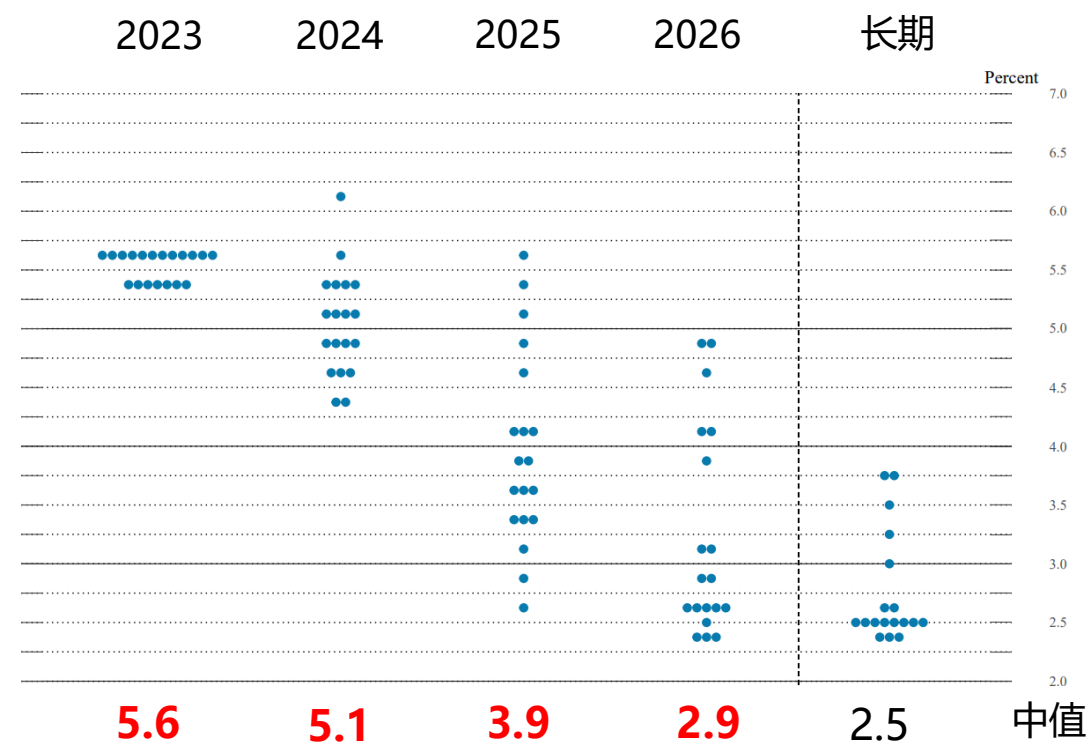
市场对货币政策转向的预期明显降温，但较点阵图乐观

- 议息会议后加息预期再起，美元指数、美债收益率快速上涨，美债10Y收益率突破2007年以来新高，美股市场收跌
- 利率期货显示，对11月加息预期为30%，对12月加息预期为48%，对明年上半年降息的累计概率从月初的82%下修至目前34%，至2024年底利率降至低于5%的累计概率70%，整体较9月点阵图乐观

截至9月21日CME美国利率期货隐含市场对美联储利率操作的预期

	11月	12月	2月 2024	3月	5月	6月	8月	9月	11月	12月
400-425								0.1%	3%	4.4%
425-450							0.2%	1.6%	12%	14%
450-475						0.5%	3%	9.1%	26%	25%
475-500					2.2%	6.4%	15%	24%	31%	28%
500-525				6%	22%	27%	32%	33%	20%	19%
525-550 (目前)	70%	52%	50%	49%	44%	40%	33%	23%	7%	8%
550-575	30%	40%	41%	37%	26%	22%	14%	8%	1%	2%
575-600		8%	9%	8%	5%	4%	2.5%	1.2%		
600-625			0.3%	0.3%	0.2%	0.1%				

2023年9月FOMC会议点阵图显示预计2023年底利率至5.6%



免责声明

本报告由广州期货股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，本公司具有中国证监会许可的期货公司投资咨询业务资格，本报告基于合法取得的信息，但本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，并不构成所述品种的操作依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司以及雇员不对任何人因使用本报告中的任何内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本报告版权归本公司所有，本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载本报告的全部或部分内容，不得再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如引用、刊发，须注明出处为广州期货股份有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

广州期货股份有限公司提醒广大投资者：期市有风险，入市需谨慎！

投资咨询业务资格：证监许可【2012】1497号

分析师：王荆杰期货从业资格：F3084112投资咨询资格：Z0016329邮箱：wang.jingjie@gzf2010.com.cn

联系人：方旻期货从业资格：F03105216邮箱：fang.min@gzf2010.com.cn

广州期货主要业务单元联系方式



上海分公司 联系电话: 021-68905325 办公地址: 上海市浦东新区向城路69号1幢12层(电梯楼层15层)03室	杭州城星路营业部 联系电话: 0571-89809624 办公地址: 浙江省杭州市江干区城星路111号钱江国际时代广场2幢1301室	四川分公司 联系电话: 028-83279757 办公地址: 四川省成都市武侯区人民南路4段12号6栋802号	上海陆家嘴营业部 联系电话: 021-50568018 办公地址: 中国(上海)自由贸易试验区东方路899号1201-1202室
广东金融高新区分公司 联系电话: 0757-88772666 办公地址: 广东省佛山市南海区海五路28号华南国际金融中心2幢2301、2302房	深圳营业部 联系电话: 0755-83533302 办公地址: 广东省深圳市福田区梅林街道梅林路卓越梅林中心广场(南区)A座704A、705	佛山分公司 联系电话: 0757-88772888 办公地址: 佛山市禅城区祖庙街道季华五路57号2座3006室	东莞营业部 联系电话: 0769-22900598 办公地址: 广东省东莞市南城街道三元路2号粤丰大厦办公1501B
广州营业部 联系电话: 020-31953184 办公地址: 广州市海珠区新港西路105号大院2号1306房	清远营业部 联系电话: 0763-3808515 办公地址: 广东省清远市静福路25号金茂翰林院六号楼2层04、05、06号	肇庆营业部 联系电话: 0758-2270761 办公地址: 肇庆市端州区信安五路2号华生商住中心商业办公楼1704、1705办公室	华南分公司 联系电话: 020-61887585 办公地址: 广州市南沙区海滨路171号南沙金融大厦第8层自编803B
北京分公司 联系电话: 010-63360528 办公地址: 北京市丰台区丽泽路24号院1号楼-5至32层101内12层1211	湖北分公司 联系电话: 027-59219121 办公地址: 湖北省武汉市江汉区香港路193号中华城A写字楼14层1401-9号	山东分公司 联系电话: 0531-66671202 办公地址: 山东省济南市历下区泺源大街8号绿城金融中心B楼906	郑州营业部 联系电话: 0371-86533821 办公地址: 河南自贸试验区郑州片区(郑东)普惠路80号1号楼2单元23层2301号
青岛分公司 联系电话: 0532-88697833 办公地址: 山东省青岛市崂山区深圳路100号办公楼户905室	机构业务部 联系电话: 020-22836158 办公地址: 广州市天河区临江大道1号寺右万科中心南塔6层	机构事业一部 联系电话: 020-22836155 办公地址: 广州市天河区临江大道1号寺右万科中心南塔6层	机构事业二部 联系电话: 020-22836182 办公地址: 广州市天河区临江大道1号寺右万科中心南塔6层
机构事业三部 联系电话: 020-22836185 办公地址: 广州市天河区临江大道1号寺右万科中心南塔6层	广期资本管理(上海)有限公司 联系电话: 021-50390265 办公地址: 上海市浦东新区福山路388号越秀大厦701室		

欢迎交流！



广州期货股份有限公司

地址：广州市天河区临江大道1号寺右万科南塔5/6楼，北塔30楼

网址：www.gzf2010.com.cn