

2023年9月21日

## 全球宏观

### 全球流动性风向标系列（五）

#### “更高” vs “更久”？—9月美联储FOMC会议点评

2023年9月21日，美联储FOMC会议上将基准利率维持在5.25%-5.50%区间不变，符合市场及我们的预期。利率声明较上次会议变化不大，对经济的描述偏强，且保留了“额外紧缩”的措辞，点阵图显示年内还有一次加息，**意味着后续利率仍存最后一加的可能，但也即将见顶**。另一方面，经济预测较为“鹰派”，美联储对经济软着陆的情形更加乐观，点阵图指向中长期的降息空间收窄，2024年的降息预测由此前的4次降至2次，且2026年的利率预测中值为2.9%，高于长期利率预测。我们认为，这反映了美联储货币政策路径重心正在由更高的利率倾向维持更久高利率。

蔡瑞, CFA

Carl.Cai@bocomgroup.com  
(852) 3766 1808

李少金

Evan.Li@bocomgroup.com  
(852) 3766 1849

#### 短期加息预期仍存，但利率或将“达峰”

##### ⊖ 声明强调经济偏强，保留紧缩措辞，意味着此次加息只是跳过而非暂停

- \* 声明对经济增长描述的措施偏强，虽肯定了就业市场放缓，但表示依然偏紧。经济增长描述由上次会议的“moderate”更改为偏强的“solid”，但就业市场措辞略有更改，由此前的“robust”改为有所放缓，但依然强劲（... slowed ... but remain strong）。但同时也强调了失业率仍低，且通胀仍趋上行，意味着加息仍有必要。
- \* 声明维持利率不变，但仍保留了“额外紧缩”的措辞，以维持政策的灵活性，为后续操作留有空间，意味着此次加息只是跳过而非暂停，年内仍存加息预期，与我们此前的预期一致。

##### ⊖ 美联储大幅调高2023年内经济增长预测，但维持年内利率预测不变

- \* 美联储大幅上调2023年经济预测，且下调失业率和核心通胀。与声明中对经济增长的描述相呼应，美联储将2023年GDP增速预测由6月会议的1.0%大幅调高至2.1%，而失业率由6月的4.1%下调至3.8%；同时，名义通胀由6月的3.2%上调至3.3%，可能主要出于近期油价上行的考虑，而核心通胀则由3.9%下调至3.7%。
- \* 但更高的增长水平并未对应更高的利率，美联储维持年内利率预测中值与6月一致仍在5.6%，意味着利率已即将见顶。美联储9月的经济预测反映经济增长强劲，且不再预测年内出现衰退，同时核心通胀虽下调但依然近两倍于目标的水平，意味着经济或仍能承受更高的利率，但美联储并没有相应调高更多利率，利率预测中值仍维持在5.6%的水平。

#### 交银国际研究 全球流动性风向标系列

①	7月 FOMC 会议	2023-07-27
②	7月 FOMC 纪要	2023-08-17
③	杰克逊霍尔会议	2023-08-26
④	9月 ECB 会议	2023-09-15
⑤	9月 FOMC 会议	2023-09-21
⑥	10月 ECB 会议	2023-10-26
⑦	11月 FOMC 会议	2023-11-02
⑧	12月 ECB 会议	2023-12-14
⑨	12月 FOMC 会议	2023-12-14

### ⊕ 鲍威尔强调经济强于预期，需更高的利率

- \* 经济增长强于预期，需要以更高的利率来回应。（stronger economic activity means rates—we have to do more with rates.）鲍威尔指出近期美国实际 GDP 增长超出预期，消费者支出数据尤其强劲。同时，失业率保仍在低位，劳动力市场再平衡虽在持续，但仍然紧张，且当前需求仍超过供给，均指向核心通胀还有上行风险，需要加息来回应。
- \* 委员会尚未决定利率是否足够限制，暗示加息尚未完成。鲍威尔会上强调，仍会坚持数据依赖的加息路径，而 2023 年 11 月、12 月最后两次会议上的利率决议将取决于全部数据的综合情况。此外，鲍威尔提醒市场，此次会议维持利率不变，并不意味着已经达到美联储寻求的限制性立场，也暗示了会根据需要再决定加息，以使得利率达到美联储合意的限制性立场。（the fact that we decided to maintain the policy rate at this meeting doesn't mean that we've decided that we have or have not at this time reached that stance of monetary policy that we're seeking.）

### 中长期降息空间收窄，政策重心正由更高利率水平倾向维持高利率更久

#### ⊕ 加息幅度已不再是美联储官员的分歧点

- \* 相较于 6 月会议，美联储官员对于 2023 年、2024 年的利率预测的离散度明显收敛，意味着加息多少不再是官员的分歧点，而维持高利率多久，或将成为后续利率决议讨论的关键。
- \* 从点阵图来看，尽管 2024、2025 年的利率预测仍较分散，但整体分布较 6 月会议明显更加集中且上移，反映在经济增长形势更加乐观的预期下，美联储官员倾向于维持更久的高利率。

#### ⊕ 降息预测缩减，更高水平的利率维持时间或将更久

- \* 降息预测缩减 2 次。美联储对于 2024 年的经济预测同样指向软着陆的情形。美联储在最新经济预测中，上调 2024 年经济增速，且下调失业率。相应地，美联储 2024 年利率预测的中值提高至 5.1%（上次会议：4.6%），这意味着降息的预测由此前的 4 次减少 2 次，降息空间明显收窄。

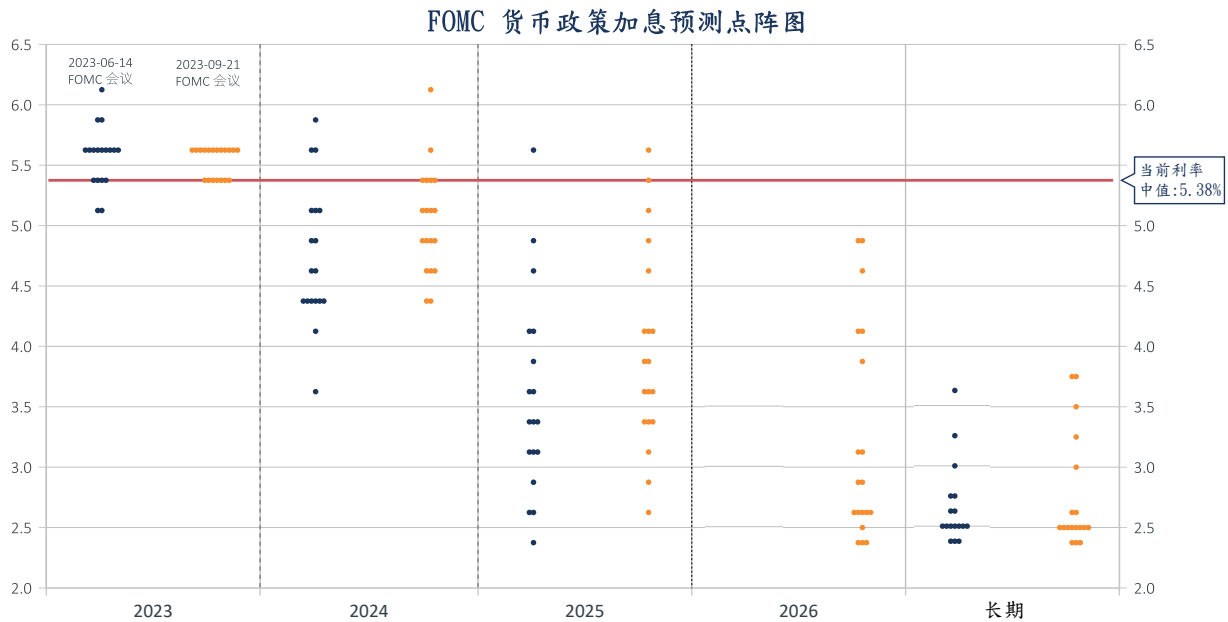
#### ⊕ 长期利率水平或更高

- \* 2026 年的利率预测中值为 2.9%，高于长期目标利率预测。美联储 9 月会议为首次对 2026 年的经济做出预测（图表 2）。但值得注意的是，尽管美联储官员对 2026 年通胀水平的预测回到了 2.0% 的水平，但对于 2026 年联邦基金目标利率的预测中值仍为 2.9%，高于长期水平的 2.5%。

\* 中性利率或已上升，且可能高于长期利率预测。

- 1) 在本次会议上，美联储维持了长期利率 2.5% 的水平，尽管如此，鲍威尔在发布会上指出，中性利率可能已高于当前预测的长期利率水平，这也部分解释了在如此高利率的水平下，美国经济为何还能维持韧性。（it's certainly plausible that the neutral rate is higher than the longer-run rate...that the neutral rate at this moment is higher than that...that's part of the explanation for why the economy has been more resilient than expected.）。从下方点阵图来看，相较于 6 月会议，更多官员调高了对与长期利率水平的预测，也指向了更高的长期中性利率水平。
- 2) 中性利率水平的上升，意味着后续降息的空间正在收窄，且可能对长期美债收益率走势造成一定上行的影响。

图表 1: 美联储利率预测点阵图 (2023 年 6 月 vs 2023 年 9 月)



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 2: 美联储 9 月经济预测

	预测年份	2022.12	2023.03	2023.06	2023.09
实际 GDP 增速(%)	2023	0.5	0.4	1.0	2.1
	2024	1.6	1.2	1.1	1.5
	2025	1.8	1.9	1.8	1.8
	2026	-	-	-	1.8
	长期	1.8	1.8	1.8	1.8
失业率(%)	2023	4.6	4.5	4.1	3.8
	2024	4.6	4.6	4.5	4.1
	2025	4.5	4.6	4.5	4.1
	2026	-	-	-	4.0
	长期	4.0	4.0	4.0	4.0
PCE 通胀 (%)	2023	3.1	3.3	3.2	3.3
	2024	2.5	2.5	2.5	2.5
	2025	2.1	2.1	2.1	2.2
	2026	-	-	-	2.0
	长期	2.0	2.0	2.0	2.0
核心 PCE 通胀(%)	2023	3.5	3.6	3.9	3.7
	2024	2.5	2.6	2.6	2.6
	2025	2.1	2.1	2.2	2.3
	2026	-	-	-	2.0
	长期	-	-	-	-
联邦基金目标利率(%)	2023	5.1	5.1	5.6	5.6
	2024	4.1	4.3	4.6	5.1
	2025	3.1	3.1	3.4	3.9
	2026	-	-	-	2.9
	长期	2.5	2.5	2.5	2.5

资料来源: 美联储预测, 交银国际 \* 红色表示调高预测, 绿色表示调低预测

## 利率或将达峰，但高利率或维持更久

### ⊖ 短期年内加息预期仍存，美联储即将完成最后一加

美联储主席鲍威尔仍注重数据依赖的加息路径，意味着年内未来几个月的加息很大程度上与经济数据直接挂钩。后续我们需密切留意通胀及就业数据，这可能会对其加息决议有直接影响。

美国 9 月 FOMC 会议后，利率市场隐含的加息概率上升，但市场仍预期年内不再加息。11 月、12 月加息概率分别升至 37.6% 和 40.6%，而利率声明公布前分别为 29.4% 和 35.7%。同时，当前利率期货市场隐含的加息路径显示，市场预期 2024 年 9 月开始降息，且 2024 年末的利率水平为 4.8%，低于美联储预测中值 5.1%。

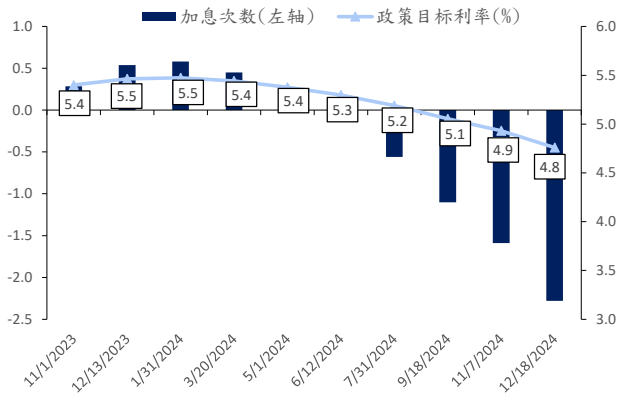
基于当前美国经济韧性仍强，通胀仍高，就业仍紧，我们认为年内美联储加息概率仍存。我们此前曾预测如若加息，11 月加息的概率相较于 9 月更高，但因当前美国两党尚未就 2024 年财政预算达成协议而造成政府暂时停摆，从而使得 9 月及 3 季度经济数据或出现推迟公布，11 月 2 日的 FOMC 会议可能来不及获取 3 季度经济数据。且美国政府短暂停摆的可能性，及当前汽车行业罢工事件均会使得 3 季度经济、通胀及就业形势的不确定性上升。因而，就加息时间点而言，12 月 14 日的 FOMC 会议或有充足的数据观察窗口，或将是更适宜的加息时点。

### ⊖ 中长期降息空间收窄，但具体的降息时点、幅度仍存较大不确定性

基于美联储对于未来经济软着陆的判断更加乐观，中长期降息的空间或出现明显收窄。但值得注意的是，随着当前政策利率已进入限制性区间，美联储对待加息的态度明显更加谨慎，且关注货币紧缩滞后性的影响，因而降息时点仍存在较大的不确定性。

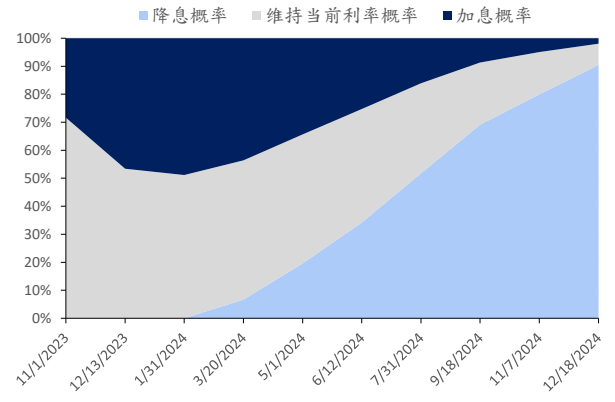
与此同时，鉴于美联储对货币政策紧缩的滞后性影响关注度上升，我们除了关注相关宏观变量的边际变化，还会针对美国居民、企业部门开展进一步研究，以分析美国经济韧性，以及货币政策紧缩滞后性对美国的具体影响，从而探寻高利率将维持多久，以及降息时点何时到来。

图表 3: 联邦基金利率期货隐含的美联储加息路径



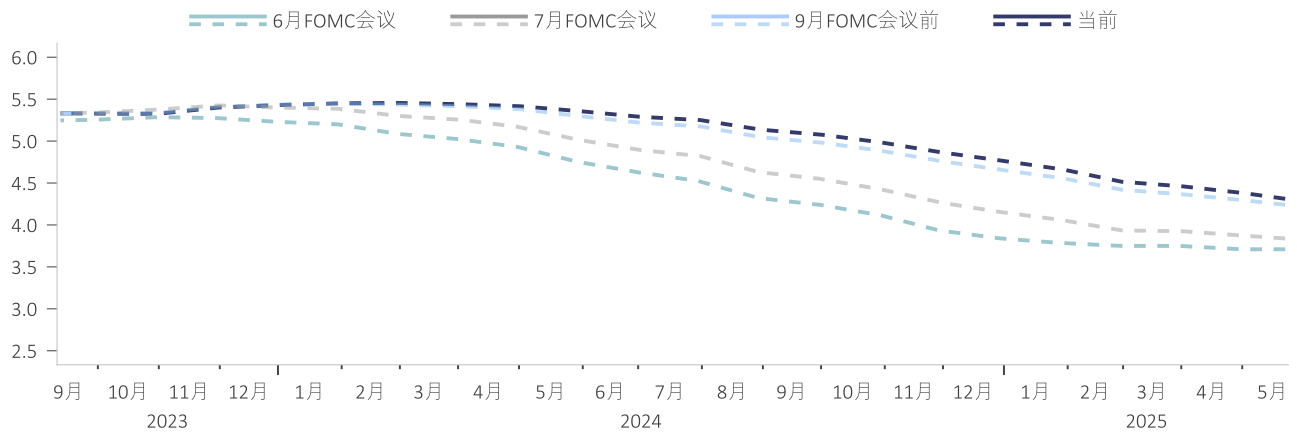
资料来源: CME Fed Watch, 交银国际

图表 4: 联邦基金利率期货隐含的美联储加息概率



资料来源: CME Fed Watch, 交银国际

图表 5: 联邦基金利率期货隐含的美联储加息路径显示, 中长期降息空间收窄



资料来源: Macrobond, 交银国际

## 操作建议：港股短期反弹依然可期

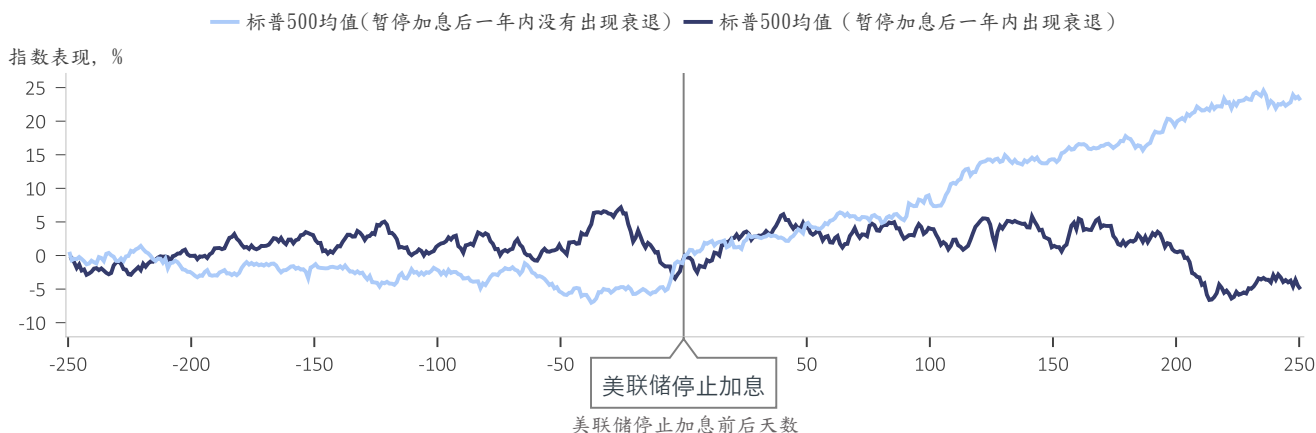
### ⊕ 我们认为美联储“鹰派”指引不会对港股反弹造成扰动

- \* 尽管 2024 年潜在降息空间收窄，中性利率水平可能更高，或意味着美债收益率中枢将上行，且对美元有一定支撑，美元流动性环境转向宽松或仍需等待。
- \* 但与此同时，若经济形势同美联储经济预测一致，美国经济增速前景上修，使得企业盈利端潜在增长可能部分抵消估值端的不利因素，且衰退风险降低下，风险情绪有望上行。

### ⊕ 历史复盘来看，暂停加息且没有衰退的形势下，港股倾向上行

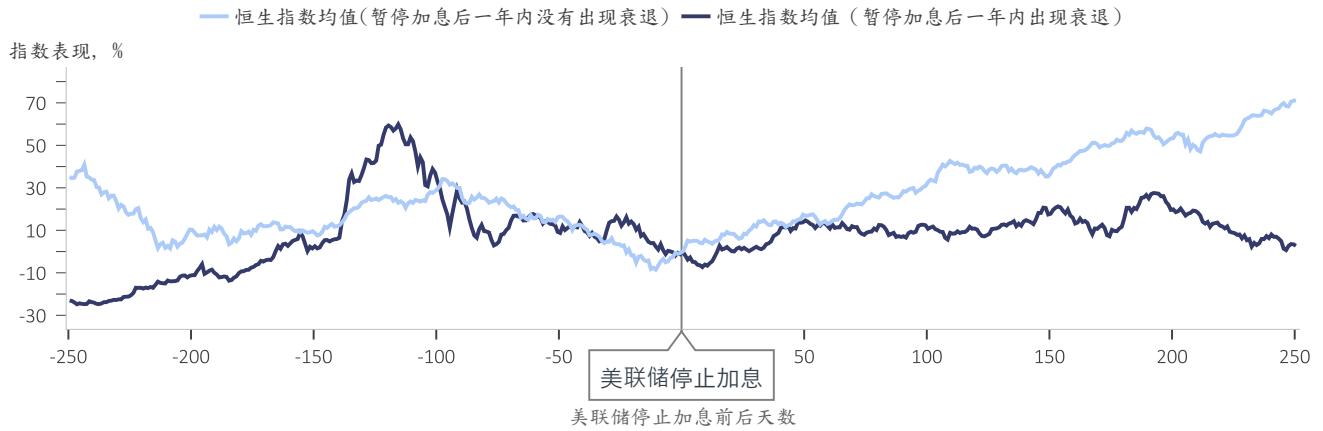
- \* 我们复盘了自 1971 年以来美联储历次加息周期中，在暂停加息后一年内出现衰退以及没出现衰退的形势下，美股、港股的表现。从复盘来看，在美联储暂停加息后的一年内没有出现衰退的形势下，美股、港股表现倾向于上行。
- \* 美联储最新指引显示利率即将达峰，在美联储完成最后一加后，港股短期反弹仍可期。

图表 6: 标普 500 在暂停加息后一年内出现衰退 vs 没有出现衰退的平均表现



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 7:恒生指数在暂停加息后一年内出现衰退 vs 没有出现衰退的平均表现



资料来源: Macrobond, 交银国际



## 交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼

总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

### 评级定义

#### 分析员个股评级定义：

**买入：**预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

**中性：**预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

**沽出：**预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

**无评级：**对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

#### 分析员行业评级定义：

**领先：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

**同步：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

**落后：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

## 分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i)发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii)他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii)对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i)他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii)他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii)他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份。

## 有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、青岛控股国际有限公司、Edding Group Company Limited、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、GOGO Holdings Limited（前称：58 Freight Inc.）、苏新美好生活服务股份有限公司、兴源动力控股有限公司、佳捷康创新集团有限公司、武汉有机控股有限公司、乐透互娱有限公司、双财庄有限公司、中国旅游集团中免股份有限公司、香港汇德收购公司、百奥赛图(北京)医药科技股份有限公司、宁波健世科技股份有限公司、润歌互动有限公司、子不语集团有限公司、交运燃气有限公司、多想云控股有限公司、步阳国际控股有限公司、阳光保险集团股份有限公司、康津生物科技(上海)股份有限公司、冠泽医疗资讯产业(控股)有限公司、澳亚集团有限公司、粉笔有限公司、润华生活服务集团控股有限公司、淮北绿金产业投资股份有限公司、洲际船务集团控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、北京绿竹生物技术股份有限公司、中天建设(湖南)集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、怡俊集团控股有限公司、宏信建设发展有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、四川科伦博泰生物医药股份有限公司、新传企划有限公司、乐舱物流股份有限公司、途虎养车股份有限公司及北京第四范式智慧技术股份有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及Interra Acquisition Corp的已发行股本逾1%。

## 免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券，并可能不时进行买卖，或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受递送延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

**交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。**