

相关研究

《复工复产数据跟踪（第38周）》

2022.09.20

《收入增，仍偏弱——2022年8月财政数据点评》2022.09.17

《低基数带来的短期回升——8月经济数据点评》2022.09.17

# 通胀不降，加息不止

## ——美联储9月议息会议点评

### 投资要点:

- 今晨美联储如期加息 75BP，利率回到 2008 年初的水平。FOMC 的会议声明和上次相比，没有太大变化，强调当前主要任务是控制通胀，可以牺牲一定的增长和就业。此外，大幅下调了经济的预测，小幅上调了通胀和失业率预期，并继续上调了加息终点的预测。我们认为，通胀偏高、美元偏强、美债利率走高、美股偏弱的局面，在年内或较难缓解。

分析师:梁中华

Tel:(021)23219820

Email:lzh13508@htsec.com

证书:S0850520120001

分析师:李俊

Tel:(021)23154149

Email:lj13766@htsec.com

证书: S0850521090002

## 目 录

---

1. 加息：坚决控制通胀.....	4
2. SEP：上调加息终点.....	5
3. 展望：强美元、高利率、弱美股.....	6

## 图目录

---

图 1	美联储联邦基金目标利率水平 (%)	4
图 2	美联储持有国债和 MBS 的比例 (%)	4
图 3	美联储点阵图	6
图 4	市场预期 2022 年底政策利率的分布概率 (%)	6
图 5	美国周度经济指数 (%)	7
图 6	美国中位数通胀和 16%截尾通胀 (%)	7
图 7	10 年期美债名义收益率已经突破 3.5% (%)	8

## 表目录

---

表 1	美联储经济预测表 (%)	5
-----	--------------	---

## 1. 加息：坚决控制通胀

**如期加息 75BP。**2022 年 9 月 22 日，美联储 9 月 FOMC 会议决定加息 75BP，上调联邦基金利率区间至 3.0%-3.25%，为连续第 3 次加息 75BP，利率水平回升至 2008 年初时的水平。此外，上调准备金余额利率（IORB）至 3.15%，上调隔夜逆回购利率（ON RRP）至 3.05%，上调主要信贷利率至 3.25%，上调隔夜回购利率至 3.25%。

**按计划缩表，无出售 MBS 计划。**本次会议并未调整缩表计划，即从 9 月开始将缩表规模上限提升至 950 亿美元（600 亿美元国债和 350 亿美元 MBS）。此外，美联储主席鲍威尔指出，**预计短期内不会考虑出售住房抵押贷款支持证券（MBS）。**

图1 美联储联邦基金目标利率水平（%）

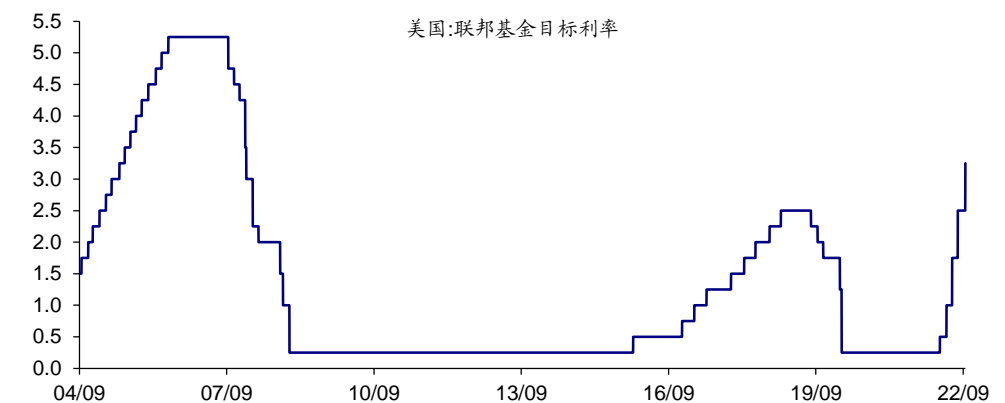
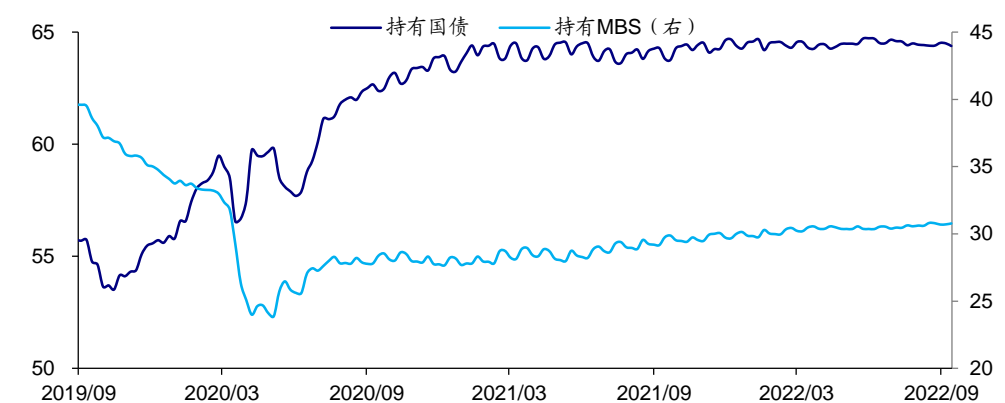


图2 美联储持有国债和 MBS 的比例（%）



**未来将坚决控通胀。**鲍威尔对于未来货币政策的看法与 8 月 Jackson Hole 会上的发言别无二致，强调当前的目标是治理通胀，可以牺牲一定的经济和就业。（参见：《通胀仍高，加息不止——杰克逊霍尔年会点评》）

鲍威尔指出，可能会在未来某个时点放慢加息速度；坚定承诺将美国通胀压低至 2%。考虑到目前通胀回落仍缺乏更多信服的证据，可能需要在一段时间内实施限制性政策。

**为了控通胀可以牺牲一定的经济和就业。**鲍威尔指出未来经济可能在一段时间内低增长，经济增长的放缓将导致失业率的上升；并不清楚美国经济发生衰退的概率是多少；但要处理好高通胀的问题，不得不承担痛苦。

## 2. SEP: 上调加息终点

**美联储的 SEP，大幅下调了对经济的预测。**将今年的 GDP 增速预期从 1.7% 下调到 0.2%，明年的经济预期从 1.7% 调到 1.2%；2024 年的也下调 0.2 个百分点至 1.7%，长期经济预期仍维持在 1.8% 不变。

**小幅上调通胀和失业率预期。**将 2022-2024 年失业率预期分别上调至 3.8%、4.4% 和 4.4%，分别上调 0.1 个百分点、0.5 个百分点以及 0.3 个百分点，长期失业率预期仍维持在 4.0% 不变。将 2022-2023 年的 PCE 预期上调 0.2 个百分点至 5.4% 和 2.8%；核心 PCE 预期也有所上调，长期通胀预期则仍锚定 2.0%。

表 1 美联储经济预测表 (%)

项目	时间	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	长期
GDP	9 月预测	0.2	1.2	1.7	1.8	1.8
	6 月预测	1.7	1.7	1.9		1.8
	3 月预测	2.8	2.2	2.0		1.8
	去年 12 月预测	4.0	2.2	2.0		1.8
	去年 9 月预测	3.8	2.5	2.0		1.8
失业率	9 月预测	3.8	4.4	4.4	4.3	4.0
	6 月预测	3.7	3.9	4.1		4.0
	3 月预测	3.5	3.5	3.6		4.0
	去年 12 月预测	3.5	3.5	3.5		4.0
	去年 9 月预测	3.8	3.5	3.5		4.0
PCE	9 月预测	5.4	2.8	2.3	2.0	2.0
	6 月预测	5.2	2.6	2.2		2.0
	3 月预测	4.3	2.7	2.3		2.0
	去年 12 月预测	2.6	2.3	2.1		2.0
	去年 9 月预测	2.2	2.2	2.1		2.0
核心 PCE	9 月预测	4.5	3.1	2.3	2.1	
	6 月预测	4.3	2.7	2.3		
	3 月预测	4.1	2.6	2.3		
	去年 12 月预测	2.7	2.3	2.1		
	去年 9 月预测	2.3	2.2	2.1		

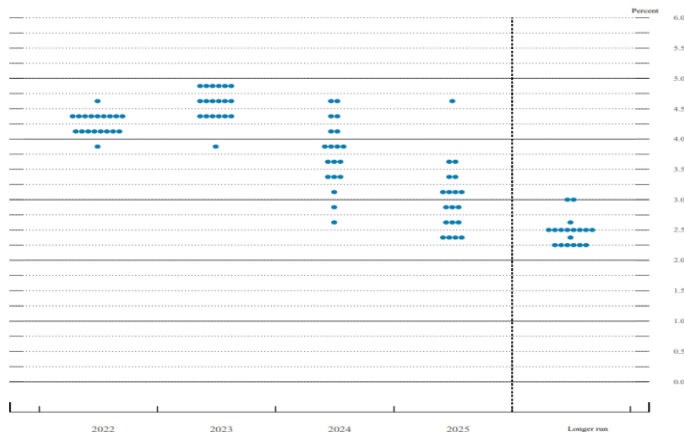
资料来源：美联储官网，海通证券研究所，备注：GDP 和通胀为每年第四季度同比，失业率为每年第四季度平均值。

**最关键的是，美联储继续上调了对加息终点的预测。**美联储将今年的利率中枢从 3.4% 上调至 4.4%，将明年的利率中枢从 3.8% 上调至 4.6%，明年仍维持一次加息的预测。这就意味着，在年内接下来两次议息会议中，美联储可能要再加息共 125BP，全年可能累计加息 17 次，市场的加息预期也已经上调。

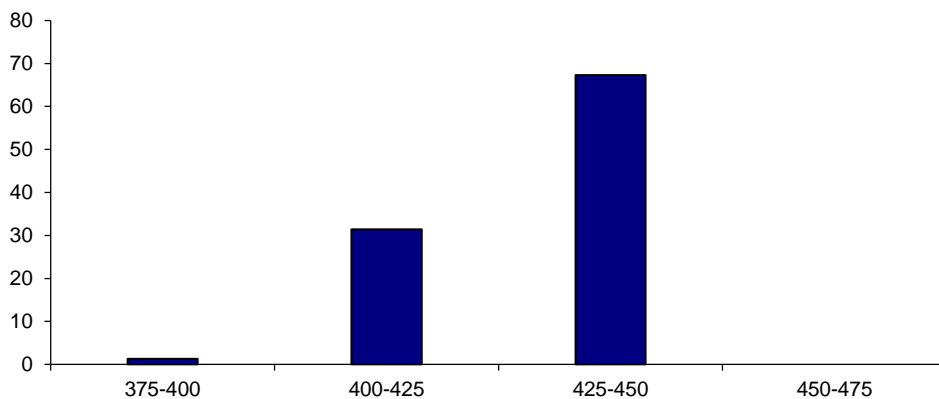
美联储的点阵图也显示，**19 位成员均预期 2022 年至少加息 15 次至 3.75%（每次 25BP）**，其中，**超过 9 成的成员认为要加息 16 次，超过 5 成的成员认为要加息 17 次至 4.25%。**

在 2022 年加息 17 次的基础上，**超过 6 成的成员认为 2023 年还要加息 1-2 次**，只有 1 位成员认为要降息。在 2023 年加息到 4.5% 的基础上，**接近 9 成的成员认为 2024 年要降息**；接近 8 成的成员认为降息不止 1 次。

根据 CME “美联储观察”显示，截至 9 月 21 日，市场预期 11 月加息 75BP 的概率超过 7 成；12 月再加息 50BP 的概率接近 7 成。

**图3 美联储点阵图（2022年9月）**


资料来源：美联储官网，海通证券研究所

**图4 市场预期 2022 年底政策利率的分布概率 (%)**


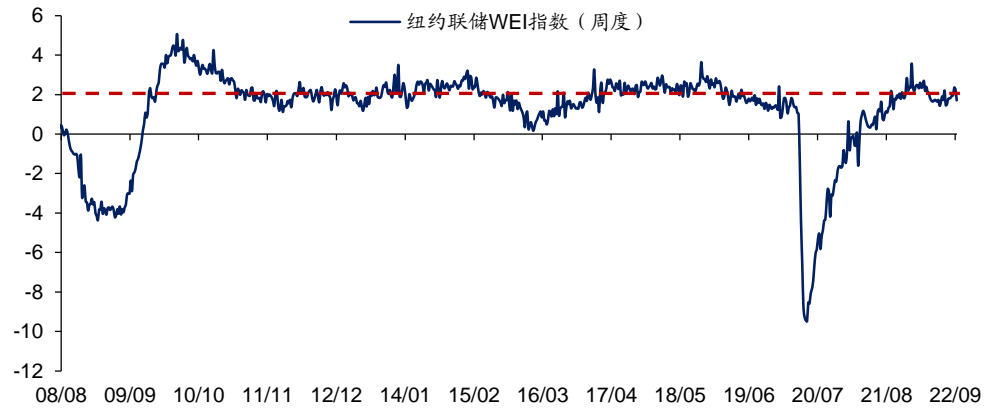
资料来源：CME，海通证券研究所，注：横轴为BP，截至9月21日。

### 3. 展望：强美元、高利率、弱美股

**美联储跟随数据做决策。**关于未来通胀什么时候才能明显回落，以及加息到什么程度，美联储已经不具体预测了。美联储在7月议息会议中就提出，在利率行动方面将不再提供那么清晰的前瞻指引，将以数据为导向。（参见：《没那么“鸽”的加息——美联储7月议息会议点评》）

**美国当前经济不差。**与上一次会议声明相比，美联储认为最近的生产 and 消费指标在适度增长（7月会议认为指标疲软）；并强调近几个月就业增长强劲，失业率保持在低位。整体来看，对经济和就业保持乐观。此外，鲍威尔指出，**美国经济强劲，仍有大量储蓄可以支撑经济增长，经济增长有可能比美联储预期的更强劲。这或也表明，美联储仍对未来软着陆有期待。**

截至8月，美国失业率仍在3.7%的历史低位；截至9月10日，美国周度经济指数从高点回落，但仍在1.9%附近，好于疫情之前水平（2020年3月之前）。**整体来看，美国当前经济不差。**

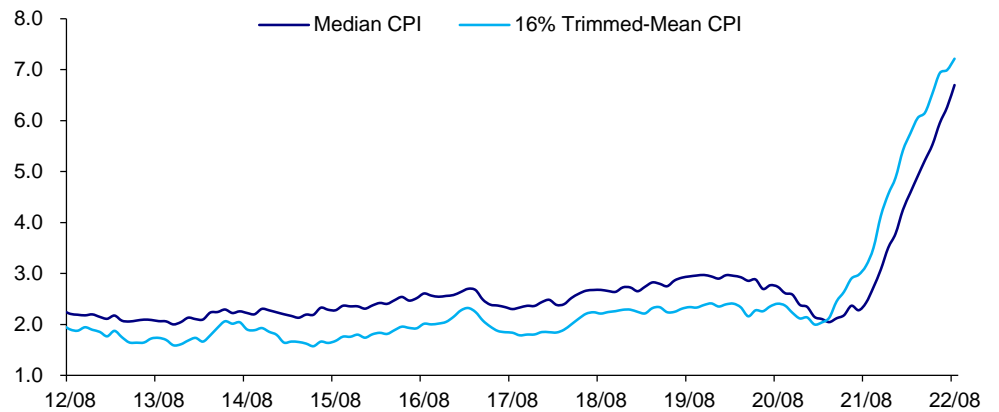
**图5 美国周度经济指数 (%)**


资料来源：美国纽约联储官网，海通证券研究所，截至9月10日。

**美国当前通胀仍难回落。**美联储声明重申通货膨胀仍然居高不下，反映了与疫情、更高的能源价格和更广泛的价格压力有关的供需不平衡。并强调俄乌地缘风险和相关事件对通货膨胀产生额外的上行压力。

考虑到房价高企、劳动力市场紧张、地缘风险仍未消除等因素，我们预计美国通胀仍难回落。截至8月，我们跟踪观察的中位数通胀同比和16%截尾平均通胀同比续创有数据以来新高；美国核心弹性CPI同比回升，且核心粘性CPI同比已经持续上行至1991年以来新高。

我们认为，通胀偏高、美元偏强、美债利率走高、美股偏弱的局面，在年内或较难缓解。此外，美联储的货币政策会影响到全球的流动性，新兴货币仍会面临贬值压力，货币政策空间受限。

**图6 美国中位数通胀和16%截尾通胀 (%)**


资料来源：美国克利夫兰联储官网，海通证券研究所

图7 10年期美债名义收益率已经突破 3.5% (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所



## 信息披露 分析师声明

梁中华 宏观经济研究团队  
李俊 宏观经济研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“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客户。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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。