

相关研究

《汇率的波动：利差的视角》2023.09.01

《存量房贷利率：怎么调？影响多大》
2023.08.10

《与“货币”的赛跑——海通宏观研究框架》2023.08.06

对降息，要耐心 ——美联储9月议息会议点评

投资要点：

- **如期暂停加息。**2023年9月20日，美联储9月FOMC会议决定暂停加息，这是美联储今年以来第二次暂停。
- **声明变化不大。**关于经济方面，重申经济稳健；关于通胀方面，重申通胀压力；关于加息方面，重申委员会将评估货币政策的滞后影响；关于银行风险，重申美国银行稳健。
- **降低降息预期。**美联储将今年的终点利率中枢维持在5.6%，这意味着年内或仍有1次加息预期。不过，将2024年和2025年的利率中枢均上调了50BP。多数成员认为明年至少降息2次，少于6月时预测的4次。
- **降息距离尚远。**美联储主席鲍威尔指出，将保持限制性利率，直至有信心认为，通胀将降至2%。暂时没有计划给出任何降息的信号。后续降息的时机需要关注经济需求的变化以及实际利率的走势。截至9月20日，美国实际利率已经上升至2.0%，为2009年1月以来高点。
- **根据CME观察显示，截至9月21日，市场预期美联储在11月大概率不加息，此后维持高利率水平到明年；市场预期美联储大概率在明年7月降息。**

分析师:梁中华

Tel:(021)23219820

Email:lzh13508@haitong.com

证书:S0850520120001

分析师:李俊

Tel:(021)23154149

Email:lj13766@haitong.com

证书:S0850521090002

风险提示：美国经济超预期；美国货币政策调整超预期。

目 录

1. 如期暂停加息	4
2. 声明变化不大	4
3. 降低降息预期	5
4. 美联储政策怎么看?	7

图目录

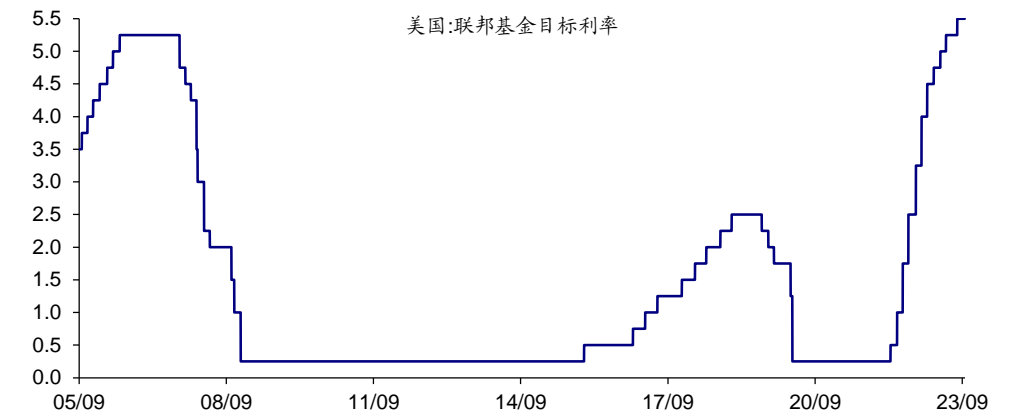
图 1	美联储联邦基金目标利率水平 (%)	4
图 2	本轮加息周期是 1983 年以来最快、最多的 (%)	4
图 3	美国实际 GDP 增速与周度经济指数 (%)	5
图 4	美国通胀中位数和 16%截尾通胀平均数 (%)	5
图 5	美联储点阵图 (2023 年 9 月)	6
图 6	美国实际利率已经上升至 2% (%)	7
图 7	市场降息预期延迟到明年 7 月	8

1. 如期暂停加息

如期暂停加息。2023年9月20日，美联储9月FOMC会议决定暂停加息，将联邦基金利率区间维持在5.25%-5.50%，全票通过。这是美联储今年以来第二次暂停。

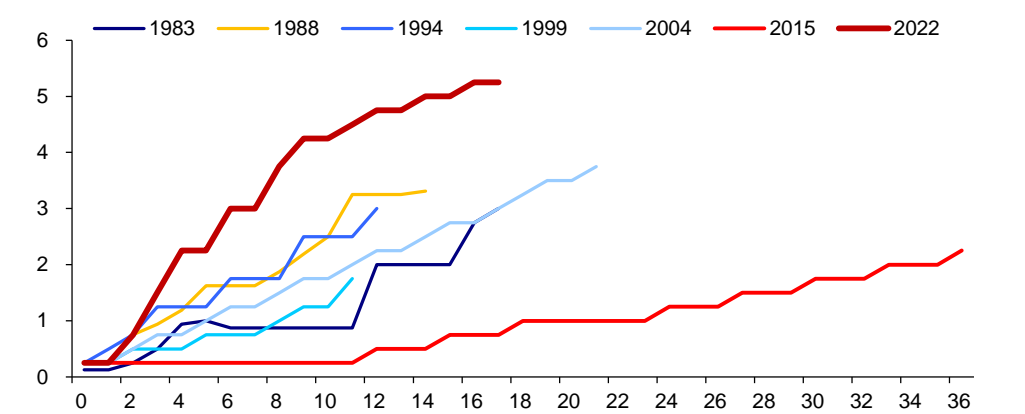
按计划缩表，美联储将继续减持美国国债、机构债务和机构抵押贷款支持证券，每月上限为950亿美元（600亿美元国债和350亿美元MBS）。

图1 美联储联邦基金目标利率水平（%）



资料来源: Wind, 海通证券研究所

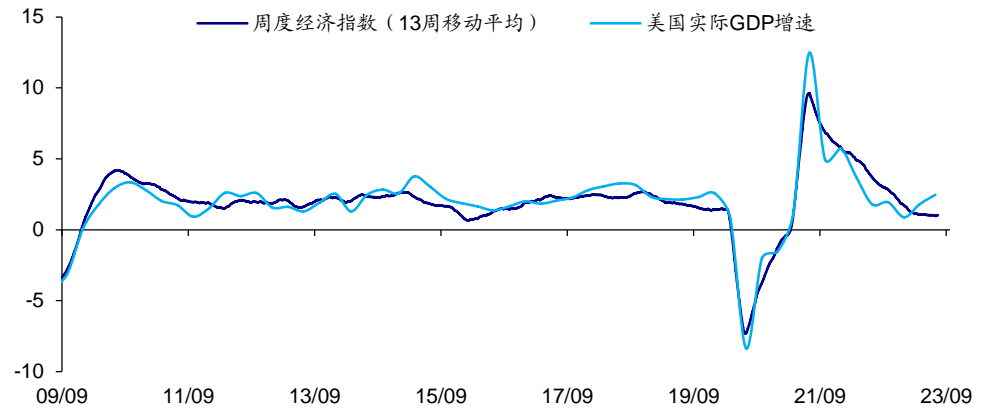
图2 本轮加息周期是1983年以来最快、最多的（%）



资料来源: Wind, 海通证券研究所, 横轴为加息后月数

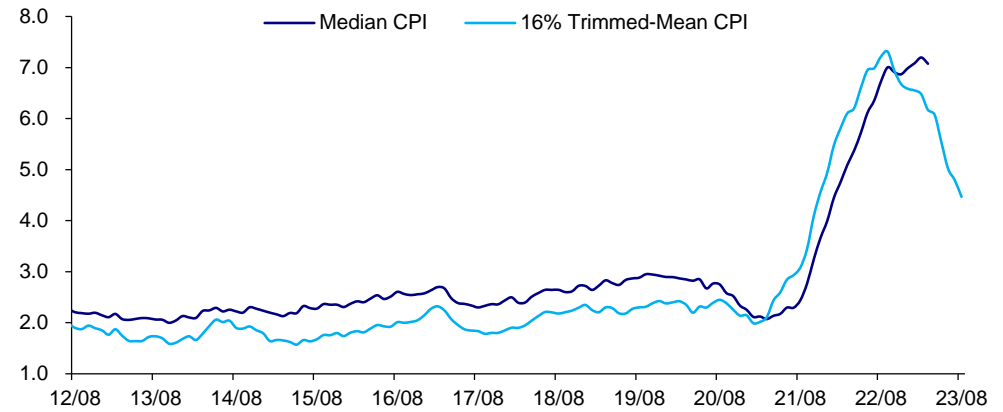
2. 声明变化不大

与2023年7月相比声明变化不大。关于经济方面，仍然强调经济稳健。由“经济活动一直在适度扩张”修改为“经济活动一直在稳步扩张”；由“最近几个月就业增长强劲，失业率保持在低位”修改为“最近几个月，就业增长有所放缓，但仍然强劲，失业率也保持在较低水平”。

图3 美国实际 GDP 增速与周度经济指数 (%)


资料来源：Wind，海通证券研究所

关于通胀方面，重申通胀压力。“通货膨胀仍然很高”、“委员会仍然高度关注通货膨胀风险”、“坚决致力于将通货膨胀率恢复到 2% 的目标”。

图4 美国通胀中位数和 16% 截尾通胀平均数 (%)


资料来源：美国克利夫兰联储官网，海通证券研究所

关于加息方面，重申委员会将评估货币政策的滞后影响。“委员会将继续评估更多信息及其对货币政策的影响”；“在确定随着时间的推移使通胀率回到 2% 的额外政策紧缩的程度时，委员会将考虑货币政策的累积紧缩，货币政策影响经济活动和通货膨胀的滞后，以及经济和金融发展”。

关于银行风险，重申美国银行稳健。“美国银行体系稳健且富有弹性”，“家庭和企业信贷条件收紧可能会拖累经济活动、就业和通胀，这些影响的程度仍不确定。”

3. 降低降息预期

明后两年终点利率中枢均上提 50BP。美联储将今年的终点利率中枢维持在 5.6%，区间也是 5.4%-5.6%。这意味着年内或仍有 1 次加息预期。

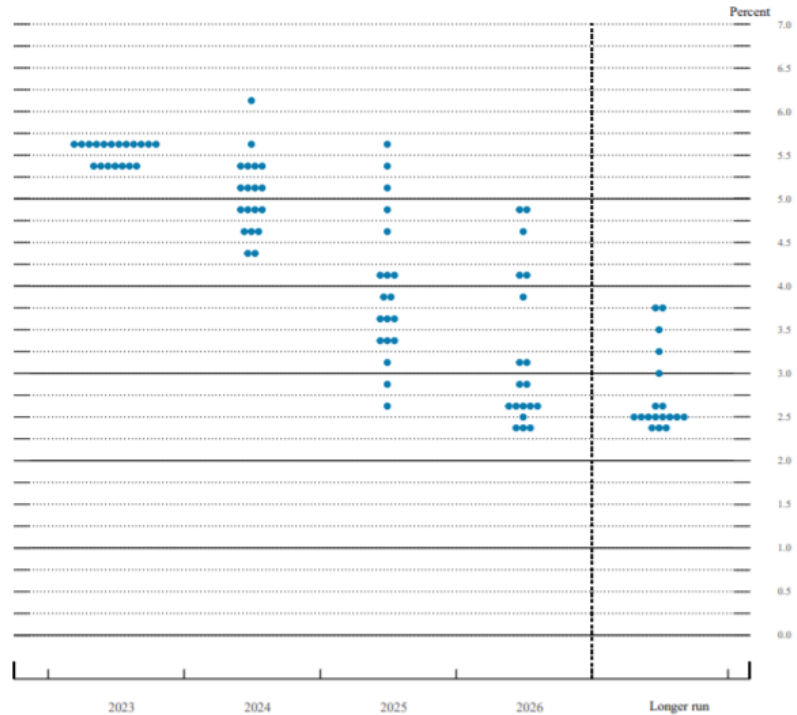
不过，将明年的利率中枢从 4.6% 上调至 5.1%，相比 6 月的预期多了 50BP，2025 年利率中枢也上提了 50BP 至 3.9%，2026 年的利率中枢为 2.9%，长期的利率中枢依然维持在 2.5% 不变。

美联储的点阵图显示，19 位成员中超过 6 成的成员认为年内还有 1 次加息；不过，没有更高的加息预期了，相比而言，6 月时，有个别成员预期的利率水平超过 5.75%。

在 2023 年加息至 5.5% 的基础上，近 9 成的成员认为 2024 年至少降息 25 个 BP，接近 7 成的成员认为 2024 年至少降息 2 次。不过，认为 2024 年降息 3 次的比例不足 5 成，降息 4 次的比例不足 3 成；而在 6 月时，超过 5 成的成员认为至少要降息 4 次。

整体来看，我们认为美联储在重申更持久的高利率，明显削弱了降息预期。

图5 美联储点阵图（2023 年 9 月）



资料来源：美联储官网，海通证券研究所

美联储的经济预期概要显示，大幅上调今年经济预期，明年经济也所有上调。美联储将今年的 GDP 增速预期从 1.0% 大幅上调到 2.1%，我们认为这很大程度上或与今年以来美国消费韧性较强以及制造业投资有所提升有关。

此外，也将明年经济预期上调 0.4 个百分点至 1.5%，而 2025 年的经济预期维持在 1.8%，与长期经济预期水平一致。

通胀预期分化。将今年通胀预期上调 0.1 个百分点至 3.3%，维持 2024 年通胀预期不变（2.5%），上调 2025 年通胀预期至 2.2%。

不过，将今年核心通胀预期下调 0.2 个百分点至 3.7%，2025 年核心通胀预期上调至 2.3%，均高于美联储 2% 的通胀目标。

下调失业率预期。将今年失业率预期下调 0.3 个百分点至 3.8%，2024 年和 2025 年失业率预期均下调 0.4 个百分点至 4.1%，长期失业率预期维持在 4.0% 不变。

表 1 美联储经济预测表 (%)

项目	时间	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	长期
GDP	9月预测	2.1	1.5	1.8	1.8	1.8
	6月预测	1.0	1.1	1.8		1.8
	3月预测	0.4	1.2	1.9		1.8
	去年12月预测	0.5	1.6	1.8		1.8
	去年9月预测	1.2	1.7	1.8		1.8
失业率	9月预测	3.8	4.1	4.1	4.0	4.0
	6月预测	4.1	4.5	4.5		4.0
	3月预测	4.5	4.6	4.6		4.0
	去年12月预测	4.6	4.6	4.5		4.0
	去年9月预测	4.4	4.4	4.3		4.0
PCE	9月预测	3.3	2.5	2.2	2.0	2.0
	6月预测	3.2	2.5	2.1		2.0
	3月预测	3.3	2.5	2.1		2.0
	去年12月预测	3.1	2.5	2.1		2.0
	去年9月预测	2.8	2.3	2.0		2.0
核心 PCE	9月预测	3.7	2.6	2.3	2.0	
	6月预测	3.9	2.6	2.2		
	3月预测	3.6	2.6	2.1		
	去年12月预测	3.5	2.5	2.1		
	去年9月预测	3.1	2.3	2.1		

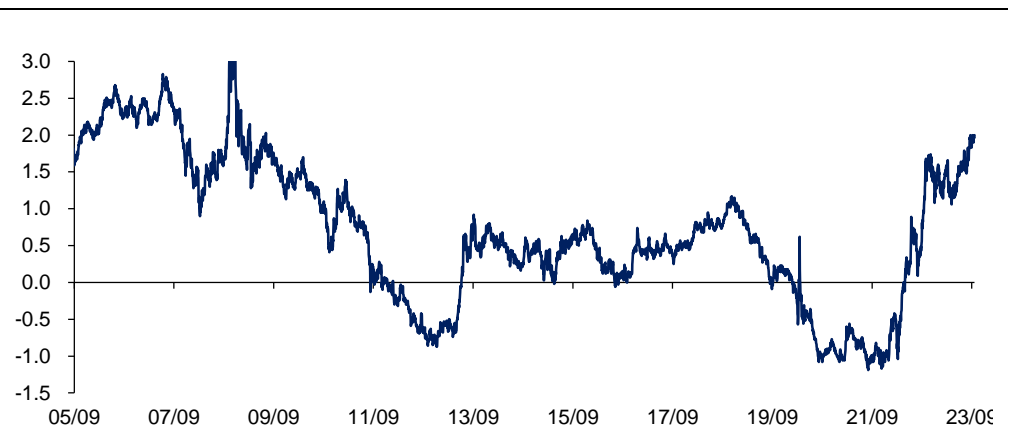
资料来源：美联储官网，海通证券研究所，备注：GDP和通胀为每年第四季度同比，失业率为每年第四季度平均值。

4. 美联储政策怎么看？

关于加息，边走边看。美联储主席鲍威尔指出，鉴于通胀已经取得的进展，美联储决定维持利率不变，并将逐次会议做出决策。如果经济表现比预期更强劲，这意味着将不得不采取更多措施来降低通胀，有可能会进一步提高利率。

关于降息，暂无考虑。鲍威尔指出，将保持限制性利率，直至有信心认为，通胀将降至 2%，暂时没有计划给出降息的信号。

后续降息的时机需要关注经济需求的变化以及实际利率的走势。截至 9 月 20 日，美国实际利率已经上升至 2.0%，为 2009 年 1 月以来高点。

图6 美国实际利率已经上升至 2% (%)


资料来源：Wind，海通证券研究所，实际利率=美国联邦有效基金利率-美国核心通胀

往前看，我们预计，受能源和食品价格影响，整体通胀或在未来几个月仍有反弹风险。而对核心通胀来说，我们预计，受租金通胀下行影响，或在未来几个月继续缓解。不过考虑到，美国经济下行较慢，年底核心通胀大概率在 3% 以上。因而，对美联储降息要有耐心

根据 CME 观察显示，截至 9 月 21 日，市场预期美联储在 11 月大概率不加息，此后维持高利率水平到明年；市场预期美联储大概率在明年 7 月降息。

图7 市场降息预期延迟到明年 7 月

MEETING PROBABILITIES										
MEETING DATE	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575	575-600	600-625
2023/11/1		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	71.6%	28.4%	0.0%	0.0%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	53.4%	39.4%	7.2%	0.0%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	51.2%	40.0%	8.6%	0.3%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	6.7%	49.7%	35.9%	7.5%	0.3%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.7%	17.8%	46.1%	28.5%	5.6%	0.2%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	6.8%	26.8%	40.6%	21.3%	3.9%	0.1%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.2%	3.3%	15.5%	32.8%	32.2%	13.7%	2.3%	0.1%
2024/9/18	0.0%	0.1%	1.9%	10.0%	25.0%	32.4%	22.0%	7.4%	1.1%	0.0%
2024/11/7	0.1%	1.0%	5.9%	17.5%	28.7%	27.3%	14.7%	4.2%	0.5%	0.0%
2024/12/18	0.7%	4.5%	14.1%	25.5%	27.7%	18.4%	7.3%	1.6%	0.2%	0.0%

资料来源：CME，海通证券研究所，截至 9 月 21 日。

风险提示：美国经济超预期；美国货币政策调整超预期。

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。