

总量研究

加息逼近终点，但降息更为遥远

——2023 年 9 月 FOMC 会议点评

作者

分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002

010-56513066

gaoruidong@ebscn.com

分析师：赵格格

执业证书编号：S0930521010001

0755-23946159

zhaogege@ebscn.com

相关研报

在两难中，鲍威尔选择继续加息——2023 年 8 月杰克逊霍尔会议点评（2023-08-26）

7 月能否成为加息终点？——2023 年 7 月 FOMC 会议点评（2023-07-27）

“更慢”地走向“更高”的终点——2023 年 6 月 FOMC 会议点评（2023-06-15）

加息即将结束，美股为何下挫？
——2023 年 5 月 FOMC 会议点评
（2023-05-04）

通胀和金融稳定，美联储的平衡术——2023 年 3 月 FOMC 会议点评（2023-03-24）

加息即将结束，但降息仍需观察
——2023 年 2 月 FOMC 会议点评
（2023-02-23）

薪资回落，预示非农将加速降温——2022 年 12 月非农数据点评兼光大宏观周报
（2023-01-07）

加息转入小步慢跑，美联储警惕未松——
2022 年 12 月 FOMC 会议点评（2022-12-15）

非农超预期，为何美股反应温和？——2022 年 11 月非农数据点评兼光大宏观周报
（2022-12-04）

就业需求降温，但供需缺口犹在——2022 年 10 月非农数据点评兼光大宏观周报
（2022-11-05）

比鹰派更可怕的是不确定性——2022 年 11 月 FOMC 会议点评（2022-11-03）

要点

事件：

美东时间 9 月 21 日，美联储召开 9 月 FOMC 议息会议，如期不加息，将联邦基金利率目标区间维持在 5.25%-5.5%。美联储将在 2023 年 11 月 1 日召开下一次议息会议。

核心观点：

9 月 FOMC 会议整体偏“鹰”。美联储点阵图指向年内还有一次加息空间，基本延续了杰克逊霍尔会议的发言指引，符合预期；但大幅上调了 2024 年和 2025 年的利率中值，指出明年降息空间缩窄、降息时点后移，超过市场预期，并引发美股调整。

美联储将继续谨慎权衡，一会一议。一方面，美国经济正在缓慢降温的轨道中，劳动力市场逐步松动，薪资增速放缓，使得居民总收入增速在 5 月以来有所下滑；但另一方面，近期油价上涨、罢工事件或导致通胀风险再度抬升，通胀水平年内降至 2% 目标难度依然较大。预计美联储将谨慎权衡，一会一议。但整体来看，市场需要忍受更长的高利率环境，明年降息的空间或进一步缩窄、时点将进一步后置。

市场反应：

美股在议息会议之前保持上涨，在新闻发布会召开后快速回落，截至美东时间 9 月 20 日收盘，道琼斯工业平均指数、标准普尔 500 指数和纳斯达克综合指数分别下跌 0.2%、0.9% 和 1.5%，10 年期美债收益率下行 2bp 至 4.35%，2 年期美债收益率上行 4bp 至 5.12%。

一、9 月 FOMC 会议：如期跳过加息

在 9 月 FOMC 会议之前，市场已经充分计入本次跳过加息的预期。由于 6 月份美联储已经跳过（SKIP）一次加息，因此市场预期在 7 月加息后，9 月继续加息概率偏低，有可能选择在 11 月份再度加息。8 月 25 日鲍威尔在杰克逊霍尔会议提出，美联储考虑继续加息，此后市场预期 11 月加息概率在 3 成至 5 成区间波动。

9 月 20 日，有“新美联储通讯社”之称的华尔街日报记者 Nick Timiraos 表示，目前的数据没有好到能让美联储继续加息，但也没有差到能让美联储明确停止加息。而从近期美联储官员表态来看，分歧日益明显，例如亚特兰大联邦储备银行行长博斯蒂克（非票委）和纽约联储主席威廉姆斯（票委）已经公开发表鸽派讲话，认为不应该继续加息。

9月FOMC会议，如期再次跳过加息。从声明来看，本次会议声明整体趋“鹰”。声明暗示年内还有一次加息空间，并未超过市场预期，但大幅上调了2024年和2025年的利率中值，指出明后年降息空间缩窄、降息时点后移，则超过市场预期，并引发美股调整。

一是，美联储暗示要继续加息，点阵图指向2023年年内还有一次加息空间，2024年降息空间缩窄。相比于7月会议纪要，9月会议声明变化不大，重申7月新增的“继续评估更多信息及其对货币政策的影响（*assess additional information and its implications for monetary policy*）”。

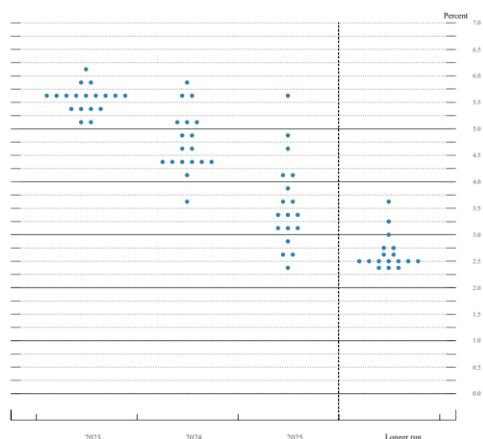
紧接着，声明重申6月表述，“在确定适当的额外政策紧缩程度时，委员会将考虑货币政策的累积紧缩、货币政策影响经济活动和通胀的滞后性，以及经济和金融状况”。此句话暗示美联储后续还有进一步的加息空间。

根据9月发布的点阵图显示，预期2023年联邦基金利率中值为5.6%，较6月持平，指向年内还将加息1次；2024年和2025年利率中值分别为5.1%和3.9%，较6月大幅上修50个基点，指向明年有两次降息空间（每次均为25bp），意味着降息的节奏会进一步放缓、启动时点会进一步后移。

In determining the extent of additional policy firming that may be appropriate to return inflation to 2 percent over time, the Committee will take into account the cumulative tightening of monetary policy, the lags with which monetary policy affects economic activity and inflation, and economic and financial developments...The Committee is strongly committed to returning inflation to its 2 percent objective.

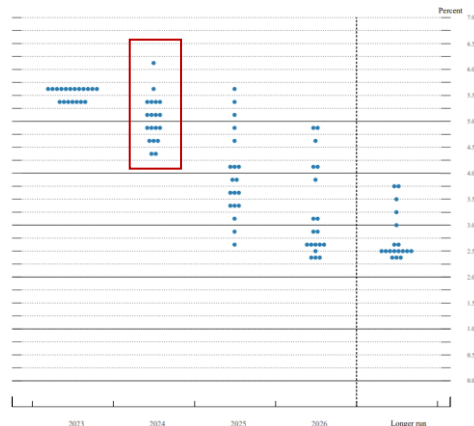
——9月会议声明

图1：6月点阵图指向2024年利率中值为4.6%



资料来源：FED

图2：9月点阵图大幅上调2024年和2025年利率中值



资料来源：FED

二是，在答记者问上，鲍威尔释放出两条信息，一是认为美联储倾向于忽略能源价格的短期波动。7月以来，国际油价持续上涨，并带动7月和8月CPI价格出现反弹。不过，核心CPI依然在缓慢的降温中。鲍威尔表示，持续的高能源价格

将影响通胀预期，能源价格对消费者非常重要，但美联储倾向于忽略能源价格的短期波动。

二是，鲍威尔认为在决定是否继续加息方面，美联储将会“谨慎行事”，大多数政策制定者认为今年再次加息更有可能是合适的。鲍威尔指出，美联储的决策将基于数据和风险评估，美联储在加息方面走得非常远、非常快，更高的利率正在给企业和固定投资带来压力。

美联储对于因为利率上升而陡增的金融业和商业地产风险，依然心存警惕、持续关注，这也推动多位美联储官员公开放“鸽”，指出利率已经达到合意水平。从多项会议纪要和官员发言可以感知，美联储内部分歧也日益明显，也会使得下半年政策路径完全受数据驱动，一会一议。

表 1：从美联储官员（及前官员）和会议纪要来看，美联储内部对后续加息路径存在一定分歧

日期	官员/事件	态度
8 月 31 日	亚特兰大联邦储备银行行长博斯蒂克（非票委）	“我认为政策有适当的限制，我们应该保持谨慎和耐心，让限制性政策继续影响经济， 以免过度收紧，造成不必要的经济痛苦。 ”
9 月 7 日	前圣路易斯联储主席布拉德（非票委）	决策者在本月晚些时候更新预测时，应该继续预期年内再加息一次。
9 月 7 日	波士顿联储行长柯林斯（非票委）	“尽管我们可能已经接近，甚至达到了政策利率峰值，但取决于未来的数据，进一步收紧可能是合理的。”
9 月 8 日	纽约联储主席威廉姆斯（票委）	对目前的利率水平表示满意 ，将密切关注数据，以确保利率水平高到足以抑制通胀。

资料来源：华尔街见闻，财联社，WIND，光大证券研究所

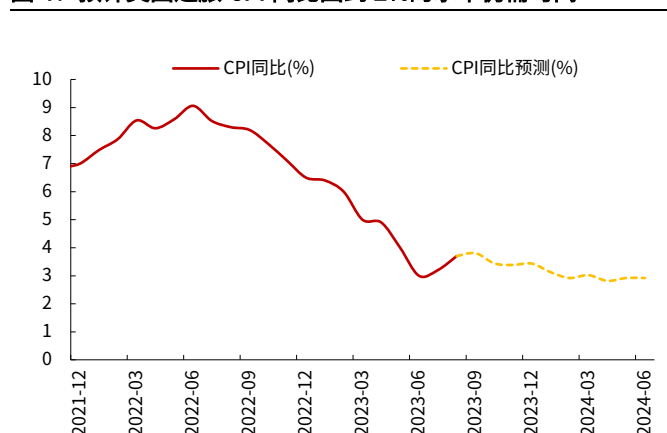
三是，美联储调高了对于今年的经济增速预测，上调了 PCE 通胀预期，下调了核心 PCE 预期。今年以来，美联储持续多次调高对于 2023 年的经济预测，从今年 3 月的 0.5%上调到 6 月的 1%，继续在 9 月上调至 2.1%。当前来看，美国经济持续趋向“软着陆”，居民收入今年相对于去年整体改善，支撑消费保持韧性。鲍威尔在此次新闻发布会中也同样表示，目前美国经济软着陆仍然是有可能的，也是一直在努力实现的目标，但加息导致经济衰退“始终是一个担忧”。

图 3：美联储预期 2023 年 GDP 增速

Variable	Median ¹				
	2023	2024	2025	2026	Longer run
Change in real GDP	2.1	1.5	1.8	1.8	1.8
June projection	1.0	1.1	1.8		1.8
Unemployment rate	3.8	4.1	4.1	4.0	4.0
June projection	4.1	4.5	4.5		4.0
PCE inflation	3.3	2.5	2.2	2.0	2.0
June projection	3.2	2.5	2.1		2.0
Core PCE inflation ⁴	3.7	2.6	2.3	2.0	
June projection	3.9	2.6	2.2		
Memo: Projected appropriate policy path					
Federal funds rate	5.6	5.1	3.9	2.9	2.5
June projection	5.6	4.6	3.4		2.5

资料来源：美联储

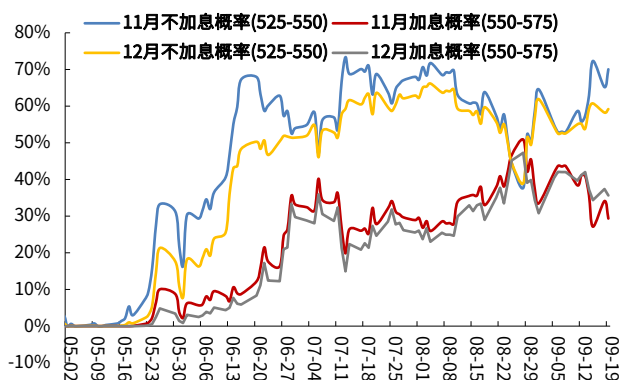
图 4：预计美国通胀 CPI 同比回到 2% 的水平仍需时间



资料来源：WIND，光大证券研究所预测（9 月及之后数据为光大证券研究所预测）

会议结束后，市场依然预期 11 月和 12 月 FOMC 会议不会继续加息，但对于降息时点的预期往后推迟至明年 7 月。议息会议结束后，CME FED WATCH 工具显示市场预期 11 月维持利率不变的概率，基本持平于会议之前的 7 成左右。对于 12 月会议继续维持利率不变的概率超过 5 成，相比于会议之前的接近 6 成小幅回落。而从 CME 观察，市场认为降息的时点进一步延后，最早可能出现在 2024 年的 7 月，且概率不足四成。

图 5：9 月议息会议之前，市场对 11 月加息预期已持续回落



资料来源：CME，光大证券研究所（更新截至北京时间 2023 年 9 月 20 日晚）

图 6：9 月 FOMC 会后，市场预期 11 月不加息概率为 7 成

MEETING DATE	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575
2023/11/1	0.00%	0.00%	0.00%	71.60%	28.40%
2023/12/13	0.00%	0.00%	0.00%	53.40%	39.40%
2024/1/31	0.00%	0.00%	0.00%	50.60%	40.10%
2024/3/20	0.00%	0.00%	6.10%	49.40%	36.40%
2024/5/1	0.00%	1.60%	17.30%	46.00%	29.00%
2024/6/12	0.50%	6.60%	26.40%	40.60%	21.70%
2024/7/31	3.10%	15.20%	32.60%	32.40%	14.10%
2024/9/18	9.60%	24.60%	32.50%	22.50%	7.80%
2024/11/7	17.20%	28.60%	27.40%	15.00%	4.40%
2024/12/18	25.10%	27.80%	18.80%	7.70%	1.80%

资料来源：CME，光大证券研究所（更新截至北京时间 2023 年 9 月 21 日上午）

二、加息基本接近终点，但降息尚且遥远

美国经济正在缓慢降温的轨道中，但速度偏慢，韧性较强。

一方面，去年年底以来居民收入持续改善，7 月以来增速有所放缓，但依然处于相对高位。2022 年下半年以来，美国居民可支配收入增速缓慢上行，名义增速在 2023 年 4 月跳增至 8% 以上，实际增速则从去年的负增长转正至 5 月的 4%。究其原因，除工资收入保持粘性之外，政府转移支付收入增加及个税征税标准上调均有贡献。

从 5 月以来，居民收入增速缓慢回落，总收入增速和可支配收入增速均出现回落，其中工资增速放缓的影响最大。究其原因，随着就业参与率持续提升，就业市场开始松动，就业缺口持续收敛，工人议价能力下滑，薪资增速放缓。不过，目前就业市场还未恢复到美联储合意水平，鲍威尔也在本次发布会提出，劳动力市场依然吃紧，但供需较之前更为平衡。

另一方面，消费继续缓慢降温，且韧性较强。受高利率环境拖累，居民耐用品消费增速在上半年持续回落，但居民服务消费受利率影响相对较小，主要与收入增速有关，上半年体现出较强韧性。但随收入增速放缓，8 月居民零售、休闲以及服务消费增速均回落。若剔除石油价格影响，则 8 月零售环比增速仅为 +0.2%，不及 7 月 +0.5% 的增速水平，指向美国居民实际消费需求在缓慢降温。（具体可参考我们在 2023 年 9 月 15 日外发的报告《能源消费大幅反弹，美国消费“高而不强”——2023 年 8 月美国零售数据点评》）。

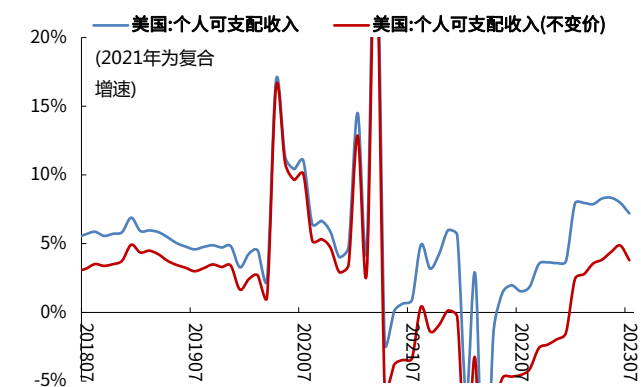
通胀方面，下半年将有小幅反弹，年末逐步靠近 3% 的水平。今年上半年，美国通胀读数快速回落，但很大程度上来自于基数持续走高和能源价格的回落，核心

通胀松动的速度较慢。向前看，考虑到下半年基数效应走弱、能源价格存在上涨风险，美国通胀下行难度加大，三季度 CPI 同比读数或将出现小幅回升，四季度或继续回落，回落速度取决于核心通胀降温程度。

基于我们对美国全年通胀同比趋势的推算，2023 年三、四季度，通胀同比增速将进入平台期，在 3%至 4%区间内震荡，也即通胀同比的回落速度会在下半年显著放缓（具体请参考我们在 7 月 13 日外发的报告《美国通胀步入平台期——2023 年 6 月美国 CPI 数据点评》）。

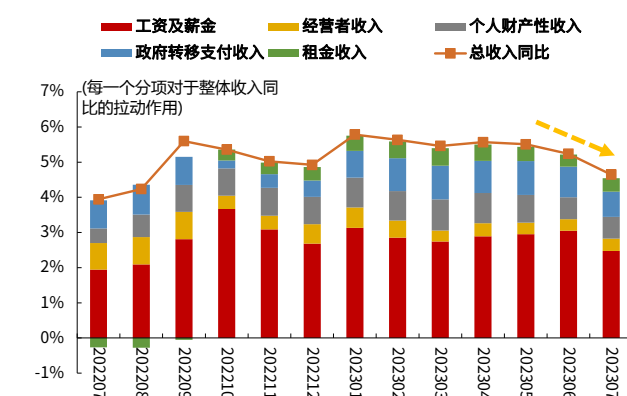
因此，考虑到美国经济不断趋向“软着陆”，通胀同比下行速度将显著回落，预计美联储将谨慎权衡，不排除下半年再度加息的可能性。但整体来看，年内基本已无降息空间，且明年降息的空间进一步缩窄、节奏进一步放缓。

图 7：美国居民可支配收入名义增速在上半年改善，7 月增速出现回落



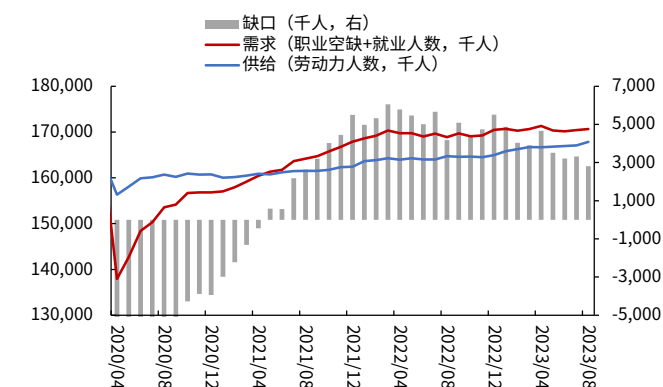
资料来源：Wind，光大证券研究所（2020 年及 2022 年数据未完全显示）

图 8：总收入结构拆分：工资收入对收入贡献开始放缓



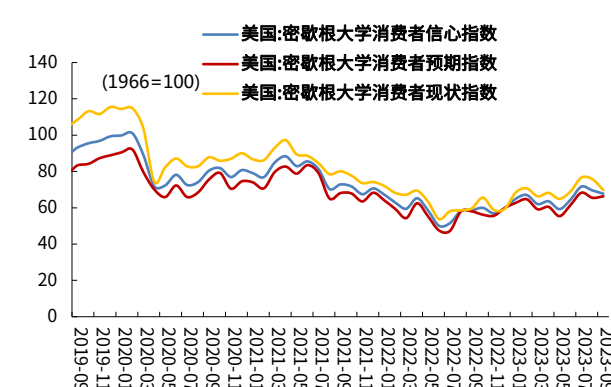
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 9：劳动力供需缺口持续收窄，但依然存在



资料来源：Wind，光大证券研究所（8 月职位空缺数尚未公布，假设与 7 月相同）

图 10：消费者信心指数在 9 月再次小幅回落



资料来源：Wind，光大证券研究所

三、风险提示

俄乌局势升级，国际大宗商品价格波动。

美国中小银行流动性风险事件持续发酵。

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP