

软着陆不是首要目标

——2023 年 9 月美联储议息会议点评

暂停加息但大幅上修经济增长预期并给出更鹰加息指引超出市场一致预期。为何本轮加息之路如此之长？源于疫后美国经济结构变化以及由奢入俭难之下中低收入群体的透支型消费。美联储表示软着陆不是首要目标，意味着硬着陆风险（失业率大幅走高）出现前，美联储都会保持鹰派。好消息是，三点变化说明美国距离就业恶化似乎只有一步之遥，只不过仍需耐心等待。往后看，需警惕美股调整风险。

- **暂停加息，但大幅上修经济增长预期并给出更鹰加息指引超出市场一致预期：**
1) 美联储宣布暂停一次加息但上调未来加息预期，维持 950 亿美元/月缩表计划，均符合市场预期。2) 在经济展望中，美联储将今年经济增长预期由 6 月的 1.0% 上调至 2.1%，将今年失业率预期由 6 月的 4.1% 下调至 3.8%，明年失业率预期由 4.5% 下调至 4.1%。3) 点阵图暗示，2023-2024 年联邦基金利率预期中值分别为 5.6% 和 5.1%，但议息会议前夕市场的一致预期是未来继续不加息的概率为 59.8%、且明年基准利率将降至 5% 下方。
- **为何本轮加息之路如此之长？结构变化与透支消费。**1) 结构变化加大了经济预测难度。疫后美国出现了三点结构性变化：因疫情及财富效应等因素导致的用工荒（但 8 月就业缺口已经基本弥合）；疫后美国各个部门间的错位运行令经济始终拥有安全垫；疫后美国居民生活及消费习惯也出现了变化。上述变化显著加大了我们乃至对于美国经济的预测难度。2) 由俭入奢易，由奢入俭难。在财政转移支付后，美国中小银行信用卡拖欠率开始触底回升，表明美国部分中低收入群体存在消费透支明显。
- **软着陆不是首要目标，就意味着硬着陆风险出现前，美联储都会保持鹰派。**只要失业率未现明显上升（美联储似乎将失业率大幅攀升作为硬着陆信号之一），而核心通胀仍处高位，那么美联储就会继续保持鹰派。也就是说，让美联储彻底转向鸽派，必须看到两个结果：要么核心通胀大幅回落导致实际利率被动大幅抬升并对经济形成明显约束；要么失业率快速走高，出现硬着陆信号。
- **距离就业恶化似乎只有一步之遥。**目前，美国就业市场出现三点变化：1) 中小银行信用卡欠账率创出有数据以来新高意味着劳动参与率将进一步攀升；2) 职位空缺加速回落意味着时薪增速将进一步放缓；3) 美联储保持高利率以及个别行业工人罢工争取更高薪资意味着企业端将进一步减少招聘需求，而这三者共振也意味着美国距离就业市场恶化可能只有一步之遥。在就业恶化之前，我们会看到更鹰派的美联储，但恶化之后美联储大概率会快速转向。此间，我们只能保持耐心等待。
- **警惕美股的调整风险。**3 月中旬后美联储为防止持续加息中再次出现金融风险事件而在加息、缩表的同时亦通过银行定期融资计划（BTFP）为市场注入了流动性。美股在 BTFP 之后开始大幅走高，8 月以来 BTFP 停止新增、美股也止涨调整。美联储并不会为银行定期融资计划规模设置前瞻指引，通过这一科目释放的流动性具有随机性。但 8 月以来停止新增大概率说明若无风险事件，美联储对短期流动性的态度亦由鸽转鹰。那么，短期内无论是否出现风险事件，美股进一步调整都将成为大概率。此外，美联储政策转向的前提是失业率上升或实际利率大幅被动走高，这也意味着美国经济面临明显的放缓风险，在经济下行风险暴露与联储货币政策支持不足的阶段，美股的下行风险同样不低。

风险提示：美国经济与通胀形势超预期，美联储货币政策超预期；美国银行业风险超预期。

张静静	S1090522050003
zhangjingjing@cmschina.com.cn	
张一平	S1090513080007
zhangyiping@cmschina.com.cn	
张岸天	S1090522070002
zhangantian@cmschina.com.cn	
赵宏鹤	S1090522070005
zhaohonghe@cmschina.com.cn	
马瑞超	S1090522100002
maruichao@cmschina.com.cn	

正文目录

一、 暂停加息，但加息指引超出市场预期.....	3
二、 加息周期何时是终点？	4
（一）为何本轮加息之路如此之长？结构变化与透支消费	4
（二）软着陆不是首要目标，就意味着硬着陆风险出现前，美联储都会保持鹰派	5
（三）距离就业恶化似乎只有一步之遥.....	5
三、 警惕美股的调整风险.....	6

图表目录

图 1: 美联储 9 月 FOMC 的经济展望	3
图 2: 6 月美联储关于未来加息预期的点阵图	3
图 3: 9 月美联储关于未来加息预期的点阵图	3
图 4: 美国银行信用卡拖欠率（%）	5
图 5: 美国失业率与职位空缺	6
图 6: 3 月以来美联储为市场提供了流动性支持	7
图 7: 今年以来纳斯达克指数走势.....	7

表 1: 9 月 20 日（议息会议前夕）CME 给出的未来一年美联储升降息概率（单位：BP）	4
---	---

一、暂停加息，但加息指引超出市场预期

美联储宣布暂停一次加息但上调未来加息预期，维持 950 亿美元/月缩表计划，均符合市场预期。美联储发布 9 月议息会议声明，暂停一次加息令联邦基金目标利率保持在 5.25%-5.50% 区间，并表示维持减持 600 亿美元/月美债和 350 亿美元/月 MBS 的缩表节奏不变。

在经济展望中，美联储大幅上修今明两年经济增长，适度下修了失业率水平。1) 将今年经济增长预期由 6 月的 1.0% 上调至 2.1%，将明年经济增长预期由 1.1% 上调至 1.5%；2) 将今年 PCE 同比预期由 6 月的 3.2% 上调至 3.3%，明年 PCE 同比预期保持 2.5% 不变；3) 将今年失业率预期由 6 月的 4.1% 下调至 3.8%，明年失业率预期由 4.5% 下调至 4.1%。

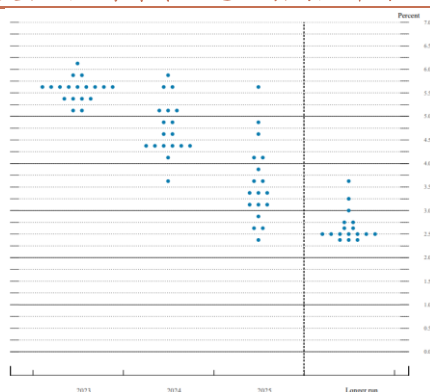
美联储明确暗示了 Q4 仍有一次加息，超出市场一致预期。点阵图暗示，2023-2024 年联邦基金利率预期中值分别为 5.6% 和 5.1% (6 月为 5.6% 和 4.6%)，但如表 1 所示，议息会议前夕市场的一致预期是未来继续不加息的概率为 59.8%，且明年基准利率将降至 5% 下方。

图 1: 美联储 9 月 FOMC 的经济展望

Variable	Median ¹					Central Tendency ²				
	2023	2024	2025	2026	Longer run	2023	2024	2025	2026	Longer run
Change in real GDP	2.1	1.5	1.8	1.8	1.8	1.9-2.2	1.2-1.8	1.6-2.0	1.7-2.0	1.7-2.0
June projection	1.0	1.1	1.8		1.8	0.7-1.2	0.9-1.5	1.6-2.0		1.7-2.0
Unemployment rate	3.8	4.1	4.1	4.0	4.0	3.7-3.9	3.9-4.4	3.9-4.3	3.8-4.3	3.8-4.3
June projection	4.1	4.5	4.5		4.0	4.0-4.3	4.3-4.6	4.3-4.6		3.8-4.3
PCE inflation	3.3	2.5	2.2	2.0	2.0	3.2-3.4	2.3-2.7	2.0-2.3	2.0-2.2	2.0
June projection	3.2	2.5	2.1		2.0	3.0-3.5	2.3-2.8	2.0-2.4		2.0
Core PCE inflation ⁴	3.7	2.6	2.3	2.0		3.6-3.9	2.5-2.8	2.0-2.4	2.0-2.3	
June projection	3.9	2.6	2.2			3.7-4.2	2.5-3.1	2.0-2.4		
Memo: Projected appropriate policy path										
Federal funds rate	5.6	5.1	3.9	2.9	2.5	5.4-5.6	4.6-5.4	3.4-4.9	2.5-4.1	2.5-3.3
June projection	5.6	4.6	3.4		2.5	5.4-5.6	4.4-5.1	2.9-4.1		2.5-2.8

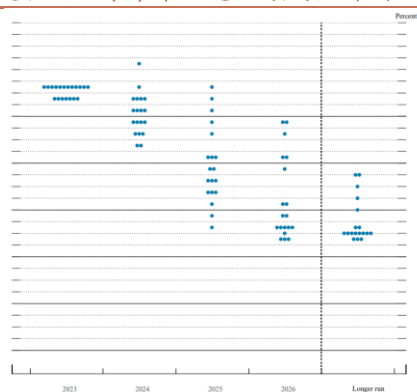
资料来源: FED, 招商证券

图 2: 6 月美联储关于未来加息预期的点阵图



资料来源: FED, 招商证券

图 3: 9 月美联储关于未来加息预期的点阵图



资料来源: FED, 招商证券

表 1: 9 月 20 日 (议息会议前夕) CME 给出的未来一年美联储升降息概率 (单位: BP)

MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575	575-600
9/20/2023	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	99.00%	1.00%	0.00%
11/1/2023	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	70.80%	28.90%	0.30%
12/13/2023	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	59.80%	35.40%	4.70%
1/31/2024	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	59.80%	35.40%	4.70%
3/20/2024	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	14.40%	54.00%	28.10%	3.60%
5/1/2024	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	5.10%	28.40%	44.70%	19.40%	2.30%
6/12/2024	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	2.10%	14.80%	35.20%	34.10%	12.30%	1.40%
7/31/2024	0.00%	0.00%	0.00%	1.10%	8.80%	25.60%	34.70%	22.60%	6.50%	0.70%
9/18/2024	0.00%	0.00%	0.70%	5.90%	19.20%	31.20%	27.20%	12.60%	2.90%	0.30%
11/7/2024	0.00%	0.40%	3.70%	13.50%	26.00%	28.90%	18.90%	7.10%	1.40%	0.10%
12/18/2024	0.30%	2.70%	10.60%	22.40%	28.10%	21.80%	10.50%	3.00%	0.50%	0.00%

资料来源: CME, 招商证券

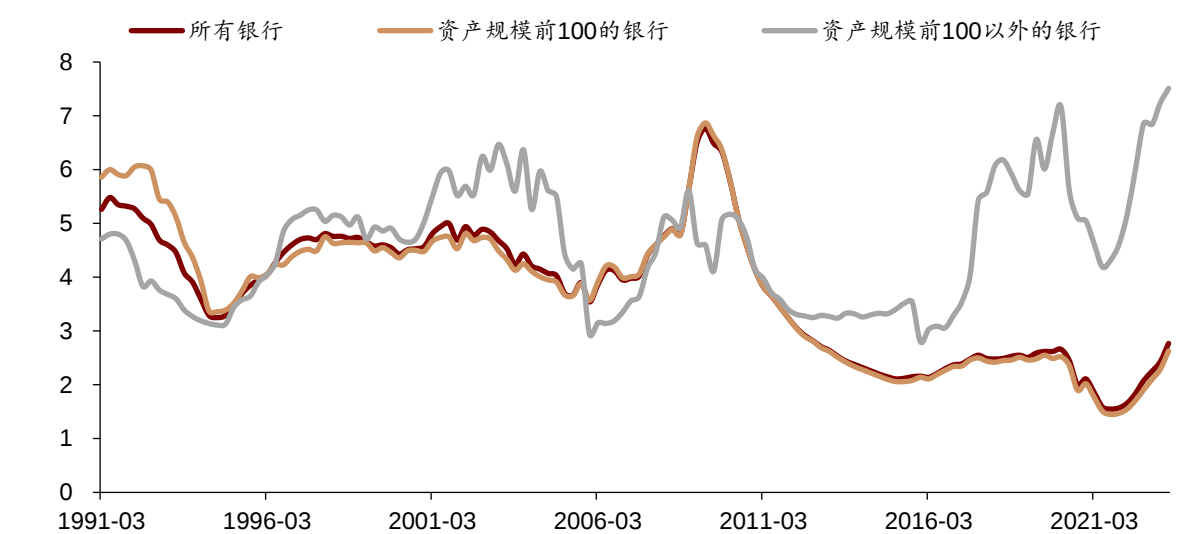
二、加息周期何时是终点?

(一) 为何本轮加息之路如此之长? 结构变化与透支消费

今年以来关于美国有两点讨论: 1) 美国经济为何一直强于预期? 2) 美联储加息之路为何一直超预期? 何时是拐点? 我们在报告《再议美国结构性变化: 就业、经济错位、生活习惯》中指出, 疫后美国出现了三点结构性变化: 1) 因疫情及财富效应等因素导致的用工荒, 截至 6 月美国仍有 0.2% 的就业缺口 (但 8 月就业缺口已经基本弥合); 2) 疫后美国各个部门处于不同的经济周期位置 (目前地产复苏、库存周期进入被动去库存、服务部门仍有韧性), 这种部门间的相互错位令经济始终拥有安全垫; 3) 疫后美国居民生活及消费习惯也出现了变化。上述变化显著加大了我们对于美国经济的预测难度, 以至于美联储亦不断修正经济预测、前瞻指引也并不稳定。

此外, 无论是近期数据还是鲍威尔讲话都表明, 美国经济仍超出预期。尽管地产与企业投资都受到了利率上升的约束, 但**消费者支出数据尤其强劲**。我们认为**消费强劲与两因素有关: 首先, 财富效应还未完全消退**。正如我们在报告《为什么美国经济对 FED 加息不那么敏感?》中指出, 疫后美联储从宽松到紧缩的周期较短, 疫后初期财富效应和货币宽松对于美国经济的边际影响虽然减弱但尚未消失, 反而紧缩影响还未充分显现; **另外, 由俭入奢易, 由奢入俭难**。如图 4 所示, 在财政转移支付 (最后一轮是 2021 年 3 月) 后, 美国中小银行信用卡拖欠率开始触底回升, 表明财政转移支持过后, 美国部分中低收入群体开始透支性消费。尽管短期提振了消费乃至通胀, 但也为日后经济转差埋下伏笔, 近期美国就业参与率上升也是透支性消费无法继续的结果。

图 4: 美国银行信用卡拖欠率 (%)



资料来源: Wind, 招商证券

(二) 软着陆不是首要目标，就意味着硬着陆风险出现前，美联储都会保持鹰派

鲍威尔在讲话中提到，“我们认为当前的货币政策立场是限制性的，给经济活动、就业和通胀带来了下行压力。此外，美国经济还面临着来自家庭和企业信贷紧缩的不利因素。”在答记者问环节中，鲍威尔指出“与软着陆相比，首要目标是稳定价格”，可喜的是，“劳动力市场再平衡、通货膨胀下降，但失业率并未大幅上升，这是其他紧缩周期的典型情况。”从鲍威尔的表述来看，美联储对于经济软着陆的定义大抵是：在失业率未现大幅上升的前提下，通过限制性货币政策为经济活动、就业需求和通胀降温。在通胀回落至目标区间后，失业率仍处于较低水平。

关于何时降息，鲍威尔的表述是“我从来没有打算发出一个关于（降息）时机的信号……”“很可能在通胀下降，实际利率被动上升时有这个需求……”“在通货膨胀方面，6-8 月核心通胀大幅下降……”。换言之，只要失业率未现明显上升，而核心通胀仍处高位，那么美联储就会继续保持鹰派：对未来加息前景保持一定的开放态度，再加 25BP 之后仍然不会给出太多降息指引而是暗示将基准利率维持高位。

也就是说，让美联储彻底转向鸽派，必须看到两个结果：要么核心通胀大幅回落导致实际利率被动大幅抬升并对经济形成明显约束；要么失业率快速走高，出现硬着陆信号。

(三) 距离就业恶化似乎只有一步之遥

如图 5 所示，2000 年发布职位空缺数据后的两个经济周期中，职位空缺与失业率总是镜像变化。也即：职位空缺从高位回落之日就是美国失业率回升之时。但 2018 年 9 月职位空缺就曾有一次见顶，而失业率直至疫情才被动飙升。2022 年 3 月职位空缺再次见顶，直至目前失业率仍在 4% 下方徘徊，二者的镜像关系似乎再次

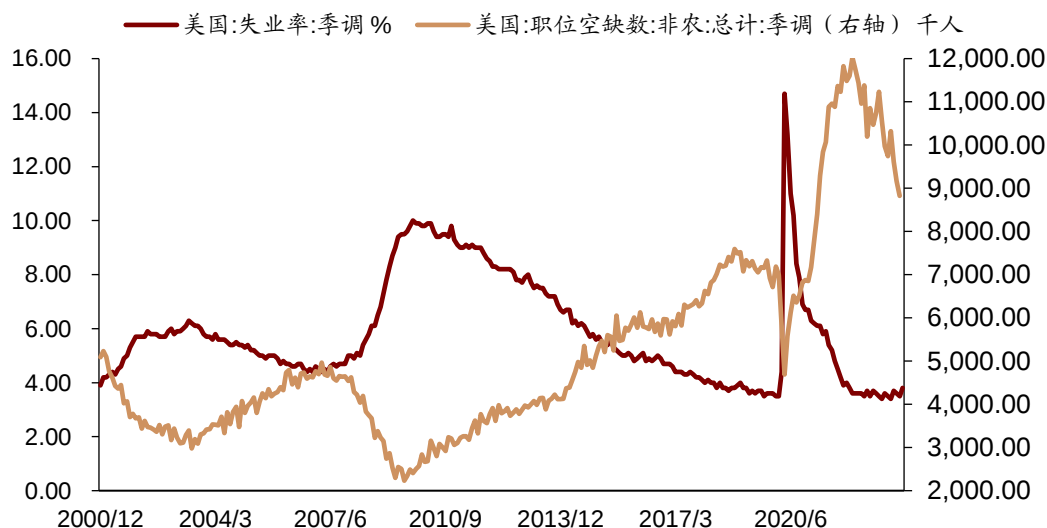
被打破。但是，疫情与 2022 年 3 月-2023 年 4 月职位空缺都是平稳回落，而 2023 年 5-7 月开始加速。正如我们在 8 月通胀数据点评《耐心等待就业打败通胀》中指出的，今年以来美国就业数据已经连续 6 个月出现下修，就业市场已然出现了边际转弱的苗头。

此外，正如议息会议中鲍威尔与记者们探讨的汽车行业罢工亦会对美国就业市场产生影响。美国当地时间 9 月 15 日，全美汽车工人联合会(UAW，该工会代表了约 14.6 万名汽车工人¹)与三大汽车巨头的劳资协议谈判失败并开始在美国多个州发起罢工²。美国汽车工人联合会当地时间 18 日通过发布一段视频，该组织主席肖恩·费恩在视频中表示：在美国东部时间 9 月 22 日中午之前，如果薪酬协议谈判仍未取得“重大进展”，UAW 将号召更多成员加入“站起来罢工”³。该事件大概率会导致 9 月就业数据转弱并推升失业率。

一旦企业部门将更高的融资成本和更高的工资要求转变成进一步收缩投资、减少招聘甚至开始大规模裁员，必然会推动失业率加速攀升。我们认为中小银行信用卡欠账率创出有数据以来新高（如图 4）意味着劳动参与率将进一步攀升、职位空缺加速回落意味着时薪增速将进一步放缓、保持高利率以及罢工争取更高薪资意味着企业端将进一步减少招聘需求，而这三者共振也意味着美国距离就业市场恶化可能只有一步之遥。

综上所述，在就业恶化之前，我们会看到更鹰派的美联储，但恶化之后美联储大概率会快速转向。此间，我们只能保持耐心等待。

图 5：美国失业率与职位空缺



资料来源：Wind，招商证券

三、警惕美股的调整风险

我们在年初反复提示美股存在最后一跌，但 3 月之后美股反而一路高歌，问题出在哪儿？3 月上旬美国银行业因高利率而出险，硅谷银行宣布破产，目前在更高

¹ <https://www.cnbc.com/2023/08/25/uaw-strike-vote-to-authorize.html>

² <https://www.cnbc.com/2023/09/15/sanders-to-address-uaw-strike-rally-in-detroit-after-bashing-carmakers.html>

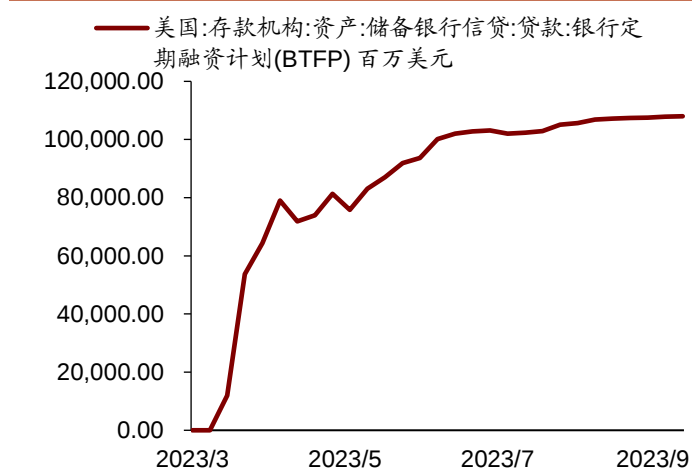
³ <https://uaw.org/uaw-president-shawn-fain-announces-stand-strike-will-expand-noon-friday-big-three-fail-make-substantial-progress-negotiations-deadline/>

的基准利率之下，各个期限的美债收益率都已超出 3 月水平，但银行业并未再次出险，原因在于 3 月中旬后美联储为防止持续加息中再次出现金融风险事件而在加息、缩表的同时亦通过银行定期融资计划（BTFP）为市场注入了流动性。如图 7 所示，以纳斯达克为代表的美股在 BTFP 之后开始大幅走高。8 月以来 BTFP 停止新增、纳斯达克也止涨调整。

美联储并不会为银行定期融资计划规模设置前瞻指引，通过这一科目释放的流动性具有随机性。但 8 月以来停止新增大概率说明若无风险事件，美联储对短期流动性的态度亦由鸽转鹰。那么，短期内无论是否出现风险事件，美股进一步调整都将成为大概率。

此外，美联储政策转向的前提是失业率上升或实际利率大幅被动走高，这也意味着美国经济面临明显的放缓风险，在经济下行风险暴露与联储货币政策支持不足的阶段，美股的下行风险同样不低。

图 6：3 月以来美联储为市场提供了流动性支持



资料来源：Wind，招商证券

图 7：今年以来纳斯达克指数走势



资料来源：Wind，招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。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。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

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，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。