

还会有加息么？ ——9月美联储议息会议解读

■ 证券研究报告

分析师 陈兴

SAC 证书编号: S0160523030002

chenxing@ctsec.com

分析师 马骏

SAC 证书编号: S0160523080004

majun@ctsec.com

相关报告

1. 《欧央行鹰派加息——海外聚焦 2023 年第 4 期》 2023-09-17
2. 《降准补充流动性——流动性观察 2023 年第 4 期》 2023-09-16
3. 《财政托底内需——实体经济图谱 2023 年第 29 期》 2023-09-16

核心观点

- ❖ **本月暂停加息，但年内或仍有一次加息。**本次议息会议中，美联储决定暂停加息，将基准利率维持在 5.25%-5.5% 的目标范围内，同时维持其他相关利率水平不变，并按照原有计划继续实施缩表行动。加息预期点阵图显示，年内或仍有一次加息，明年降息幅度预期从 100bp 降为 50bp。美联储主席鲍威尔在记者会上表示，大多数政策制定者认为今年再次加息更合适，强劲的经济活动是需要加息主要原因，决定降息的部分原因可能是实际利率持续上升。我们认为，目前利率水平具有限制性，近期油价波动对通胀水平扰动较大，美联储表态偏鹰可以有效打压通胀预期。在通胀区间波动，核心通胀持续回落的背景下，对于利率政策的关注重心应当由“加多高”逐步切换至“高多久”。
- ❖ **下调失业率预期，上调通胀预期。**在就业和通胀方面，委员会把就业增长的措辞改成“有所放缓，但依然维持强劲”，其余表述与此前一致。美联储将 2023 年的失业率预期从 6 月的 4.1% 下调至 3.8%，同时将 2023 年的 PCE 预期从 6 月的 3.2% 上调至 3.3%，2023 年核心 PCE 预期从 6 月的 3.9% 下调至 3.7%。我们认为，就业市场需求已经持续降温，但劳动力供给仍低于疫情前水平，供需缺口难以快速弥合，失业率年内不会大幅上行。考虑到低基数效应不再、油价显著上行以及汽车工人罢工等事件，未来通胀或将面临挑战，但 CPI 同比增速或仍将保持 3%-4% 的水平波动。
- ❖ **本年度 GDP 增速预测翻倍，但风险仍在。**在经济增长和风险方面，委员们对 2023 年美国实际 GDP 增速的预期中值从 6 月的 1% 大幅提升至 2.1%。鲍威尔表示，美国实际 GDP 增长超出预期，主要受到强劲的消费支出推动，软着陆是有可能实现的。我们认为，消费强劲推动美国 GDP 增速表现超预期，经济软着陆的可能性大大提升。但金融机构资产的账面亏损在降息前仍难以解决，金融风险依旧存在。美联储流动性工具用量也持续处于高位，现有风险更多聚集在中小银行和非银机构部门。由于高限制性利率或将持续，仍有可能出现政策调整过晚，风险爆发导致经济衰退的情况，届时联储或将被动降息。
- ❖ **未来政策如何变动？**美联储决策公布后，市场预期 11 月再次加息的可能性约为 35%，首次降息时点推迟到明年九月份。从历史经验来看，经济过热是再度加息主因，PMI 持续居于高位，通胀持续上行和劳动力市场强劲均是再度加息的催化剂。结合现有数据，我们认为年内或不会再次加息，维持基准情形下利率将保持不变的判断，降息预期暂不稳固，未来仍需观察通胀水平和金融市场风险。
- ❖ **风险提示：**美国通胀上行超预期，美联储货币紧缩超预期，美国经济下行超预期。

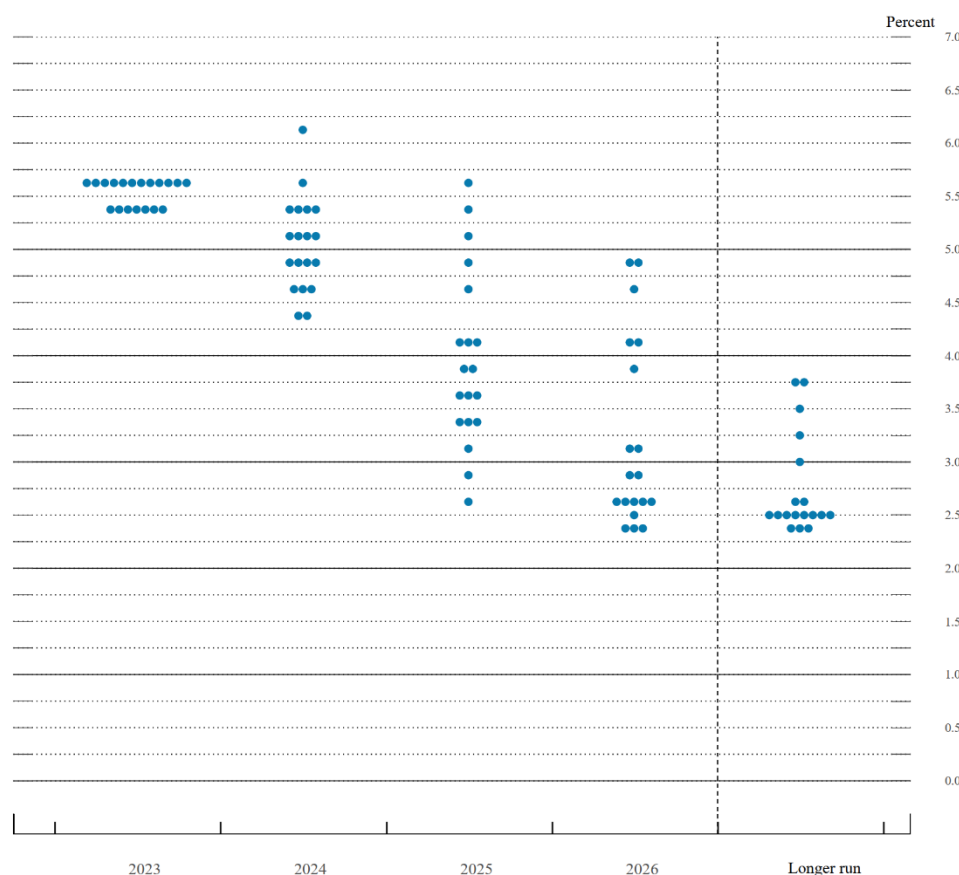
图表目录

图 1. FOMC 9 月加息预期点阵图	3
图 2. 美国通胀增速较高位显著回落 (%)	4
图 3. 历次 FOMC 预测 2023 年美国各经济指标 (%)	5
图 4. 美联储资产负债表变动 (千亿美元)	5

本月暂停加息，但年内或仍有一次加息。本次议息会议中，美联储决定暂停加息，将基准利率维持在 5.25%-5.5% 的目标范围内，同时维持其他相关利率水平不变，并按照原有计划继续实施缩表行动。加息预期点阵图显示，9 月点阵图对 2023 年利率的预期中值是 5.6%，与 6 月预期保持一致，暗示年内或仍有一次加息，但 9 月点阵图对 2024 年末利率的预期中值达到 5.1%，较 6 月上升 50 个基点，指向明年降息幅度预期从 100bp 降为 50bp。美联储主席鲍威尔在记者会上表示，大多数政策制定者认为今年再次加息更合适，强劲的经济活动是需要加息主要原因，实际利率现在是“有实质意义的正值”，需要保持正值“一段时间”。他强调，美联储未来做出的决策将取决于全部数据的综合情况，关于未来降息的任何决定都将基于经济的需求，决定降息的部分原因可能是实际利率持续上升。

我们认为，目前利率水平具有限制性，近期油价波动对通胀水平扰动较大，美联储表态偏鹰可以有效打压通胀预期。在通胀区间波动，核心通胀持续回落的背景下，对于利率政策的关注重心应当由“加多高”逐步切换至“高多久”。

图1.FOMC 9 月加息预期点阵图

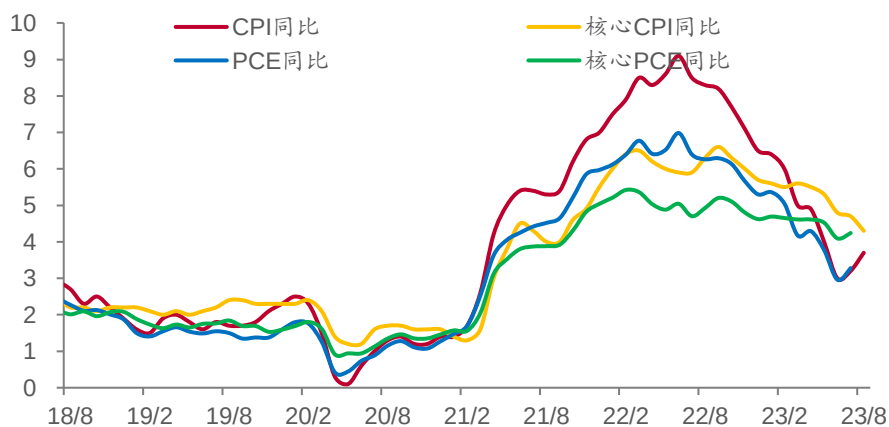


数据来源：FED，财通证券研究所

下调失业率预期，上调通胀预期。在就业和通胀方面，委员会把就业增长的措辞改成“有所放缓，但依然维持强劲”，其余表述与此前一致。在经济指标预测中，美联储将 2023 年的失业率预期从 6 月的 4.1% 下调至 3.8%，2024 年和 2025 年的预期均从 4.5% 下调至 4.1%。同时将 2023 年的 PCE 预期从 6 月的 3.2% 上调至 3.3%，2023 年核心 PCE 预期从 6 月的 3.9% 下调至 3.7%。鲍威尔在新闻发布会中指出，降低通胀的前提是 GDP 增速一段时期内低于趋势水平，如果经济表现更强劲，美联储将不得不采取更多措施来降低通胀。他表示，持续的高能源价格将影响通胀预期，美联储认为劳动力市场的再平衡将继续进行，但劳动力需求仍超过供给。

我们认为，就业市场需求已经持续降温，但劳动力供给仍低于疫情前水平，供需缺口难以快速弥合，失业率年内不会大幅上行。考虑到低基数效应不再、油价显著上行以及汽车工人罢工等事件，未来通胀或将面临挑战，但 CPI 同比增速或仍将保持 3%-4% 的水平波动。

图2.美国通胀增速较高位显著回落(%)

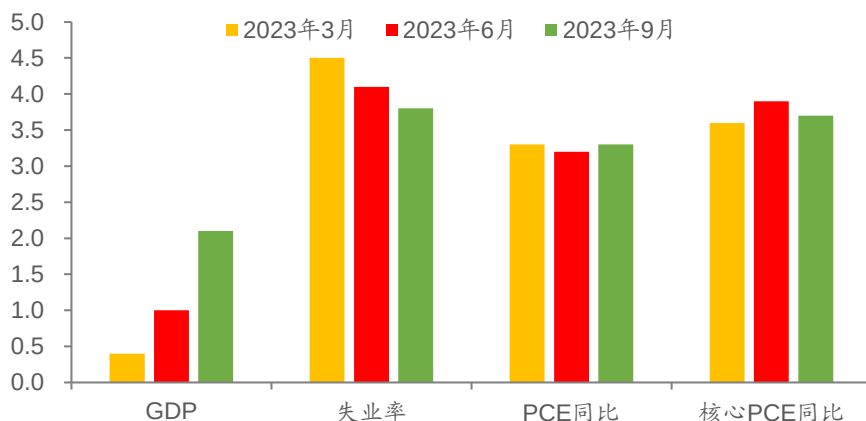


数据来源：WIND，财通证券研究所

本年度 GDP 增速预测翻倍，但风险仍在。在经济增长和风险方面，委员会继续指出美国银行体系健全且富有弹性，但信贷条件收紧可能会对经济、就业和通胀造成压力。经济活动一直在以温和的速度扩张。委员们对 2023 年美国实际 GDP 增速的预期中值从 6 月的 1% 大幅提升至 2.1%，对 2024 年的经济增速预期中值也从 1.1% 上升至 1.5%。鲍威尔表示，美国实际 GDP 增长超出预期，主要受到强劲的消费支出推动，家庭和企业资产负债表比预期更强劲，住房市场活动有所回暖。他认为，加息导致经济衰退“始终是一个担忧”，软着陆是有可能实现的。

我们认为，消费强劲推动美国 GDP 增速表现超预期，经济软着陆的可能性大大提升。但金融机构资产的账面亏损在降息前仍难以解决，金融风险依旧存在。美联储流动性工具用量也持续处于高位，现有风险更多聚集在中小银行和非银机构部门。由于高限制性利率或将持续，仍有可能出现政策调整过晚，风险爆发导致经济衰退的情况，届时联储或将被动降息。

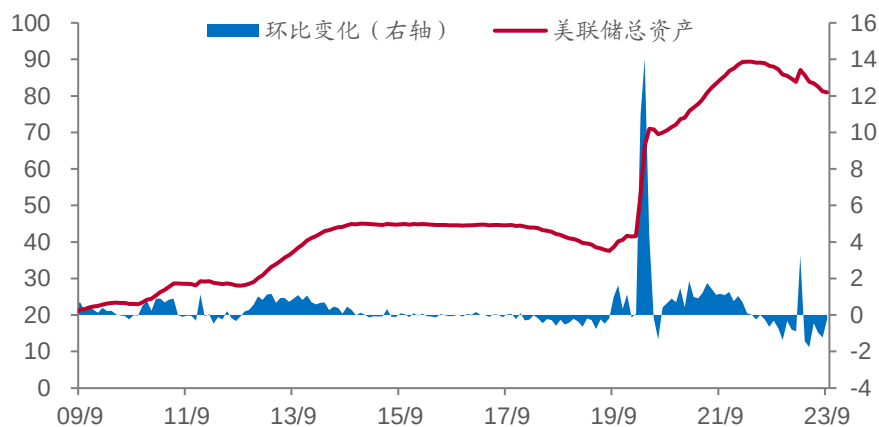
图3. 历次 FOMC 预测 2023 年美国各经济指标 (%)



数据来源：FED，财通证券研究所

未来政策如何变动？ 美联储决策公布后，市场预期 11 月再次加息的可能性约为 35%，首次降息时点推迟到明年九月份。从历史经验来看，经济过热是再度加息主因，PMI 持续居于高位，通胀持续上行和劳动力市场强劲均是再度加息的催化剂。结合现有数据，我们认为年内或不会再加息，维持基准情形下利率将保持不变的判断，降息预期暂不稳固，未来仍需观察通胀水平和金融市场风险。

图4. 美联储资产负债表变动 (千亿美元)



数据来源：WIND，财通证券研究所

风险提示：美国通胀上行超预期，美联储货币紧缩超预期，美国经济下行超预期。

信息披露**● 分析师承诺**

作者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，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

以报告发布日后 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 行业评级

以报告发布日后 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均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。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，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。