

联储如期暂停加息指引偏鹰

华泰研究

2023 年 9 月 21 日 | 中国内地

动态点评

9 月 FOMC 决议点评

北京时间 9 月 21 日（周四）凌晨，联储 9 月 FOMC 决议如期暂停加息、基准利率维持在 5.25%-5.5% 区间，点阵图传递了利率维持高位更长时间的信号（higher for longer），年内预计再加息 1 次，2024 年降息幅度从 4 次削减至 2 次，2026 年的利率维持在 2.9%，高于联储对于长期联邦基金利率的预测（2.5%）。偏鹰派的指引推升了加息预期，截至北京时间凌晨 5:00，相较于会前，美元上涨 0.6% 至 105.4；标普 500 下跌 0.9%；2 年期和 10 年期美债收益率分别上升 12bp 和 8bp 至 5.18% 和 4.40%；市场预计年内（11 月或者 12 月会议）再加息 25bp 的概率从 40% 升至 52%，联储首次降息时点从 2024 年 7 月推迟到 2024 年 9 月，2024 年降息预期从 70bp 下调至 58bp（图表 1）。

基本面方面，鲍威尔表示，美国增长超预期，劳工市场仍然紧张但供需失衡逐步改善，核心通胀有所放缓但仍远未达到 2% 的目标。鲍威尔称，软着陆是美联储的一个主要目标（primary objective）。增长方面，鲍威尔强调今年以来美国实际 GDP 增长超预期，尤其是消费者相关支出仍然强劲，且地产活动有所回暖，但高利率对企业固定资产投资的影响开始显现。就业方面，新增非农也虽然在放缓，但仍然较为强劲。通胀方面，核心 PCE 有所放缓，但距离 2% 的通胀目标仍然遥远（long way to go）。

加息路径层面，点阵图传递出利率维持高位更长时间（higher for longer）的信息，但鲍威尔也强调决策仍然依赖数据。9 月点阵图指示美联储年内将再加息 1 次，与 6 月一致。同时，2024-2025 年的利率预测均上调 50 个基点，其中 2024 年降息次数从 6 月的 4 次降至 2 次（图表 2）。9 月会议虽然没有直接上调长期名义联邦基金利率（即 R^* ），但 2026 年政策利率预测为 2.9%，高于 R^* 的预测（2.5%）。鲍威尔在讲话中也表示， R^* 可能更高，但是联储目前并不清楚。此外，鲍威尔仍然强调点阵图不是一个计划，未来仍将依赖数据决策，关注是否有令人信服的证据显示通胀被控制住。

经济预测方面，美联储大幅上调 2023 年 GDP 增速预测，下调核心通胀和失业率预测，符合我们此前的判断（参见《9 月或如期不加息、11 月仍有变数》，2023/9/20）。2023 年和 2024 年四季度 GDP 同比预测分别上调 1.1pct 和 0.4pct 至 2.1% 和 1.5%（图表 3）。2023 年四季度核心 PCE 通胀预测下调 0.2pct 至 3.7%。2023-2025 年失业率分别下调 0.3pct、0.4pct 和 0.4pct 至 3.8%、4.1% 和 4.1%。此外，联储首次加入 2026 年预测，美联储预计 PCE 和核心 PCE 通胀将在 2026 年回到 2%。此外，经济预测显示美联储委员对通胀上行风险的担忧上升，对增长下行风险的担忧下降（图表 4）。

往前看，我们的基准预测是，如果金融条件继续收紧、就业市场继续降温、通胀维持偏弱态势、消费有所降温，预计 11-12 月加息概率略低于 50%，后续需要密切观察上述几方面数据的变化。中长期看，我们认为疫情后美国真实利率水平可能难以长期维持在高位（参见《美国真实利率能长期维持高位吗？》，2023/8/24），而美联储的预测显示其认为真实利率可以维持高位更长时间。正如，我们此前所论述的，两者之间的张力可能通过以下三个渠道来解决：1）美国增长边际走弱、联储调整鹰派立场；2）美元走强和/或资产价格回调收紧金融条件，降低联储进一步收紧的动力；3）美国长期通胀预期上升，压低真实利率。考虑到全球经济周期和资产价格走势，1）和 2）更可能成为真实利率下行的短期催化剂。

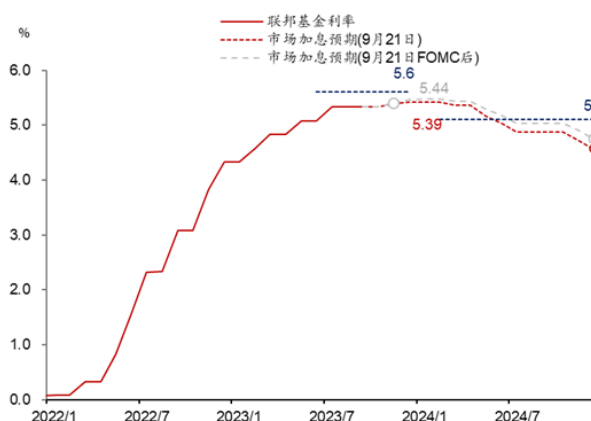
风险提示：高利率导致金融系统脆弱性暴露、联储政策收紧超预期。

研究员	易垣
SAC No. S0570520100005	evayi@htsc.com
SFC No. AMH263	+(852) 3658 6000
联系人	胡李鹏, PhD
SAC No. S0570122120062	hulipeng@htsc.com
	+(86) 10 6321 1166
联系人	齐博成
SAC No. S0570122080197	qibocheng@htsc.com
	+(86) 21 2897 2228

华泰证券研究所分析师名录

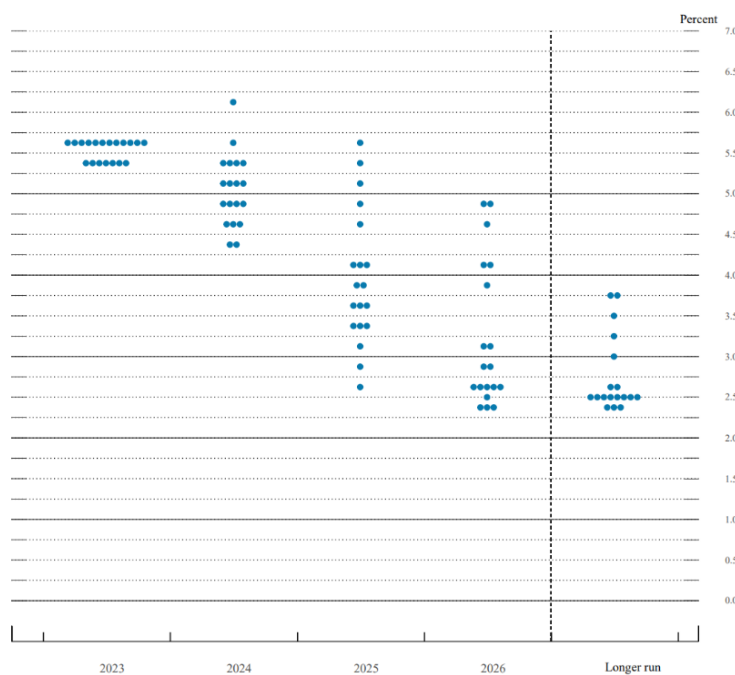


图表1：9月FOMC会议后，加息预期上行



资料来源：彭博，华泰研究

图表2：9月联储点阵图显示年内加息一次，2024年降息预期从6月的4次降至2次



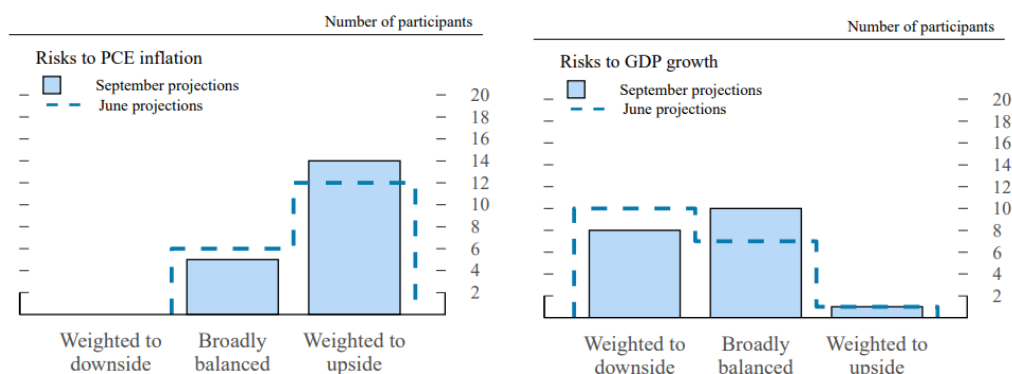
资料来源：美联储9月SEP，华泰研究

图表3：联储上调了2023年增长和通胀预测，下调了核心通胀和失业率预测

指标	时间	2022年3月值	2022年6月值	2022年9月值	2022年12月值	2023年3月值	2023年6月值	2023年9月值	相较于上次变动 (ppt)
GDP增速	2023	2.2%	1.7%	1.2%	0.5%	0.4%	1.0%	2.1%	1.1
	2024	2.0%	1.9%	1.7%	1.6%	1.2%	1.1%	1.5%	0.4
	2025	-	-	1.8%	1.8%	1.9%	1.8%	1.8%	0.0
	2026	-	-	-	-	-	-	1.8%	-
	2027及之后	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	0.0
核心PCE	2023	2.6%	2.7%	3.1%	3.5%	3.6%	3.9%	3.7%	-0.2
	2024	2.3%	2.3%	2.3%	2.5%	2.6%	2.6%	2.6%	0.0
	2025	-	-	2.1%	2.1%	2.1%	2.2%	2.3%	0.1
	2026	-	-	-	-	-	-	2.0%	-
失业率	2023	3.5%	3.9%	4.4%	4.6%	4.5%	4.1%	3.8%	-0.3
	2024	3.6%	4.1%	4.4%	4.6%	4.6%	4.5%	4.1%	-0.4
	2025	-	-	4.3%	4.5%	4.6%	4.5%	4.1%	-0.4
	2026	-	-	-	-	-	-	4.0%	-
	2027及之后	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	0.0
联邦基金利率	2023	2.8%	3.8%	4.6%	5.1%	5.1%	5.6%	5.6%	0.0
	2024	2.8%	3.4%	3.9%	4.1%	4.3%	4.6%	5.1%	0.5
	2025	-	-	2.9%	3.1%	3.1%	3.4%	3.9%	0.5
	2026	-	-	-	-	-	-	2.9%	-
	2027及之后	2.4%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	0.0

资料来源：美联储9月SEP，华泰研究

图表4：联储委员担忧通胀上行的比率增加，对增长乐观的比率上升



资料来源：美联储 9 月 SEP，华泰研究

附录：两次 FOMC 声明的对比

Recent indicators suggest that economic activity has been expanding at a moderate-solid pace. Job gains have been robust-slowed in recent months but remain strong, and the unemployment rate has remained low. Inflation remains elevated.

The U.S. banking system is sound and resilient. Tighter credit conditions for households and businesses are likely to weigh on economic activity, hiring, and inflation. The extent of these effects remains uncertain. The Committee remains highly attentive to inflation risks.

The Committee seeks to achieve maximum employment and inflation at the rate of 2 percent over the longer run. In support of these goals, the Committee decided to raise maintain the target range for the federal funds rate to-at 5-1/4 to 5-1/2 percent. The Committee will continue to assess additional information and its implications for monetary policy. 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. In addition, the Committee will continue reducing its holdings of Treasury securities and agency debt and agency mortgage-backed securities, as described in its previously announced plans. The Committee is strongly committed to returning inflation to its 2 percent objective.

In assessing the appropriate stance of monetary policy, the Committee will continue to monitor the implications of incoming information for the economic outlook. The Committee would be prepared to adjust the stance of monetary policy as appropriate if risks emerge that could impede the attainment of the Committee's goals. The Committee's assessments will take into account a wide range of information, including readings on labor market conditions, inflation pressures and inflation expectations, and financial and international developments.

Voting for the monetary policy action were Jerome H. Powell, Chair; John C. Williams, Vice Chair; Michael S. Barr; Michelle W. Bowman; Lisa D. Cook; Austan D. Goolsbee; Patrick Harker; Philip N. Jefferson; Neel Kashkari; Lorie K. Logan; and Christopher J. Waller.

免责声明

分析师声明

本人，易垲，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议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，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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，华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师易烜本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15%以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准 15%以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2023年华泰证券股份有限公司