

2023 年 09 月 21 日

相关研究

《泰勒规则指向美联储还有几次加息？

-23H2&2024 美联储货币政策展望》

2023.06.16

证券分析师

王茂宇 A0230521120001

wangmy2@swsresearch.com

王胜 A0230511060001

wangsheng@swsresearch.com

联系人

王茂宇

(8621)23297818x

wangmy2@swsresearch.com

美联储对经济是否过度乐观？

——美联储 9 月 FOMC 会议点评

主要内容：

- **当地时间 9 月 20 日，美联储召开联邦公开市场委员会（FOMC）议息会议并公布声明、SEP 预测，重点为：**1) 维持联邦基金利率于 5.25-5.50% 不变，符合市场预期。2) 点阵图显示 2023 年利率峰值维持在 5.6%，而 2024 年仅需降息 50BP 至 5.1%，而非 6 月点阵图的 100BP。3) 美联储大幅上修经济增速预测，下修核心通胀、失业率预测。
- **23 年内大概率加息一次，符合我们 6 月以来判断。**美联储委员有 12 人认为年内还将加息一次 25BP，7 人预计维持利率不变，同时美联储却下修 23Q4 核心 PCE 通胀预测，似乎两者相互冲突，但在记者会中鲍威尔暗示维持利率峰值 5.6% 不变的主要因素来自于居民消费驱动的经济强健，在 SEP 中体现为 23Q4 实际 GDP 增速大幅上修至 2.1%，不但和鲍威尔 8 月 Jackson Hole 全球央行年会上提出的“消费稳健致经济强于长期趋势——通胀回落受阻——可能需进一步加息”逻辑一致，也验证了我们 6 月以来对美联储政策的判断。
- **24 年降息预期大幅下修，主因财政发力致经济强于预期。**在大幅上修经济预测、下修失业率的同时，点阵图显示美联储预期明年仅需降息 50BP。但鲍威尔否认软着陆是基准情景，暗指通胀重要性高于经济软着陆。鲍威尔在记者会上仅表示“软着陆”是美联储一个主要目标，但并不是基准情景，实际上在说明明年经济还存在很大不确定性，特别是鲍威尔提到明年是否能够实现软着陆可能将由美联储控制范围之外的因素决定。对于这点我们认为，鲍威尔在暗指当前美国经济表现超预期的源泉是财政发力，使得美国居民实际收入仍然维持较高增速，而雇员报酬随着就业市场的降温对于实际收入的贡献已经不大，直接导致美国居民消费维持过热，经济大超预期，这一财政因素美联储无法控制，但这样的经济强劲明显会在未来威胁到通胀降温，所以美联储在此次会议上以维持利率高位更久应对。
- **美联储对经济是否过度乐观？从短中高三方面来看，美国经济硬着陆风险仍大。**1) 短期来看，学生贷款即将在 10 月重新开始偿还，或对消费形成冲击。2) 从中期来看，新财年美国财政是否还会继续发力本就是不可控因素，而高利率环境下小企业信贷紧缩很可能加速传导至职位空缺及失业率，目前美国企业破产数量已经在提升。3) 从长期来看，财政发力下美居民长期通胀预期持续攀升，美国“二次通胀”风险也在提升，可能进一步强化未来美联储维持高利率决心，形成美国“货币”与“财政”的对决，强化中期的风险循环。
- **通胀：美联储仍需看到更多进展。**此次会议上美联储小幅上修 23Q4 整体 PCE 通胀预测，但小幅下修核心 PCE 通胀预测，明显美联储并未将飙升的油价，以及汽车制造业工人罢工事件纳入分析，我们认为下半年在油价渗透核心通胀、二手车价格反弹等因素影响下，即便房租通胀加速回落，美国核心通胀回落仍可能慢于市场预期，从而支撑美联储年内加息。而明年房租分项将驱动美国通胀持续缓和，美联储维持高利率时长的决定因素将是就业端。
- **短期内更强的 10Y 美债利率和美元指数。**虽然美国明年是否能够实现经济软着陆具备很大不确定性，但此次美联储 FOMC 会议传递信号偏鹰，能够确定的是美联储将采取“更高、更久”的利率策略，这可能使得 10Y 美债利率强势期至少持续至加息结束（大概率 11 月），而由于欧日经济远弱于美国，美元指数维持高位的时长可能会更久。根据上文分析，我们维持对年内美联储还有一次加息，但明年美联储降息可能超预期的预测。
- **风险提示：美联储紧缩力度超预期。**



申万宏源研究微信服务号

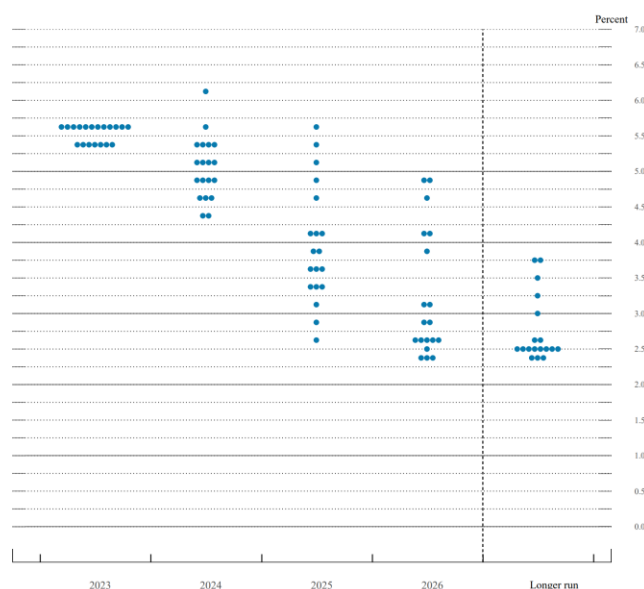
当地时间 9 月 20 日，美联储召开联邦公开市场委员会 (FOMC) 议息会议并公布声明、SEP 预测，重点为：

1) 维持联邦基金利率于 5.25-5.50% 不变，符合市场预期。

2) 点阵图显示 2023 年利率峰值维持在 5.6%，而 2024 年仅需降息 50BP 至 5.1%，而非 6 月点阵图的 100BP。

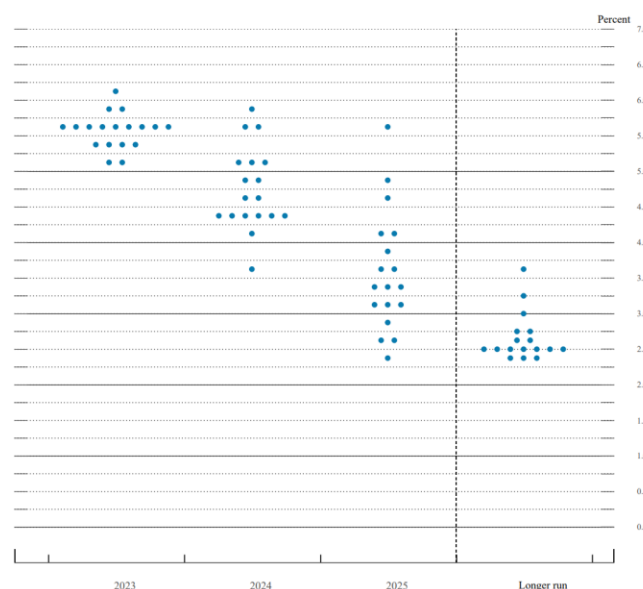
3) 美联储大幅上修经济增速预测，下修核心通胀、失业率预测。美联储大幅上修 23Q4、24Q4 美国 GDP 增速至 2.1% (+1.1%)、1.5% (+0.4%)，相应下修 23Q4、24Q4 失业率预测至 3.8% (-0.3%)、4.1% (-0.4%)，25Q4 失业率也下修至 4.1%；通胀方面，美联储小幅上修 23Q4 PCE 同比至 3.3% (+0.1%)，但下修 23Q4 核心 PCE 同比至 3.7% (-0.2%)。

图 1：美联储点阵图 (2023 年 9 月)



资料来源：美联储，申万宏源研究

图 2：美联储点阵图 (2022 年 6 月)



资料来源：美联储，申万宏源研究

图 3：9 月美联储经济预测总结 (SEP)

Variable	Median ¹					Central Tendency ²					Range ³				
	2023	2024	2025	2026	Longer run	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	1.8-2.6	0.4-2.5	1.4-2.5	1.6-2.5	1.6-2.5
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	0.5-2.0	0.5-2.2	1.5-2.2		1.6-2.5
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	3.7-4.0	3.7-4.5	3.7-4.7	3.7-4.5	3.5-4.3
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	3.9-4.5	4.0-5.0	3.8-4.9		3.5-4.4
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	3.1-3.8	2.1-3.5	2.0-2.9	2.0-2.7	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	2.9-4.1	2.1-3.5	2.0-3.0		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		3.5-4.2	2.3-3.6	2.0-3.0	2.0-2.9	
June projection	3.9	2.6	2.2			3.7-4.2	2.5-3.1	2.0-2.4			3.6-4.5	2.2-3.6	2.0-3.0		
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	5.4-5.6	4.4-6.1	2.6-5.6	2.4-4.9	2.4-3.8
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	5.1-6.1	3.6-5.9	2.4-5.6		2.4-3.6

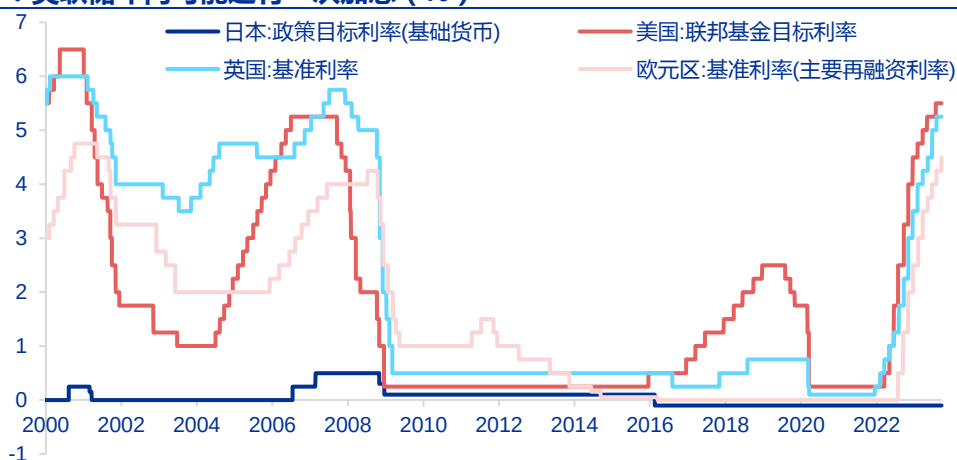
资料来源：美联储，申万宏源研究

一、23 年内大概率加息一次，符合我们 6 月以来判断

美联储维持年内还剩余一次 25BP 加息预测不变，和我们 6 月以来判断一致。

点阵图显示美联储委员有 12 人认为年内还将加息一次 25BP，7 人预计维持利率不变，但同时美联储却下修 23Q4 核心 PCE 通胀预测，似乎两者相互冲突，但在记者会中鲍威尔暗示维持利率峰值不变的主要因素来自于居民消费驱动的经济强健，在 SEP 中体现为 23Q4 实际 GDP 增速大幅上修至 2.1%，不但和鲍威尔 8 月 Jackson Hole 全球央行年会上提出的“消费稳健致经济强于长期趋势——通胀回落受阻——可能需进一步加息”逻辑一致，也验证了我们 6 月以来对美联储政策的判断，详见《泰勒规则指向美联储还有几次加息？-23H2&2024 美联储货币政策展望》（2023.06.16）。

图 4：美联储年内可能还有一次加息（%）



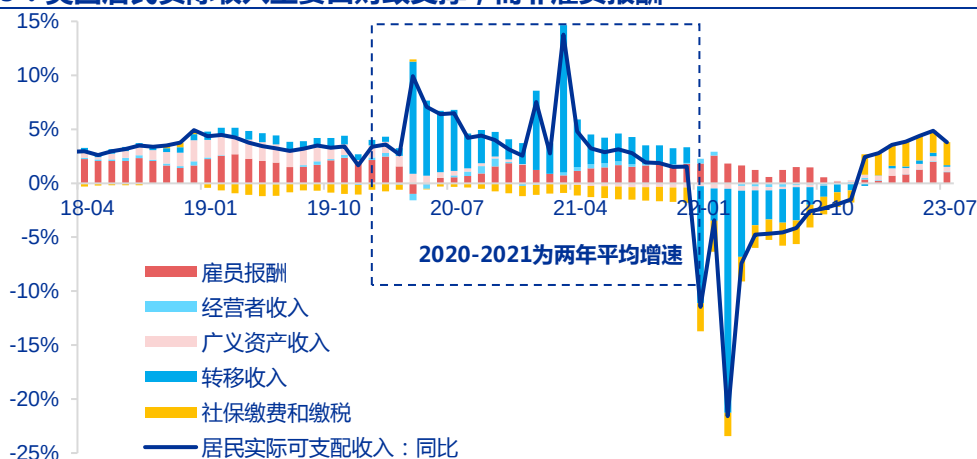
资料来源：CEIC，申万宏源研究

二、24 年降息预期大幅下修，主因财政发力致经济强于预期

在维持年内加息预期不变的情况下，此次点阵图显示美联储将 2024 年降息幅度较 6 月大幅缩减 50BP，意味着美联储预期明年仅需降息 50BP，其主要逻辑亦是经济强健的展望，而非通胀加速回落，向市场传达很强的“软着陆”预期。在此次声明中，美联储表态最大变化在于对于就业市场的描述不再是“robust”，而是变成了就业新增有所放缓“slowed”但仍然强健“strong”，另一方面，美联储认为失业率将在今年四季度维持当前 3.8%的水平，并在明年仅仅上升至略高于长期通胀水平的 4.1%，在记者会上鲍威尔也提到更强的经济意味着美联储需要在利率方面做的更多。

但鲍威尔否认软着陆是基准情景，暗指通胀重要性高于经济软着陆。但是，鲍威尔在记者会上仅表示“软着陆”是美联储一个主要目标“primary objective”，但并不是基准情景“baseline scenario”，实际上在说明美联储认为明年经济还存在很大不确定性，特别是鲍威尔提到明年是否能够实现软着陆可能将由美联储控制范围之外的因素决定。对于这点我们认为，鲍威尔在暗指当前美国经济表现超预期的源泉是财政发力，美联储主要目标在于通胀，而非软着陆。财政导致美国居民实际收入仍然维持较高增速，而雇员报酬随着就业市场的降温对于实际收入的贡献已经不大，直接导致美国居民消费维持过热，经济大超预期，这一财政因素美联储无法控制。

图 5：美国居民实际收入主要由财政支撑，而非雇员报酬



资料来源：CEIC，申万宏源研究

三、美联储对经济是否过度乐观？

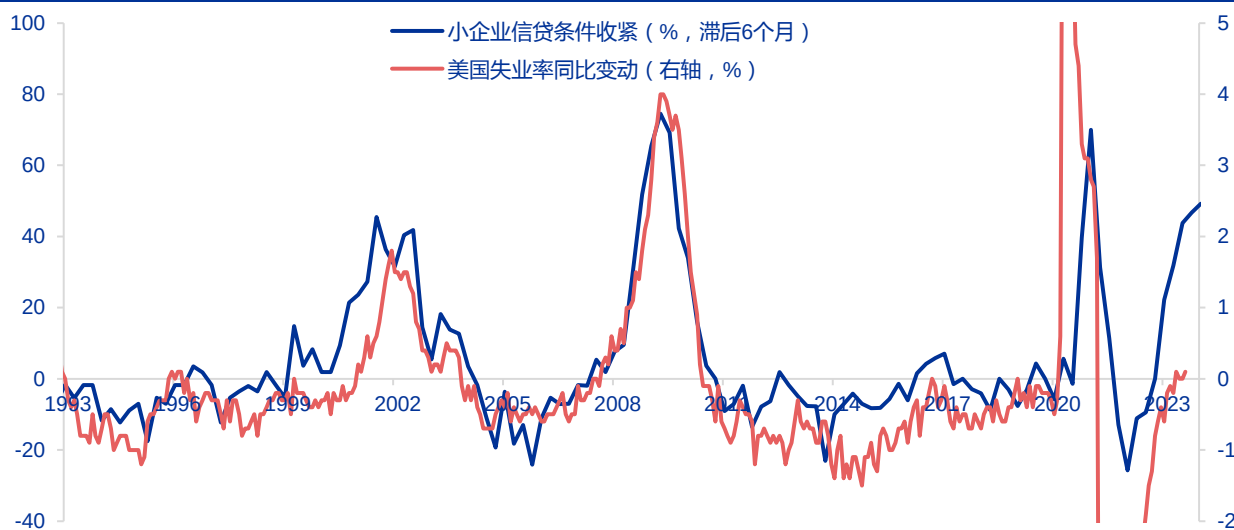
从短中长三方面来看，美国经济硬着陆风险仍大。今年以来美国财政的发力，是美国经济至今仍维持超预期强健的关键，但实际上这本身就代表着美国“货币紧、财政松”政策的根本性矛盾，即财政越发力，经济越强，反而促使货币越紧缩，也就是美联储利率“更高、更久”的策略，这本身就代表着更大的衰退风险。

1) 短期来看，学生贷款即将在 10 月重新开始偿还，可能对消费形成一定冲击。

2) 从中期来看，新财年美国财政是否还会继续发力本就是不可控因素，而高利率环境下小企业信贷紧缩很可能加速传导至职位空缺及失业率，目前美国企业破产数量已经在提升。

3) 从长期来看，财政发力下美国居民长期通胀预期持续攀升，美国“二次通胀”风险也在提升，可能进一步强化未来美联储维持高利率决心，形成美国“货币”与“财政”的对决，强化中期的风险循环。

图 6：美国小企业信贷收紧意味着美国失业率上升空间很大

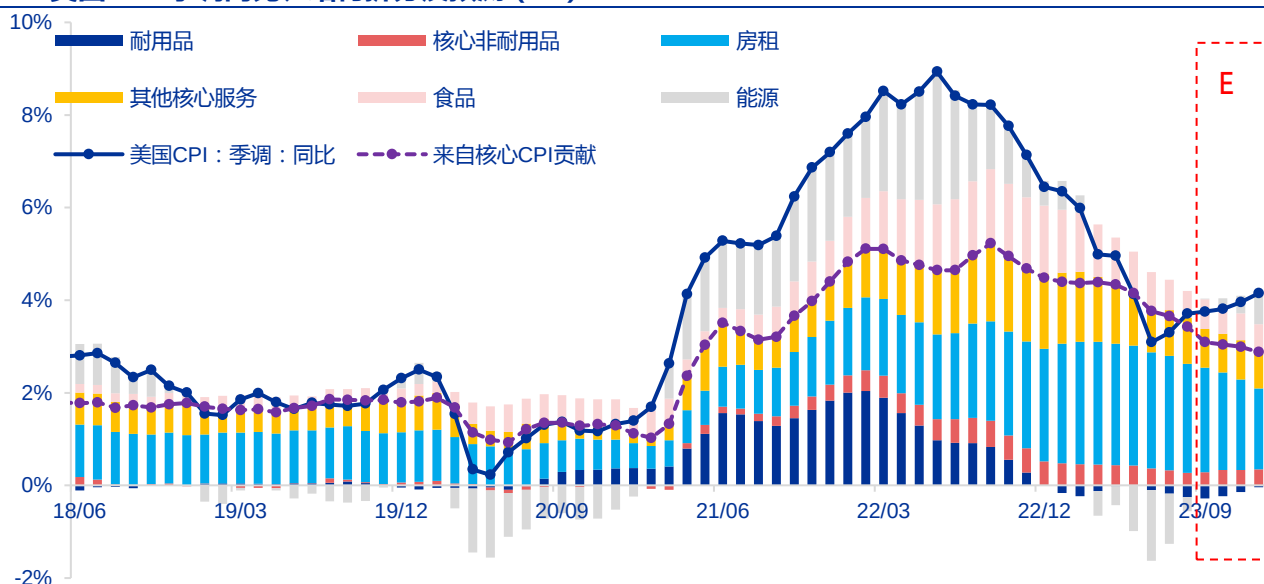


资料来源：CEIC，申万宏源研究

四、通胀：美联储仍需看到更多进展

此次会议上美联储小幅上修 23Q4 整体 PCE 预测，但小幅下修核心 PCE 通胀预测，明显美联储并未将近期飙升的油价，以及汽车制造业工人罢工事件纳入分析，我们认为下半年在油价渗透核心通胀、二手车价格反弹等因素影响下，即便房租通胀加速回落，美国核心通胀回落仍可能慢于市场预期，从而支撑美联储年内加息。而明年房租分项将驱动美国通胀持续缓和，美联储维持高利率时长的决定因素将是就业端。

图 7：美国 CPI 季调同比、结构拆分及预测（%）



资料来源：CEIC，申万宏源研究 注：2023 年 9 月及以后月份数据为申万宏源宏观预测值

五、短期内更强的 10Y 美债利率和美元指数

此次美联储 FOMC 会议传递信号偏鹰，可能助推美债利率、美元指数。虽然美国明年是否能够实现经济软着陆具备很大不确定性，但是在此次会议之后能够确定的是美联储将采取“更高、更久”的利率策略，这可能使得 10Y 美债利率强势期至少持续至加息结束（大概率 11 月），而由于欧日经济远弱于美国，美元指数维持高位的时长可能会更久。根据上文分析，我们维持对年内美联储还有一次加息，但明年美联储降息可能超预期的预测。

图 8：美联储泰勒规则预测



资料来源：CEIC，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

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。本人不曾因,不因,也将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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准,取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的,还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东 A 组	陈陶	021-33388362	chentao1@swsresearch.com
华东 B 组	谢文霓	18930809211	xiewenni@swsresearch.com
华北组	李丹	010-66500631	lidan4@swsresearch.com
华南组	李昇	0755-82990609	Lisheng5@swsresearch.com

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通,需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准,本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人,除非另有说明,仅作为本公司就本报告与客户的联络人,承担联络工作,不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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的邀请或向人作出邀请。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。

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,不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示,本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失,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。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。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。市场有风险,投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户,应在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咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有,属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本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。