

宏观点评

加息纠结，降息尚早——美联储 9 月议息会议点评

事件：北京时间 9 月 21 日凌晨 2 点，美联储公布 9 月议息决议。

核心结论：美联储维持利率不变，大幅上调经济预测，暗示降息尚早，但未明确表示是否还要加息。会议过后，市场加息预期小幅升温、降息预期明显降温。继续提示：在加息悬念仍大、美国政府停摆风险较高的背景下，短期内海外资产仍将维持高波动。

1、美联储“按兵不动”，大幅上调经济预测，点阵图显示年内再加 25bp、降息更晚。

>会议声明：美联储维持联邦基金目标利率 5.25-5.5% 不变，符合市场预期，是本轮加息至今的第二次暂停。声明措辞方面，对经济的表述由“温和（moderate）扩张”修改为“稳步（solid）扩张”，对就业的表述由“就业增长强劲”修改为“就业增长有所放缓但依然强劲”，其他内容均与上次会议一致。此外值得关注的是，美联储仍保留了“额外紧缩幅度”这一表述，表明对进一步加息持开放态度。

>点阵图：2023 年底的利率预期维持 5.5-5.75% 不变，即年内还会再加息 25bp；2024 年底从 4.5-4.75% 上调至 5.0-5.25%，即明年从降息 100bp 变为降息 50bp；2025 年底从 3.25-3.5% 上调至 3.75-4.0%，即后年维持降息 125bp 不变。此外值得关注的是，6 月点阵图共 18 名官员，其中 9 人支持年内加息至 5.5-5.75%，另有 3 人支持加息至更高水平；本次点阵图共 19 名官员，其中 12 人支持年内加息至 5.5-5.75%，没有人支持加息至更高水平。这种点阵图的变化反映出，美联储官员认为当前的利率水平已经具有限制性，继续加息的必要性下降，但利率需要维持高位更久。

>经济预测：2023 年底实际 GDP 同比预测从 1.0% 上调至 2.1%，2024 年底从 1.1% 上调至 1.5%；2023 年底失业率预测从 4.1% 下调至 3.8%，未来两年底的预测均从 4.5% 下调至 4.1%；2023 年底 PCE 通胀预测从 3.2% 上调至 3.3%，核心 PCE 通胀预测从 3.9% 下调至 3.7%，未来两年的通胀预测变化不大。与彭博最新的一致预期相比，美联储对经济明显比市场更乐观，对通胀的预测也小幅高于市场。

>鲍威尔讲话：鲍威尔称，保持利率不变不意味着已达到所寻求的限制性立场，目前政策立场是限制性的，但不确定是否具有足够限制性，只有达到足够限制性的政策时才会知道它的存在。如果情况合适将进一步加息，从未打算就任何降息时点发出信号。美联储的预测不是计划，官员们希望小心行事，不会急于得出任何结论，将逐次会议进行决策。最近 3 次通胀数据非常好，但还需要更多好的数据，倾向于忽略能源价格短期波动对通胀的影响。实现软着陆是 FOMC 的首要目标，但不会将软着陆看作是基准情境，仍然存在太多不确定性。

2、会议过后，美股跌、美债收益率升，加息预期小幅升温、降息预期明显降温。

>资产价格表现：FOMC 声明公布后，美股和黄金迅速跳水，美元指数和美债收益率快速走高。截至 9/21 收盘，标普 500、纳斯达克、道琼斯指数分别下跌 0.9%、1.5%、0.2%，10Y 美债收益率上行 5bp 至 4.41%，美元指数上涨 0.2% 至 105.4，现货黄金下跌 0.1% 至 1929.7 美元/盎司。

>加息预期变化：利率期货显示，本次会议前，市场预期后续再加息的概率不足 50%，如果要加将在 12 月；最快明年 5 月降息，明年 5 月不降则 6 月必降。本次会议后，市场预期调整为后续再加息的概率接近 60%，如果要加仍是在 12 月；最快明年 6 月降息，且明年 6 月降息的概率仅有 70% 左右。

3、年内是否还有加息仍存在较大悬念，短期内资产价格仍将维持高波动。

>会议信号与市场影响：本次 FOMC 会议最清晰的信号是降息遥遥无期，这毫无疑问属于鹰派信号；然而，对于是否还有一次加息，鲍威尔表态依然十分模糊，市场预期也依然维持纠结状态。往后看，短期不会降息的预期被充分消化后，市场依然会围绕是否加息进行激烈博弈，但这一问题取决于后续各项数据的表现，仍存在较大变数。此外，10 月 1 日美国将开启新财年，但目前两党仍未就预算案达成一致，政府很有可能陷入停摆。在此背景下，短期内海外资产价格仍将维持高波动。

>短期重点关注：美国 Q2 GDP 终值（9/28），8 月 PCE 通胀率（9/29），新财年预算最后期限（10/1），9 月 ISM PMI（制造业 10/2、服务业 10/4），9 月非农（10/6）。

风险提示：美国经济、通胀、美联储货币政策等持续超预期。

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

分析师 刘新宇

执业证书编号：S0680521030002

邮箱：liuxinyu@gszq.com

相关研究

- 1、《美联储 9 月会议前瞻——兼评美国 CPI 连升两月》
2023-9-14
- 2、《杰克逊霍尔会议解读——兼评美债利率新高》
2023-8-26
- 3、《海外将迎来“多事之秋”——兼评美国 7 月 CPI》
2023-8-11
- 4、《最后一次加息？——美联储 7 月议息会议点评》
2023-7-27
- 5、《三季度美联储可能很纠结——兼评美国 6 月 CPI》
2023-7-13

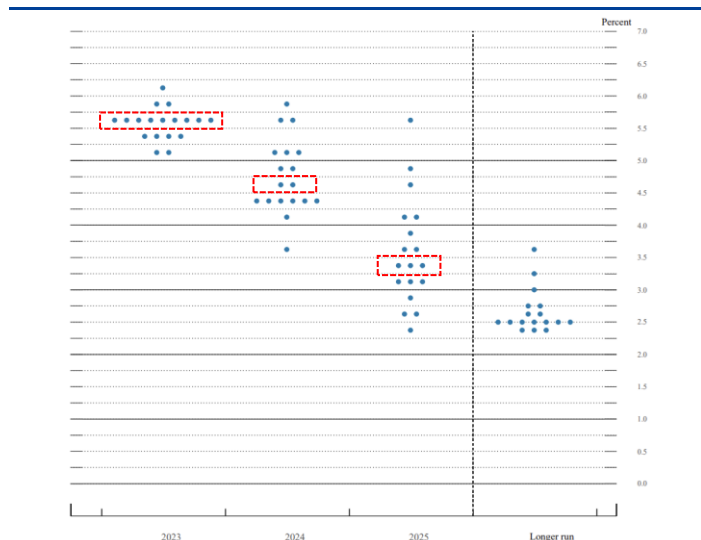


图表 1: 近 3 次 FOMC 声明对比 (红色表示表述变化)

	2023 年 6 月 FOMC 声明	2023 年 7 月 FOMC 声明	2023 年 9 月 FOMC 声明
利率	维持利率 5.0-5.25% 不变 ，这让委员会能够评估更多信息及其对货币政策的影响。在确定可能适合的使通货膨胀回到 2% 的额外紧缩幅度时，将考虑累积收紧幅度、货币政策对经济和通胀影响的滞后性，以及经济和金融发展。	加息 25bp 至 5.25-5.5% 。将密切关注即将到来的信息并评估其对货币政策的影响。在确定可能适合的使通货膨胀回到 2% 的额外紧缩幅度时，将考虑累积收紧幅度、货币政策对经济和通胀影响的滞后性，以及经济和金融发展。	维持利率 5.25-5.5% 不变 。将密切关注即将到来的信息并评估其对货币政策的影响。在确定可能适合的使通货膨胀回到 2% 的额外紧缩幅度时，将考虑累积收紧幅度、货币政策对经济和通胀影响的滞后性，以及经济和金融发展。
缩表	根据此前确定的缩表计划，继续减少国债和 MBS 持有量。	根据此前确定的缩表计划，继续减少国债和 MBS 持有量。	根据此前确定的缩表计划，继续减少国债和 MBS 持有量。
经济	近期经济活动延续温和 (moderate) 扩张，就业增长强劲，失业率保持低位。美国银行体系健康且有韧性，家庭和企业的信贷条件收紧可能会对经济、就业和通胀造成压力，这些影响的程度仍然不确定。	近期经济活动延续温和 (moderate) 扩张，就业增长强劲，失业率保持低位。美国银行体系健康且有韧性，家庭和企业的信贷条件收紧可能会对经济、就业和通胀造成压力，这些影响的程度仍然不确定。	近期经济活动继续 稳步 (solid) 扩张，就业增长 有所放缓但依然强劲 ，失业率保持低位。美国银行体系健康且有韧性，家庭和企业的信贷条件收紧可能会对经济、就业和通胀造成压力，这些影响的程度仍然不确定。
通胀	通胀依然高企。委员会仍然高度关注通胀风险。坚定致力于让通胀回到 2% 的目标。	通胀依然高企。委员会仍然高度关注通胀风险。坚定致力于让通胀回到 2% 的目标。	通胀依然高企。委员会仍然高度关注通胀风险。坚定致力于让通胀回到 2% 的目标。

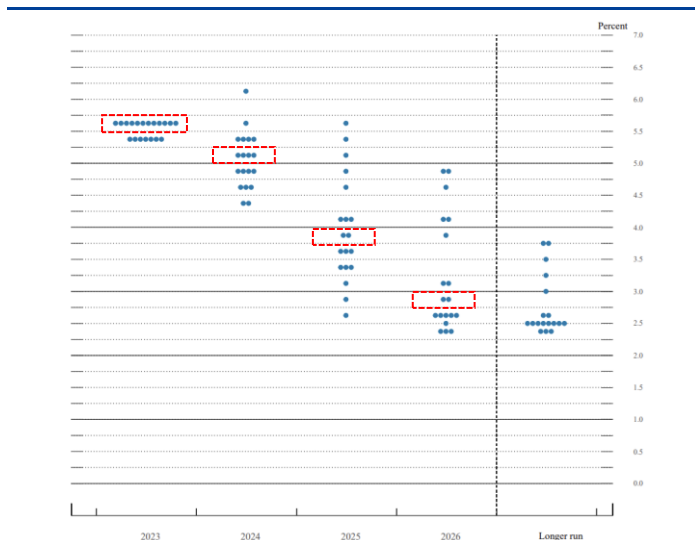
资料来源: FED, 国盛证券研究所

图表 2: 2023 年 6 月 FOMC 会议利率点阵图



资料来源: FED, 国盛证券研究所

图表 3: 2023 年 9 月 FOMC 会议利率点阵图



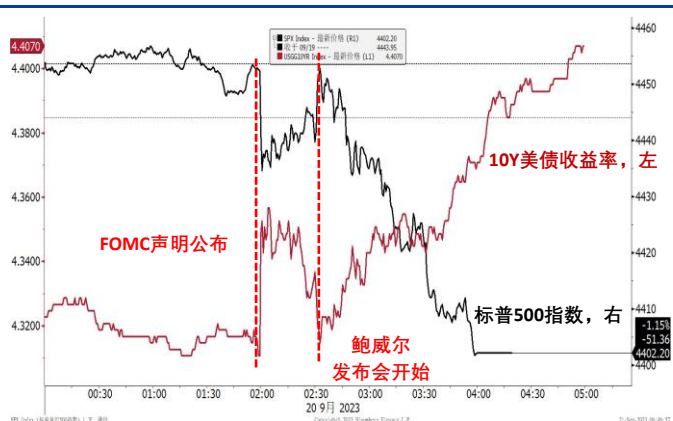
资料来源: FED, 国盛证券研究所

图表4: 美联储9月经济预测与6月预测、市场一致预期对比(单位%, 红色上调, 绿色下调)

		美联储6月预测	美联储9月预测	彭博一致预期
实际GDP同比	23Q4	1.0	2.1	1.5
	24Q4	1.1	1.5	1.1
	25Q4	1.8	1.8	-
	长期	1.8	1.8	-
失业率	23Q4	4.1	3.8	3.9
	24Q4	4.5	4.1	4.4
	25Q4	4.5	4.1	-
	长期	4.0	4.0	-
PCE通胀	23Q4	3.2	3.3	3.1
	24Q4	2.5	2.5	2.3
	25Q4	2.1	2.2	-
	长期	2.0	2.0	-
核心PCE通胀	23Q4	3.9	3.7	3.5
	24Q4	2.6	2.6	2.4
	25Q4	2.2	2.3	-
	长期	-	-	-

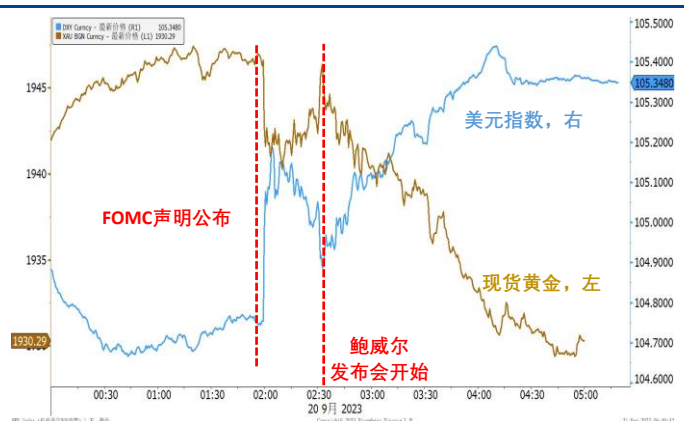
资料来源: FED, Bloomberg, 国盛证券研究所

图表5: FOMC会议前后, 美股和美债表现



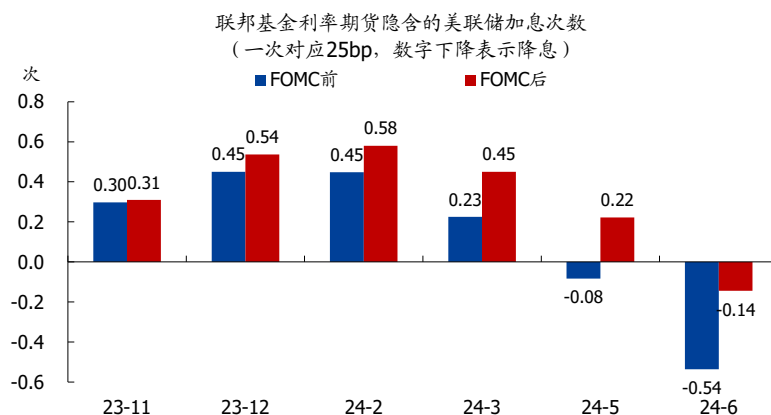
资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

图表6: FOMC会议前后, 美元和黄金表现



资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

图表7: FOMC会议过后, 市场加息预期小幅升温, 降息预期明显降温



资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 1 号楼 10 层
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com