



证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号: S1500521040002
联系电话: 010-83326858
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

张云杰 宏观研究助理
联系电话: +86 13682411569
邮箱: zhangyunjie@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

言出必行，美联储正在重塑公信力

2022年9月22日

- **9月FOMC如期加息75基点。**7月议息会议以来，市场对于9月会议的加息预期持续升温，最终落在75bp。会后发布会上，鲍威尔基本延续了此前 Jackson Hole 全球央行年会的强硬表态，包括重申抗击通胀决心，确认未来适合继续加息。仅在货币政策进一步收紧的前提下，全面评估政策调整对经济和通胀的影响后，或许才会放慢加息步伐。此外再次强调降通胀或以经济增长为代价，劳动力市场或因此显露疲态。
- **点阵图浇灭了市场关于2023年降息的幻想。**根据9月加息点阵图和FOMC经济预测，年内剩余两次会议将再加息1.25个百分点（11月+75bp、12月+50bp）。加息点阵图还显示2023年仍有进一步加息空间，届时联邦基金利率将维持在今年的利率水平之上，最早也要到2024年才会降息，市场关于“2023年降息”的幻想破灭。这与鲍威尔“在一段时间内维持紧缩政策”、“历史经验证明不要过早放松政策”的表态相符。
- **美联储大幅调低未来经济和就业预测，美国衰退风险上升。**9月会议大幅调低了2022年经济增长预测，2022年实际GDP增速的预测中值仅为0.2%，2023年为1.2%，远低于1.8%的长期目标。2023年失业率预测中值被大幅调高至4.4%，较6月预测高出0.5个百分点。通胀预测也有所调高，预计到2025年PCE才能回归2%的长期目标。从实际数据上看，美国经济正出现越来越多的放缓迹象，包括消费支出回落、房地产景气度下行等，同时劳动力市场供需失衡所带来的工资上涨压力依然存在。
- **美联储正在重塑公信力。**尽管通胀数据仍处高位，但美联储的激进加息手段并非毫无建树，6月份以来通胀预期逐渐出现企稳迹象，9月密歇根大学通胀预期降至4.6%，创下年内新低。言行一致是塑造公信力的关键，美联储一改此前“既要又要”做派，正用实际行动证明抗击通胀决心，重新赢得市场声誉。由于四季度CPI环比基数明显抬高，我们预计届时美国通胀回落速度或有所加快，并导致加息放缓。但美联储的紧缩立场预计不会改变，一是将联邦基金利率维持在4.5%以上的高位水平，二是继续执行缩表计划。
- **风险因素：**疫情再度恶化，俄乌冲突扩大，美欧经济衰退。



目 录

一、9月FOMC如期加息75基点.....	3
二、美联储大幅调低未来经济和就业预测，美国衰退风险上升.....	4
三、美联储正在重塑公信力.....	7
风险因素.....	8

图 目 录

图 1：7月会议以来，市场加息预期持续升温.....	3
图 2：9月FOMC经济预测中的加息点阵图.....	4
图 3：市场对于未来的加息路径预期（截至9月22日）.....	4
图 4：9月FOMC经济预测表.....	5
图 5：8月零售销售增速放缓.....	5
图 6：美国居民可支配收入持续下降.....	6
图 7：房地产景气度进一步回落.....	6
图 8：美国就业增长保持较强势头.....	7
图 9：劳动力供需仍存缺口，工资增长较快.....	7
图 10：美国通胀预期逐步企稳.....	8
图 11：2021年四季度CPI环比基数明显抬高.....	8

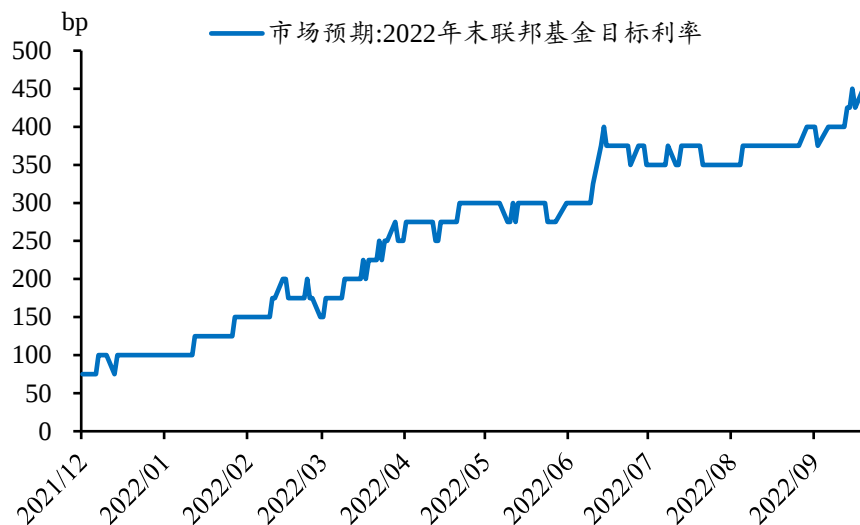
事件：

北京时间9月22日凌晨2:00，美联储公布9月利率决议。凌晨2:30，美联储主席鲍威尔召开新闻发布会。

一、9月FOMC如期加息75基点

7月议息会议以来，市场对于9月会议的加息预期持续升温，最终落在75bp。7月会议提出“再次大幅加息或许是合适的”后，市场最初对9月加息幅度的定价是50bp。8月初非农数据公布，新增就业人数高于预期，加息预期升温至75bp。随后7月通胀数据公布，CPI与核心CPI同比均低于预期，加息预期重回50bp。美国时间8月26日，鲍威尔在Jackson Hole全球央行年会上发表重磅讲话，强调美联储强力抗击通胀的决心，甚至不惜付出经济放缓的代价。随后市场剧烈波动，加息预期升至75bp。本月初8月通胀数据出炉，CPI小幅回落但高于预期，9月加息100bp的预期一度甚嚣尘上。本周进入美联储官员静默期，市场预期重回75bp。

图1：7月会议以来，市场加息预期持续升温



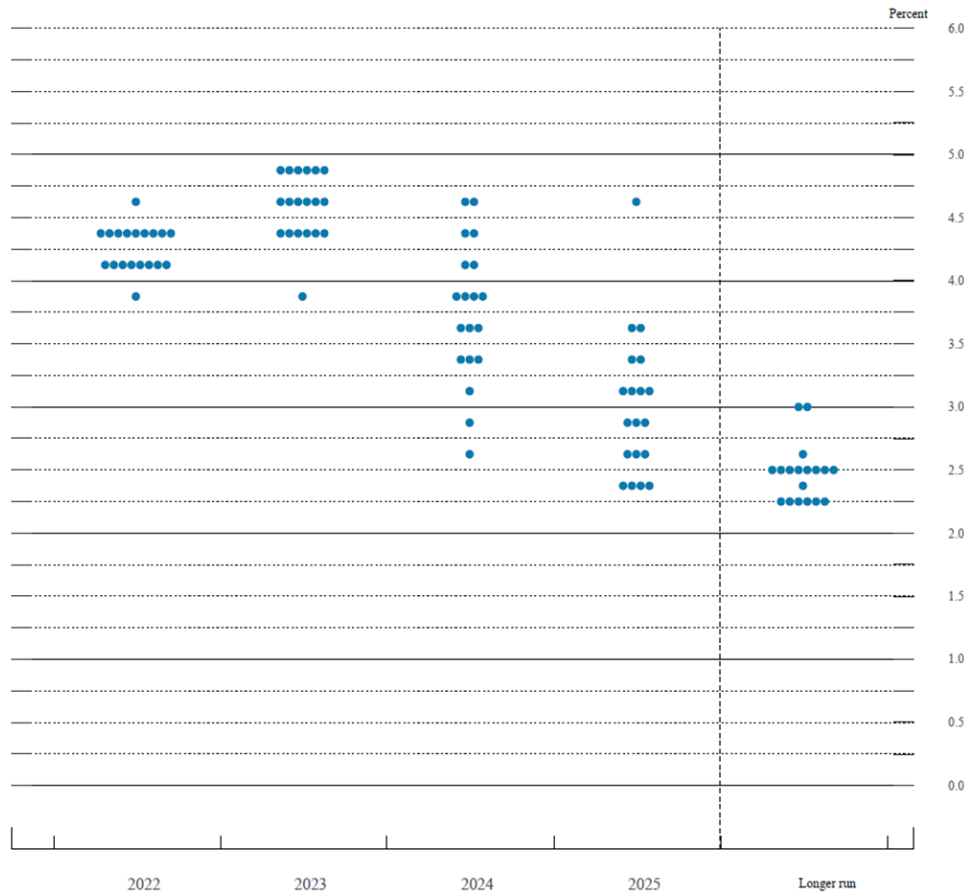
资料来源: CME, 信达证券研发中心

鲍威尔重申抗击通胀决心，确认紧缩立场。会后新闻发布会上，鲍威尔基本延续了此前Jackson Hole全球央行年会上的强硬表态，“安抚市场”的期望落空。鲍威尔先是重申将通胀降至2%的目标，确认“继续加息将是适当的 (ongoing increases in the target range for the FFR will be appropriate)”。仅在“货币政策进一步收紧 (as the stance of monetary policy tightens further)”的前提下，全面评估政策调整对经济和通胀的影响后，或许才会放慢加息步伐 (slow the pace of increases)。此外，鲍威尔再次强调降通胀或以经济增长为代价 (reducing inflation is likely to require a sustained period of below-trend growth)，甚至劳动力市场会因此出现疲软 (softening)。

点阵图浇灭了市场关于2023年降息的幻想。根据9月加息点阵图和FOMC经济预测，2022年联邦基金利率将提升至4.25-4.50%，较6月预测整整高出1个百分点。隐含年内剩余两次会议将再加息1.25个百分点，市场目前预计11月会议+75bp、12月会议+50bp的概率最大。加息点阵图还显示2023年仍有进一步加息空间，届时联邦基金利率将维持在今年的利率水平之上，最早也要到2024年才会降息，市场关于“2023年降息”的幻想破灭。这与鲍威尔在发布会上“恢复价格稳定需要在一段时间内维持紧缩政策 (maintaining restrictive policy stance)”、“历史经验强烈警告不要过早放松政策 (prematurely loosening policy)”的表态相符。



图 2：9 月 FOMC 经济预测中的加息点阵图



资料来源：美联储官网，信达证券研发中心

图 3：市场对于未来的加息路径预期（截至 9 月 22 日）

MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2022/11/2	0.0%	36.5%	63.5%	0.0%	0.0%				
2022/12/14	0.0%	0.0%	0.0%	33.7%	61.5%	4.7%	0.0%	0.0%	0.0%
2023/2/1	0.0%	0.0%	0.0%	3.3%	36.4%	56.0%	4.3%	0.0%	0.0%
2023/3/22	0.0%	0.0%	0.0%	2.7%	30.6%	52.5%	13.4%	0.8%	0.0%
2023/5/3	0.0%	0.0%	1.6%	18.7%	43.2%	30.0%	6.1%	0.3%	0.0%
2023/6/14	0.0%	0.0%	1.0%	12.2%	33.9%	35.0%	15.2%	2.5%	0.1%
2023/7/26	0.0%	0.0%	1.2%	12.7%	33.9%	34.6%	14.9%	2.5%	0.1%
2023/9/20	0.0%	0.7%	7.4%	24.2%	34.3%	24.0%	8.2%	1.2%	0.1%
2023/11/1	0.0%	0.7%	7.3%	23.7%	34.0%	24.2%	8.6%	1.4%	0.1%
2023/12/13	0.3%	4.1%	15.8%	29.0%	28.9%	16.2%	4.9%	0.7%	0.0%

资料来源：CME FedWatchTool，信达证券研发中心

二、美联储大幅调低未来经济和就业预测，美国衰退风险上升

9 月会议大幅调低了 2022 年经济增长预测。9 月会议的经济预测中，FOMC 委员降低了对于经济活动的预测，2022 年实际 GDP 增速的预测中值仅为 0.2%，2023 年为 1.2%，远低于 1.8% 的长期预测中值。此外，2023 年失业率的预测中值被大幅调高至 4.4%，较 6 月预测高出 0.5 个百分点，未来三年失业率中值预计都将高于 4% 的长期预测

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 4

值。通胀预测中值也有所上调，预计直到 2025 年 PCE 才能回归 2% 的长期目标。

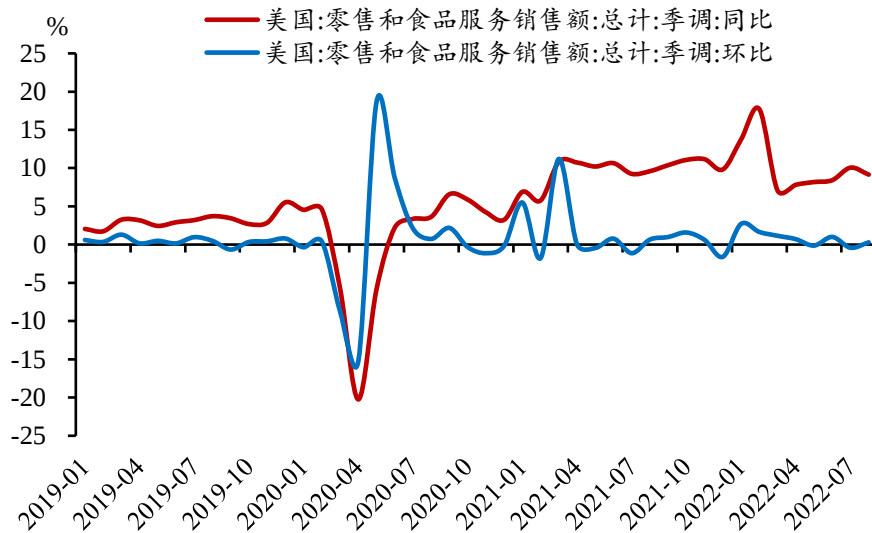
图 4：9 月 FOMC 经济预测表

变量 (%)	中位数					集中趋势				
	2022	2023	2024	2025	长期	2022	2023	2024	2025	长期
实际 GDP 增速	0.2	1.2	1.7	1.8	1.8	0.1-0.3	0.5-1.5	1.4-2.0	1.6-2.0	1.7-2.0
6 月预测值	1.7	1.7	1.9		1.8	1.5-1.9	1.3-2.0	1.5-2.0		1.8-2.0
失业率	3.8	4.4	4.4	4.3	4.0	3.8-3.9	4.1-4.5	4.0-4.6	4.0-4.5	3.8-4.3
6 月预测值	3.7	3.9	4.1		4.0	3.6-3.8	3.8-4.1	3.9-4.1		3.5-4.2
PCE	5.4	2.8	2.3	2.0	2.0	5.3-5.7	2.6-3.5	2.1-2.6	2.0-2.2	2.0
6 月预测值	5.2	2.6	2.2		2.0	5.0-5.3	2.4-3.0	2.0-2.5		2.0
核心 PCE	4.5	3.1	2.3	2.1		4.4-4.6	3.0-3.4	2.2-2.5	2.0-2.2	
6 月预测值	4.3	2.7	2.3			4.2-4.5	2.5-3.2	2.1-2.5		
联邦基金利率	4.4	4.6	3.9	2.9	2.5	4.1-4.4	4.4-4.9	3.4-4.4	2.4-3.4	2.3-2.5
6 月预测值	3.4	3.8	3.4		2.5	3.1-3.6	3.6-4.1	2.9-3.6		2.3-2.5

资料来源：美联储官网，信达证券研发中心

美国经济正出现越来越多的放缓迹象。一是消费支出放缓，8 月零售销售同比较前值下降 0.9 个百分点至 9.15%，环比增速录得 0.29%，明显低于去年同期 0.66% 的水平，反映出居民可支配收入下降和金融环境收紧的影响。二是房地产景气度进一步回落，9 月 NAHB 住房市场指数录得 46 点，较今年 3 月美联储开启加息时下滑 33 点，7 月新屋销售同比降至 -29.6%，创下 2021 年 10 月后新低，直观反映出抵押贷款利率上升的影响。截至 9 月 15 日，美国 30 年期和 15 年期抵押贷款固定利率分别升至 6.02%、5.21%，双双创下 2008 年后新高。三是随着利率上升和需求逐步放缓，企业投资、出口等也将承压。

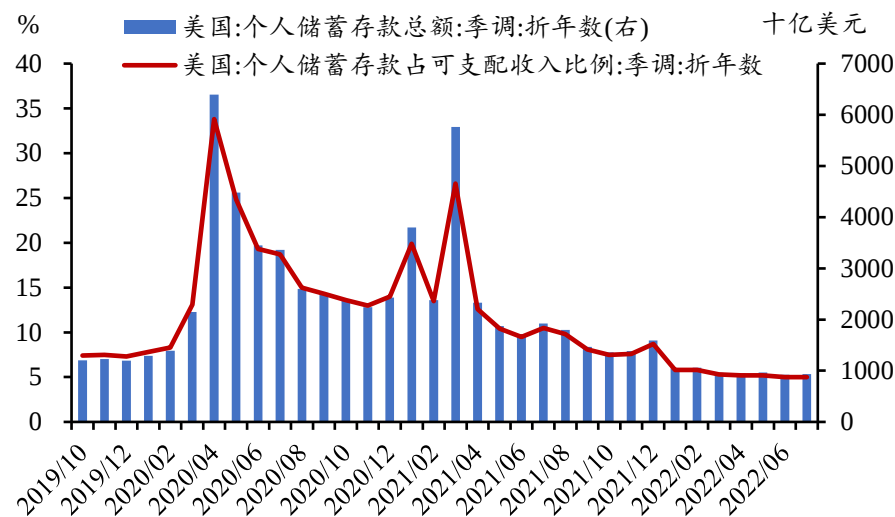
图 5：8 月零售销售增速放缓



资料来源：Wind，信达证券研发中心

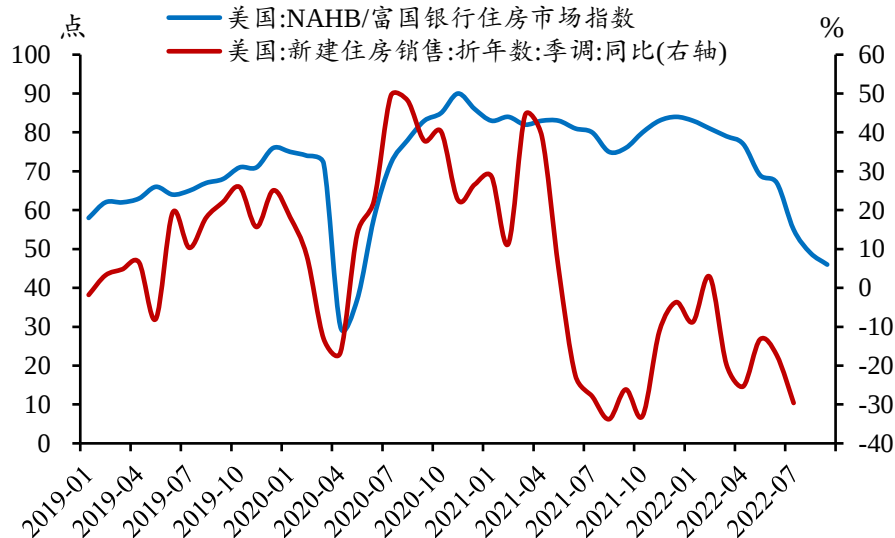


图 6：美国居民可支配收入持续下降



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 7：房地产景气度进一步回落



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

劳动力市场持续偏紧，工资增长带来的通胀上行压力仍然存在。首先是就业增长仍保持较强势头，8 月新增非农就业 31.5 万人，高于预期的增加 29.8 万人。但劳动力供需仍处于失衡状态，用工需求大大超过劳动力供应，7

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_46363

