



2022-09-22

宏观研究报告

加息的终点是衰退

——9月美联储会议点评

报告摘要

证券分析师：尤春野

电话：021-58502206

E-MAIL: youcy@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190522030002

美联储如期加息 75bp，资产价格联动反常。美联储 9 月会议如期加息 75bp，联邦基金利率区间达到 3%-3.25%。这是今年以来美联储第五次加息，也是第三次以 75bp 的幅度上调利率。决议公布及鲍威尔新闻发布会之后，美元指数大幅上涨，2 年期美债收益率上行，然而 10 年期美债收益率反常下行，黄金亦协同美元共同上涨，美股三大指数均下挫超过 1.7%。美元通常与黄金负相关，与 10 年期美债收益率正相关。如今资产价格之间联动的“异常”表现反映出市场正在对短期的加息和长期的衰退同时定价。

经济衰退预期再度加强。美联储继续下调对未来的经济预期。在美联储的视角下，美国经济将未来多年内都不复 2% 以上的增长，抗击通胀的代价是巨大的。同时美联储上调了未来失业率预期，其预计未来多年内失业率都将高于 4% 的“自然失业率”。对于通胀预期，美联储认为直到 2025 年才会恢复 2% 的通胀水平。美联储不断下调经济预期、上调失业率和通胀预期，本身反映出经济“软着陆”的难度越来越大。鲍威尔在新闻发布会上指出“不知道发生衰退的概率是多少”，“极有可能出现一段低增长时期”。与过去的论调相比，其对经济前景的信心正在显而易见地下降。

利率高点在提升，但降息预期也在加强。美联储点阵图显示 2022 年的利率将达到 4.5%，这意味着未来两次会议将再加息 125bp，其可能的路径是 11 月份加息 75bp，12 月份再加息 50bp。点阵图显示美联储认为降息会从 2024 年才开始，但市场并不相信。CME 利率期货显示明年 6 月就会迎来首次降息。

海外市场的风险正在加大。对于大类资产而言，我们认为美元短期内仍将保持强势，而美股的熊市则在较长时间内难以逆转。现在美国通胀的主要拉动力量已经从能源价格转变为更难控制的房租上涨，这导致“滞胀”的风险进一步拉大，所以美联储转向也更加困难。而解决高通胀问题的最终途径可能是一次较为严重的衰退，比如依靠房价暴跌来重新平衡美国正处于历史最低位的租售比，从而消除房租上涨的动力。所以我们认为未来较为可能的情景是美联储持续鹰派加息直到衰退来临。美元的强弱一方面与美联储政策相关，另一方面受经济基

本面的影响。我们认为前者影响短期内美元的走势，而后者决定美元长期走势。所以美元在短期之内仍将保持较为强劲的势头，年内可能出现再度的阶段性冲高，给全球资本市场带来较大的风险。但美元长期强势的基础不牢固，明年预计将随着美国经济衰退而转弱。美股则面临长期的调整压力。无论是“滞胀”还是“衰退”，对于美股而言都是尚未被充分定价的压力，美股的熊市难言触底。A 股具有一定独立性，但是随着人民币贬值压力继续积累和海外市场波动可能加剧，其对国内市场的压力也不应忽视。我们认为当前股市的主要风险偏向于外围风险。美联储激进加息，欧美衰退预期不断增加，以及中美关系走势的不确定性在年内难以消除，股市情绪的全面回暖可能仍需时日。

风险提示：美国通胀超预期上行，欧洲衰退提前到来。

目录

1. 美联储如期加息 75BP，资产价格联动反常	5
2. 经济衰退预期再度加强.....	5
3. 利率高点在提升，但降息预期也在加强	6
4. 海外市场的风险正在加大.....	7

图表目录

图表 1：美元指数走强.....	5
图表 2：黄金上涨，长端利率下行.....	5
图表 3：美联储下调对未来的经济预期.....	6
图表 4：美联储点阵图显示降息会在 2024 年发生.....	7

1. 美联储如期加息 75bp，资产价格联动反常

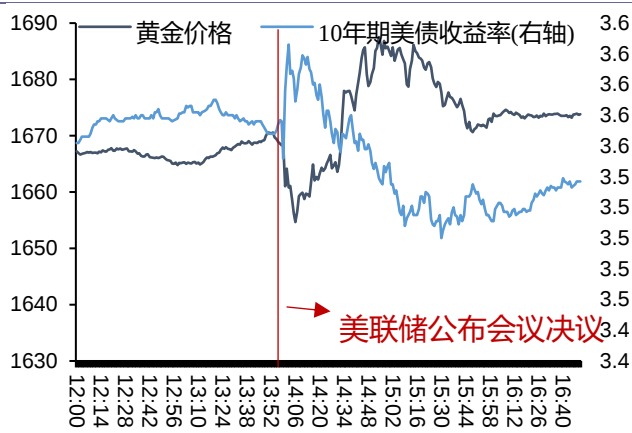
美联储 9 月会议如期加息 75bp，联邦基金利率区间达到 3%-3.25%。这是今年以来美联储第五次加息，也是第三次以 75bp 的幅度上调利率。决议公布及鲍威尔新闻发布会之后，美元指数大幅上涨，2 年期美债收益率上行，然而 10 年期美债收益率反常下行，黄金亦协同美元共同上涨，美股三大指数均下挫超过 1.7%。美元通常与黄金负相关，与 10 年期美债收益率正相关。如今资产价格之间联动的“异常”表现反映出市场正在对短期的加息和长期的衰退同时定价。

图表 1：美元指数走强



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

图表 2：黄金上涨，长端利率下行



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

2. 经济衰退预期再度加强

美联储继续下调对未来的经济预期。9 月会议上美联储对今年经济增长预期由 6 月会议的 1.7% 下调至 0.2%，对 2023 年增速预期由 1.7% 下调至 1.2%，对 2024 年增速预期由 1.9% 下调至 1.7%，并新增了对 2025 年经济预期为 1.8%。这意味着在美联储的视角下，美国经济将多年不复 2% 以上的增长，抗击通胀的代价是巨大的。

同时美联储上调了未来失业率预期。2022 年失业率预期从 6 月会议的 3.7% 上调至 3.8%，对 2023 年失业率预期由 3.9% 上调至 4.4%，对 2024 年失业率预期由 4.1% 上调至 4.4%，新增对 2025 年失业率的预期为 4.3%，即美联储认为未来多年内失业率都将高于 4% 的“自然失业率”。对于通胀预期，美联储认为直到 2025 年才会恢复 2% 的通胀水平。

图表 3：美联储下调对未来的经济预期

Variable	Median ¹				
	2022	2023	2024	2025	Longer run
Change in real GDP	0.2	1.2	1.7	1.8	1.8
June projection	1.7	1.7	1.9		1.8
Unemployment rate	3.8	4.4	4.4	4.3	4.0
June projection	3.7	3.9	4.1		4.0
PCE inflation	5.4	2.8	2.3	2.0	2.0
June projection	5.2	2.6	2.2		2.0
Core PCE inflation ⁴	4.5	3.1	2.3	2.1	
June projection	4.3	2.7	2.3		
Memo: Projected appropriate policy path					
Federal funds rate	4.4	4.6	3.9	2.9	2.5
June projection	3.4	3.8	3.4		2.5

资料来源：FOMC，太平洋证券研究院

美联储不断下调经济预期、上调失业率和通胀预期，本身反映出经济“软着陆”的难度越来越大。鲍威尔在新闻发布会上指出“不知道发生衰退的概率是多少”，“极有可能出现一段低增长时期”。与过去的论调相比，其对经济前景的信心正在显而易见地下降。

3. 利率高点在提升，但降息预期也在加强

美联储点阵图显示 2022 年的利率将达到 4.5%，这意味着未来两次会议将再加息 125bp，其

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_46365

