

加息终点上修或驱动美债利率再走高

——美联储9月议息会议传递的信息

核心观点

9月美联储加息75BP，鲍威尔态度中性表明将继续推进加息但节奏可能在未来放缓。9月点阵图事关本次加息周期终点利率，是市场关切核心。点阵图显示2022年末利率水平为4.25%-4.5%区间符合预期，年内尚有125BP加息空间；2023年仍有25BP加息预期，小幅高于此前CME期货定价。从2年期美债利率看，当前美债对本轮加息终点尚未进行充分定价。伴随美债进一步计价紧缩预期，可能带动2年、10年期美债利率共同上行，2年期美债利率可能触及4.5%一线，10年期美债利率可能突破4%。在美联储紧缩预期和欧债压力的双重推动下，美元可能进一步冲高至115附近。

□ 美联储加息75BP，鲍威尔态度中性表明将继续推进加息但节奏可能在未来放缓利率区间方面，美联储加息75BP将基准利率区间上调至3%-3.25%区间，政策利率大幅突破中性利率；符合市场与我们预期。缩表方面，美联储将按原定计划继续执行，9月起速度将提升至950亿美元/月（对应600亿国债+350亿MBS）。

会后声明中，鲍威尔对未来加息节奏进行指引：“继续推进加息是合适的，伴随紧缩程度深化，未来某个时间点可能结合经济和通胀数据变化放慢加息步伐；需要将政策维持在限制性立场一段时间，历史经验表明不宜过快转向放松”。其中“放慢加息步伐”可能意味着Q4点阵图的利率终点进一步上修概率低。

整体来看，我们认为鲍威尔本次议息会议的态度相对中性，基本符合会前市场预期（详见下文），各类资产价格在会议期间均保持宽幅震荡：10年期美债利率一度上冲至3.6%以上，会后声明中的“某个时间点放慢加息步伐”被解读为鸽派信号收益率再次回落至3.5%一线；美股在会议期间一度大幅上涨，截至报告时再度转为下跌；美元指数高位震荡后小幅上行，截至报告时已升至111。

□ 点阵图终点利率较6月会议大幅上修100BP，基本匹配年内CME期货定价水平9月的利率点阵图事关本次加息周期的终点利率，是本次议息会议市场最关切的核心。6月议息会议时美联储给出的年末利率终点指引为3.25%-3.5%，Q3期间鲍威尔在全球央行年会的鹰派言论以及回落速度慢于预期的通胀数据使得市场上修利率终点（详细请参考前期报告《短期相机决策，中期末必降息》）。截至会议前，联邦基金利率期货对本轮加息终点的定价已达到4.25%-4.5%区间。

最终，9月美联储点阵图公布对应2022年末利率水平为4.25%-4.5%区间符合市场预期，对应节奏为11月加息75BP，12月加息50BP；2023年末利率水平约为4.5-4.75%，同样包含25BP加息预期，小幅高于此前CME期货定价。

□ 当前美债尚未充分定价9月的点阵图预期，10年期美债利率年内可能突破4%不同期限的美债品种和政策利率存在以下关系：3月期美债利率反映即期政策利率（即当期议息会议的利率预期）；2年期美债反映中期政策利率（即本轮政策周期的利率终点）；10年期美债利率与政策利率偏离大，但历轮加息周期10年期美债收益率的高点均持平或高于政策利率终点（包括70年代大滞胀时期）。

从当下的利率组合看，我们调整关于美债利率的观点：年内10年期美债利率可能进一步上破4%，此后逐步回落。当前2年期美债收益率略低于4%，仍然低于9月点阵图反映的年末利率预期4.25%-4.5%，说明当前美债市场对本轮加息终点尚未进行充分定价。如果未来美债进一步计价紧缩预期，可能带动2年、10年期美债利率共同上行，2年期美债利率可能触及4.5%一线，衰退预期下长短端倒挂10年期美债利率将低于2年但仍有较大可能突破4%。

□ 大幅下调经济增长预期，通胀预期再度上修并指出上行风险仍源于俄乌危机增长预测方面，2022年GDP增速预测由前次预测的1.7%大幅下调至0.2%。此外，对应2023年、2024年的增长预期全都进一步下修，分别为1.2%和1.7%（前

分析师：李超
执业证书号：S1230520030002
lichao1@stocke.com.cn

分析师：林成炜
执业证书号：S1230522080006
linchengwei@stocke.com.cn

相关报告

值分别为 1.7%和 1.9%)。从**经济增速预测**来看，美国实质上已经放弃“软着陆”目标，坚定了通过牺牲需求弥合供需缺口压降通胀的决心。

通胀预测方面，2022 年 PCE 预测由前次预测的 5.2%进一步上调至 5.4%，反映当前通胀回落速度慢于 Q2 美联储的预期；此外，美联储预计直至 2025 年 PCE 同比增速方能回落至 2%的政策目标。从 9 月美联储议息会议声明来看，对未来通胀上行风险的评估和 7 月保持一致，主要源于俄乌危机。

失业率方面，美联储对年末的就业市场仍然保持乐观，认为失业率将在年底小幅反弹至 3.8%（前期预测为 3.7%）。我们认为当前美国经济存在较大下行压力，伴随未来劳动力供给修复和招工总需求回落，美国失业率可能在 Q4 触及 4%。

□ **美债收益率可能在阶段性突破 4%后回落，黄金短期承压但中期配置价值仍高**

美债方面，我们已于上文详述。伴随点阵图终点利率的提高，10 年期美债利率可能阶段性突破 4%（10 年期实际利率可能冲破 1.5%），2 年期美债利率可能进一步逼近 4.5%。年内 10 年期美债收益率的走势预计表现为冲高回落。

黄金方面，短期 10 年期美债利率突破 4%之前，受实际利率上行影响可能阶段性承压，但中期配置价值不改，本轮利率和美元（尤其是实际利率）冲高完毕后黄金依然具有较高配置价值，欧洲潜在的债务风险同样利多黄金。

美股方面，预计将在 Q4 完成筑底并逐步反弹。短期之内利率上行仍会对美股估值端施加下行压力，本轮点阵图上修预期计价完成后，利率水平回落将对美股形成提振，从风格上看我们认为纳斯达克仍将有优于道指的表现。

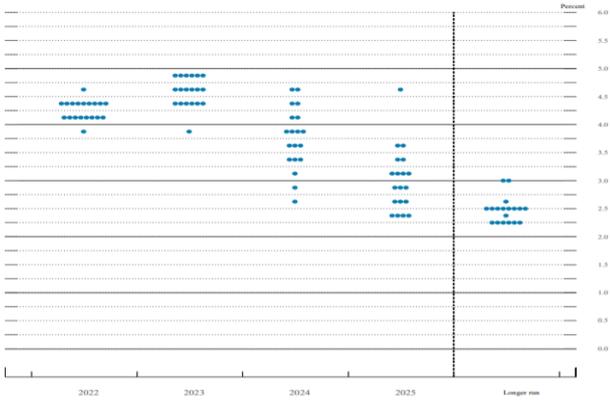
美元方面，在美联储紧缩预期增强和欧洲债务压力加剧的双重推动下，美元可能进一步冲高至 115 附近。

□ **风险提示**

欧洲主权债务压力超预期；美国通胀超预期恶化

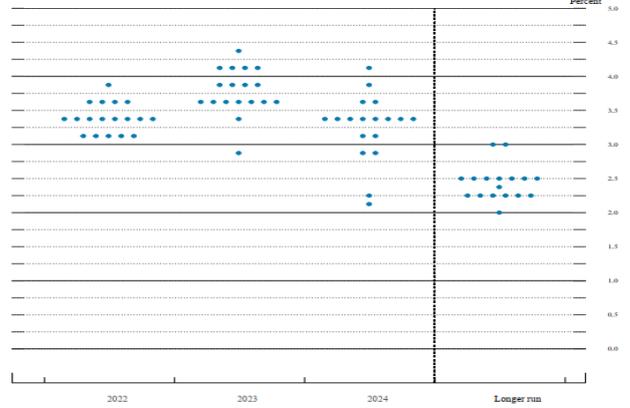
1.重要图表

图1：9月美联储点阵图



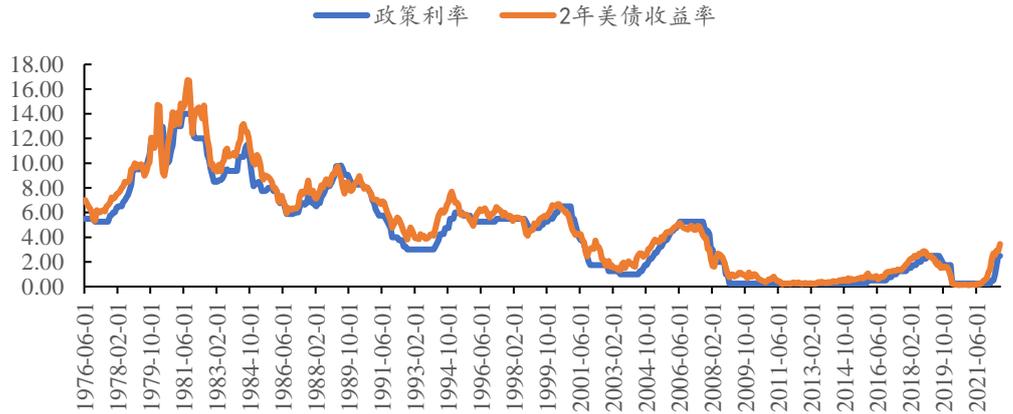
资料来源：美联储，浙商证券研究所

图2：6月美联储点阵图



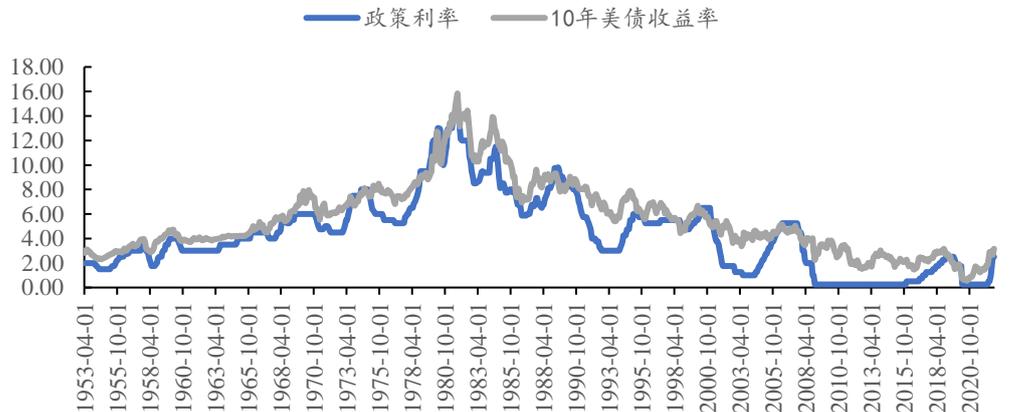
资料来源：美联储，浙商证券研究所

图3：2年期美债收益率与美联储政策利率关系（%，82年以前为贴现率，82年后为联邦基金利率）



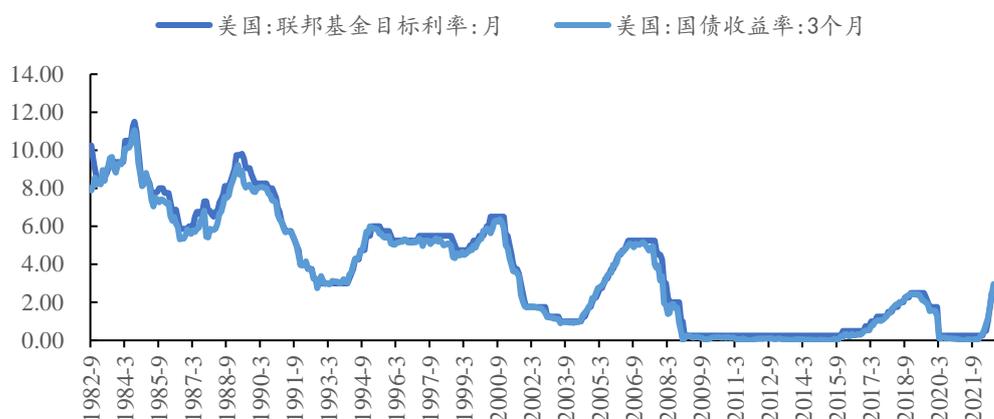
资料来源：Wind, Fred, 浙商证券研究所

图4：10年美债收益率与美联储政策利率关系（%，82年以前为贴现率，82年后为联邦基金利率）



资料来源：Wind, Fred, 浙商证券研究所

图5: 3个月美债收益率与美联储政策利率关系 (%)



资料来源: Wind, Fred, 浙商证券研究所

表 1: 议息会议前联邦基金利率期货在议息会议前的加息概率分布 (%)

加息月份	最大概率利率区间	加息幅度	概率
9	300-325	75BP	82.0%
11	375-400	75BP	57.2%
12	425-450	50BP	44.2%

资料来源: CME, 浙商证券研究所

表 2: 美联储整体下调经济增长预期、上调通胀预期 (%)

	批准规模	2022	2023	2024	长期
实际 GDP 增长	22 年 09 月预测	0.2	1.2	1.7	1.8
	22 年 06 月预测	1.7	1.7	1.9	1.8
失业率	22 年 09 月预测	3.8	4.4	4.4	4.3
	22 年 06 月预测	3.7	3.9	4.1	4.0
PCE	22 年 09 月预测	5.4	2.8	2.3	2.0
	22 年 06 月预测	5.2	2.6	2.2	2.0
...	22 年 09 月预测	4.5	3.1	2.3	2.1

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_46374



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn