

2022 年 9 月美联储议息会议解读

美联储信誉保卫战

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

研究助理

张璐 一般证券从业资格编号
S1060120100009
ZHANGLU150@pingan.com.cn
范城恺 一般证券从业资格编号
S1060120120052
FANCHENGKAI146@pingan.com.cn



事项：

美国时间 2022 年 9 月 21 日，美联储公布 9 月 FOMC 会议声明与经济预测，期间市场剧烈波动：10 年美债利率曾跳涨至 3.63% 的新高，但尾盘回落并收于 3.54%；美股三大股指在会议声明后跳水、曾于鲍威尔讲话期间翻红，但尾盘仍然回跌；美元指数曾升破 111.48，日内收于 111.37，日内涨幅达 1.07%。

平安观点：

- **货币政策与声明：**加息方面，会议宣布上调联邦基金利率 75bp，至 3.00-3.25% 目标区间。这一节奏符合 8 月下旬杰克逊霍尔会议以来 CME 利率期货市场预期。缩表方面，美联储将按照原有计划，从 9 月开始加速缩表。美联储在 9 月的声明与 7 月相比几乎没有变化。
- **经济预测：**1) **经济增长方面**，美联储预计今明两年美国经济增速可能会显著低于长期增长水平，但仍可以实现正增长；2) **就业方面**，美联储认为加息对就业市场的冲击会更明显，且可能持续更久；3) **通胀方面**，虽然美联储并未大幅上调今明两年的通胀预测，但考虑到其显著上调了政策利率预测，实质上美联储对通胀的看法较 6 月明显更加悲观；4) **利率与点阵图方面**，超过半数委员认为 2022 年政策利率应至少达到 4.25-4.50%，意味着年内的另外两次会议或分别加息 75BP 和 50BP；2023 年政策利率预测中值为 4.6%，高于会议前 CME 市场预期 50BP 左右。
- **鲍威尔讲话：**总的来说，鲍威尔试图延续杰克逊霍尔会议后的政策立场，即美联储不会过早放松政策。其对加息终点的描述，首次使用了“足够限制性水平”（sufficiently restrictive level），而不仅仅是原来的“限制性水平”。同时，鲍威尔强调会尽量在较长时间内保持限制性利率水平。而对于任何有关经济与就业的担忧，其都非常谨慎地回复，生怕“错误地”传递鸽派信号。但其有信心，认为按照目前加息路径，通胀是可以被驯服的。
- **美联储信誉保卫战：**在通胀形势“喜忧参半”、通胀演绎不确定的背景下，美联储坚定选择捍卫信誉，势必确保通胀回落，哪怕牺牲“软着陆”的可能性。对市场而言，短期市场风险较大，因市场仍处于消化美联储新的政策思路的阶段，且美国经济衰退尚未兑现，美债和美股定价仍有调整空间。具体来看：1) 本轮 10 年美债实际利率高点或达到 1.2-1.5%，名义利率高点或达到 3.7-4.0%。2) 美股短期仍有调整压力。一是，美债利率的攀升进一步削弱风险溢价；二是，估值和盈利预期仍有下调空间，明年美国经济衰退对美股盈利的杀伤依然没有足够计入。3) 无论是从美联储紧缩节奏看，还是从非美经济压力看，美元汇率目前仍将维持强势。
- **风险提示：**美国通胀超预期、经济下行超预期、货币政策超预期等。

美国时间 2022 年 9 月 21 日，美联储公布 9 月 FOMC 会议声明，连续第三次加息 75bp。会议声明公布和媒体采访后，市场剧烈波动：10 年美债利率曾跳涨至 3.63% 的新高，但尾盘回落并收于 3.54%；美股三大股指在会议声明后跳水、曾于鲍威尔讲话期间翻红，但尾盘仍然回跌，纳指、标普 500 和道指分别收跌 1.79%、1.71% 和 1.70%；美元指数曾升破 111.48、刷新本轮新高，日内收于 111.37，日内涨幅达 1.07%。

继 8 月下旬杰克逊霍尔会议以来，截至 9 月议息会议结束，美联储政策思路更加明确：在通胀形势“喜忧参半”、通胀演绎不确定的背景下，美联储坚定选择保卫信誉，势必确保通胀回落，哪怕牺牲“软着陆”的可能性。对市场而言，短期市场风险较大，因市场仍处于消化美联储新的政策思路阶段，且美国经济衰退尚未兑现，美债和美股定价仍有调整空间；但在中期，政策和经济确定性或也将正面影响金融市场信心，一定程度上限制市场波动幅度。

1. 货币政策：连续第三次加息 75BP

美联储 2022 年 9 月议息会议声明，宣布上调联邦基金利率 75BP 至 3.00-3.25% 目标区间。这一节奏符合 8 月下旬杰克逊霍尔会议以来 CME 利率期货市场预期。同时，为配合新的联邦基金利率区间，美联储同时上调了其他多个政策利率：1) 将存款准备金利率由 2.40% 上调至 3.15%；2) 将隔夜回购利率由 2.50% 上调至 3.25%；3) 将隔夜逆回购利率由 2.30% 上调至 3.05%；4) 将一级信贷利率由 2.50% 上调至 3.25%。缩表方面，美联储将按照原有计划，从 9 月开始加速缩表，即每月被动缩减 600 亿美元国债和 350 亿美元机构债券和 MBS。

图表1 美联储 2022 年 9 月和 7 月议息会议声明比较

2022 年 9 月美联储 FOMC 声明
美联储已做出以下决定，以实施联邦公开市场委员会在 2022 年 9 月 21 日的声明中宣布的货币政策立场： ■ 美联储系统理事会一致投票决定将准备金余额支付的利率提高至 2.40% 3.15%，自 2022 年 9 月 21 日起生效。 ■ 作为其政策决定的一部分，联邦公开市场委员会投票授权和指导纽约联邦储备银行的公开市场服务台，除非另有指示，否则根据以下国内政策在系统公开市场账户中执行交易指示： ■ “自 2022 年 9 月 21 日起，联邦公开市场委员会指示： ● 必要时进行公开市场操作，以将联邦基金利率维持在 2-1/4 至 2-1/2% 3 至 3-1/4% 的目标范围内。 ● 进行隔夜回购协议操作，最低投标利率为 2.5% 3.25%，总操作限额为 5000 亿美元；主席可酌情暂时增加总操作限额。 ● 以 2.3% 3.05% 的发行利率和每天 1600 亿美元的交易对手限额进行隔夜逆回购协议操作；主席可酌情暂时提高每个交易对手的限额。 ● 在拍卖中展期美联储持有的在 7 月和 8 月日历月到期的美国国债的本金支付金额，只针对每月超过 300 亿美元的部分。赎回不超过此上限的国库券，以及在息票本金支付低于每月上限的情况下赎回国库券。 ● 从 9 月的日历月开始，在拍卖中展期美联储持有的每个日历月到期的美国国债的本金支付金额，只针对每月超过 600 亿美元的部分。赎回不超过此上限的国库券，以及在息票本金支付低于每月上限的情况下赎回国库券。 ● 将美联储持有在 7 月和 8 月收到的机构债务和机构 MBS 在 6 月日历月收到持有的本金支付金额再投资于机构抵押贷款支持证券，超过每月 175 亿美元的上限。 ● 从 9 月的日历月开始，将每个日历月收到的美联储持有的机构债务和机构 MBS 的本金支付金额再投资到机构 MBS，只针对每月超过 350 亿美元的部分。 ● 如果出于运营原因需要，允许适度偏离规定的再投资金额。 ● 必要时参与美元展期和息票掉期交易，以促进美联储机构 MBS 交易的结算。” ■ 在一项相关行动中，美联储系统理事会一致投票批准将初级信贷利率提高 3/4 个百分点至 3.25%，自 2022 年 9 月 21 日起生效。

资料来源：iFinD，美联储，平安证券研究所

2. 声明表述：与上次相比几乎没有变化

美联储在 9 月声明中，有关经济和通胀的表述相较 7 月声明几乎没有变化，仍然强调当前美国通胀很高，地缘冲突对通胀的影响未散，而美联储仍坚定承诺 2% 的通胀目标，继而选择继续大幅加息。仅有的一处改动是，开篇处关于近期支出和生产指标的表现，从“已经出现疲软”改为“温和增长”。这说明，7 月会议后，美国经济活动并未延续下行趋势，反而有所回暖，继而美联储仍有底气选择激进加息，暂不受到经济下行的约束。

图表2 美联储 2022 年 9 月和 7 月议息会议声明原文比较：几乎没有变化

2022 年 9 月美联储 FOMC 声明（中文）	2022 年 9 月美联储 FOMC 声明（英文）
- 最近的支出和生产指标 已经出现疲软温和增长。尽管如此，近几个月就业增长强劲，失业率保持在较低水平。通货膨胀仍然很高，反映了与大流行、食品和能源价格上涨和以及更广泛的价格压力相关的供需失衡。 - 俄罗斯对乌克兰的战争正在造成巨大的人类和经济困难。战争和相关事件对通胀造成了正在给通胀带来额外的上行压力，并对给全球经济活动造成了带来压力。委员会高度关注通胀风险。 - 该委员会的目标是在较长时期内以 2% 的增长率实现最大的就业率和通货膨胀率。为支持这些目标，委员会决定将联邦基金利率的目标范围提高至 3 至 3-1/4%，并预计目标范围的持续增加将是适当的。此外，委员会将继续减少其持有的国债和机构债务以及机构抵押贷款支持证券，如 5 月份发布的缩减美联储资产负债表规模的计划所述。委员会坚定地致力于将通货膨胀率恢复到 2% 的目标。	- Recent indicators point to modest growth in spending and production. Recent indicators of spending and production have softened. Nonetheless, job gains have been robust in recent months, and the unemployment rate has remained low. Inflation remains elevated, reflecting supply and demand imbalances related to the pandemic, higher food and energy prices, and broader price pressures. - Russia's war against Ukraine is causing tremendous human and economic hardship. The war and related events are creating additional upward pressure on inflation and are weighing on global economic activity. The Committee is highly attentive to inflation risks. - The Committee seeks to achieve maximum employment and inflation at the rate of 2 percent over the longer run. In support of these goals, the Committee decided to raise the target range for the federal funds rate to 3 to 3-1/4 percent and anticipates that ongoing increases in the target range will be appropriate. In addition, the Committee will continue reducing its holdings of Treasury securities and agency debt and agency mortgage-backed securities, as described in the Plans for Reducing the Size of the Federal Reserve's Balance Sheet that were issued in May. The Committee is strongly committed to returning inflation to its 2 percent objective.

资料来源: iFinD, 美联储, 平安证券研究所

3. 经济预测：更高的通胀、更弱的经济、更高更持久的加息终点

美联储 2022 年 9 月发布的经济预测（SEP），与 6 月预测相比：

- 1) 经济增长方面，大幅下调 2022 年实际 GDP 增速 1.5 个百分点至 0.2%；同时下调 2023 年实际 GDP 增速预测 0.5 个百分点至 1.2%；预计长期经济增速保持 1.8% 不变。换言之，美联储预计今明两年美国经济增速可能会显著低于长期增长水平，但仍可以实现正增长。
- 2) 就业方面，小幅上调 2022 年失业率预测 0.1 个百分点至 3.8%，但明显上调 2023 年和 2024 年失业率至 4.4%，2025 年失业率仍将保持在 4.3%，均高于美联储认为的长期失业率水平的 4%。换言之，美联储认为加息对就业市场的冲击会更明显，且可能持续更久。
- 3) 通胀方面，进一步上调 2022 年 PCE 同比增速预测 0.2 个百分点至 5.4%，上调同期核心 PCE 同比增速 0.2 个百分点至

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

4.5%；同时分别上调 2023 年 PCE 和核心 PCE 通胀率 0.2 和 0.4 个百分点，至 2.8%和 3.1%；仍然预计 2024 年及以后 PCE 通胀率可回归至 2%左右的目标水平。我们认为，虽然美联储并未大幅上调今明两年的通胀预测，但考虑到其显著上调了政策利率预测，实质上美联储对通胀的看法较 6 月明显更加悲观。

图表3 2022 年 9 月美联储经济预测

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: 美联储 (2022.9.21), 平安证券研究所

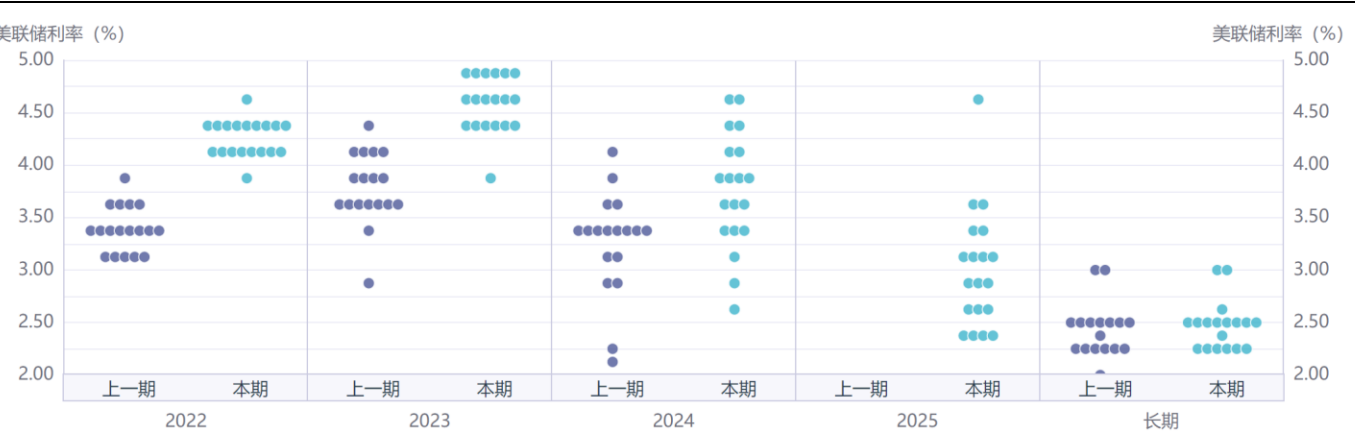
图表4 2022 年 6 月美联储经济预测

Variable	Median ¹			
	2022	2023	2024	Longer run
Change in real GDP	1.7	1.7	1.9	1.8
March projection	2.8	2.2	2.0	1.8
Unemployment rate	3.7	3.9	4.1	4.0
March projection	3.5	3.5	3.6	4.0
PCE inflation	5.2	2.6	2.2	2.0
March projection	4.3	2.7	2.3	2.0
Core PCE inflation ⁴	4.3	2.7	2.3	
March projection	4.1	2.6	2.3	
Memo: Projected appropriate policy path				
Federal funds rate	3.4	3.8	3.4	2.5
March projection	1.9	2.8	2.8	2.4

资料来源: 美联储 (2022.6.15), 平安证券研究所

4) 利率与点阵图方面，2022 年联邦基金目标利率预测中值由 3.4%上调至 4.4%，且 2023 年将进一步升至 4.6%，2024 年和 2025 年或降息至 3.9%和 2.9%，即预计未来几年政策利率水平显著高于 2.5%的长期预测水平。2022 年 9 月点阵图显示，超过半数委员认为 2022 年政策利率应至少达到 4.25-4.50%，意味着年内的另外两次会议或分别加息 75BP 和 50BP；大约 2/3 的委员认为 2023 年政策利率将至少达到 4.5%以上，意味着明年至少还有 1-2 次(单次 25BP)的加息；委员们预计 2024 和 2025 年政策利率将逐步下调，但仍会高于长期利率；同时，委员们对于 2024 年及以后的政策利率预测分歧更加明显，或说明美联储对于美国经济衰退的节点和程度难以判断。

图表5 美联储点阵图：2022 年 9 月与 6 月比较



资料来源: iFinD, 美联储, 平安证券研究所

美联储对 2022 年的利率预测基本符合 9 月议息会议前的 CME 市场预期，但对 2023 年的政策高点和加息的可持续性明显

超过市场预期：截至 9 月 21 日（美联储会议前），CME 利率期货预计 2022 年加息至 4.25-4.50%及以上的概率超过 50%，基本符合点阵图的观点；但市场认为 2023 年末政策利率仅为 4-4.25%左右，低于点阵图 50BP 左右。

图表6 美联储 9 月会议前：市场预计 2023 年末政策利率会降至 4-4.25%左右

会议日期	美联储政策利率与概率 (bp)									
	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525
2022/9/21	0.0%	84.0%	16.0%	0.0%						
2022/11/2	0.0%	0.0%	0.0%	26.0%	63.0%	11.1%	0.0%	0.0%	0.0%	
2022/12/14	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	8.6%	38.2%	45.8%	7.4%	0.0%	0.0%
2023/2/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.7%	21.3%	41.5%	29.3%	4.2%	0.0%
2023/3/15	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.8%	12.3%	31.2%	35.5%	17.0%	2.1%
2023/5/3	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	2.4%	13.3%	31.4%	34.5%	16.2%	2.0%
2023/6/14	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	4.6%	17.1%	32.1%	30.7%	13.3%	1.6%
2023/7/26	0.0%	0.0%	0.2%	1.6%	7.9%	21.0%	31.7%	26.2%	10.2%	1.2%
2023/9/20	0.0%	0.1%	0.7%	4.1%	13.1%	25.3%	29.5%	19.8%	6.6%	0.7%
2023/11/1	0.0%	0.3%	1.9%	7.3%	17.4%	26.8%	26.1%	15.2%	4.6%	0.5%
2023/12/13	0.2%	1.1%	4.5%	12.2%	22.0%	26.4%	20.8%	10.0%	2.6%	0.2%

资料来源: CME FedWatch (2022.9.21), 平安证券研究所

4. 鲍威尔讲话：首提利率“足够限制性水平”

鲍威尔在声明发布半小时后发表讲话并接受采访。总的来说，鲍威尔试图延续杰克逊霍尔会议后的政策立场，即美联储不会过早放松政策。其对加息终点的描述，首次使用了“足够限制性水平”（sufficiently restrictive level），而不仅仅是原来的“限制性水平”。同时，其强调会尽量保持限制性的利率水平较长时间。对于任何有关经济与就业的担忧，都非常谨慎地回复，生怕“错误地”传递鸽派信号。但其有信心，认为按照目前的加息路径，通胀是可以被驯服的。

具体来看：

- 1) 关于加息及加息路径。鲍威尔在开场陈述中，首次使用了“足够限制性水平”（sufficiently restrictive level）来描述政策利率目标水平，而不仅仅是原来的“限制性水平”。有记者问，本次为何加息 75BP 而不是 100BP？鲍威尔称，7 月和 8 月通胀数据分布低于和高于预期，本次加息是综合整体数据后的决策。有记者问，下一次会议的基准选择是不是加息 75BP？鲍威尔称，目前仍有不少委员预计年内只加息 100BP（即下次会议仍有可能 50BP）。有不少记者问，何时放缓加息？鲍威尔强调，其观点自杰克逊霍尔会议之后没有太多变化，即需要一段时间保持高利率水平（keep it for sometime）。可能的政策转向条件或包括三方面考量：1）经济低于趋势增长水平一段时间；2）就业市场供需更加平衡；3）美联储有信心通胀可以回归到 2% 目标水平。关于为何确定 4.6% 左右的政策利率终点，鲍威尔称，政策利率达到 4.6% 之后，加上新的通胀预测，实际利率水平（即政策利率-通胀预期）应该“足够高”（可能在 1% 左右）。最后其强调，美联储认为当前所显示的加息路径是足够遏制通胀的。
- 2) 关于就业与衰退。本次美联储明显上调了 2023 年及以后的失业率预测，引发记者关注。有记者问，4.4% 的失业率是否意味着“软着陆”已经不可能？鲍威尔称，与历史不同，本次美国经济有三方面特点：1）就业市场供需错配；2）长期通胀预期较稳定；3）供给冲击对通胀有较大影响（暗示供给冲击缓和或有利于缓解通胀压力）。其未完全否认软着陆可能，但承认软着陆的机会正在下降。有记者质疑，4.4% 的失业率意味着 130 万就业流失，美联储加息会不会“走得太远”？鲍威尔顶住压力，强调通胀对居民的伤害更大，虽然他也不知道是否会“走得太远”（但美联储还会坚持加息）。
- 3) 关于通胀。有记者问，如何看待住房租金上涨的可持续性？鲍威尔承认，住房租金的上涨可能会持续较久。
- 4) 关于经济增长。有记者问，如何看待美国经济仍然有韧性？鲍威尔称，从行业层面看，类似房地产等利率敏感型行业已经受到明显的冲击。但其认为由于居民仍有储蓄等原因，目前经济强劲，其认为这是一件“好事”。这或暗示，美联储并不一定追求“制造”经济衰退来遏制通胀，加息决策主要还是基于通胀形势。
- 5) 关于缩表。有记者问，近期房地产市场的降温，会不会影响美联储缩表（尤其是缩减 MBS）的决策？鲍威尔称，美联

储目前暂不会考虑改变缩表节奏。

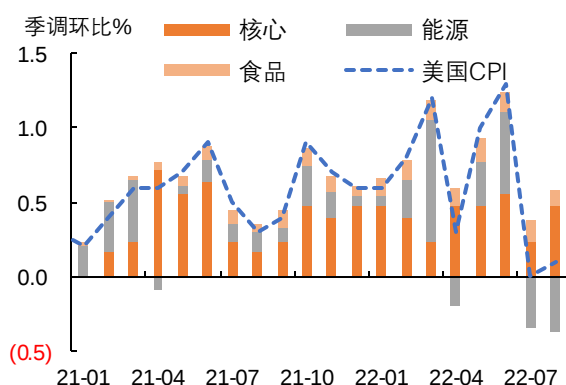
- 6) 关于全球加息风险。有记者问，如何看待全球央行同步加息的风险？鲍威尔称，美联储保持与他国央行的交流，在经济预测和政策决策时，也尽可能地考虑了全球加息及经济下行的影响；不过，考虑到不同经济体的利率水平和经济情况不同，美联储很难与他国央行“合作”。

5. 美联储信誉保卫战

继8月下旬杰克逊霍尔会议以来，截至9月议息会议结束，美联储政策思路更加明确：在通胀形势“喜忧参半”、通胀演绎不确定的背景下，美联储坚定选择保卫信誉，势必确保通胀回落，哪怕牺牲“软着陆”的可能性。

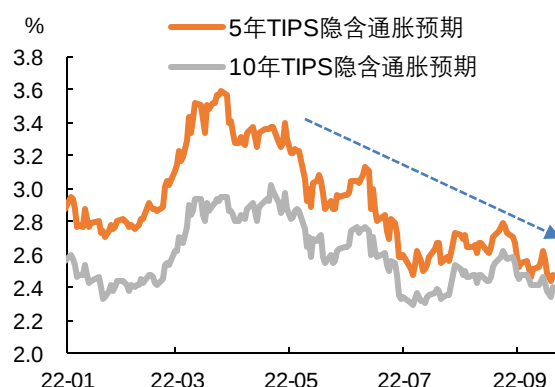
首先，仅就近两个月通胀走势看，美国通胀形势“喜忧参半”，并非单边恶化。从标题通胀率看，美国CPI通胀率已经连续第二个月回落，CPI环比更已大幅回落。不过，核心CPI环比仍保持高速上升，美国通胀的粘性值得警惕。从通胀预期看，虽然当前美国短期通胀预期仍高、中长期通胀预期也略高于2%，但近两个月并没有明显恶化：9月密歇根1年和5年通胀预期分别回落至4.6%和2.9%；9月克利夫兰联储模型的10年通胀预期为2.35%，低于6月2.40%的高点；最新5年/10年TIPS国债隐含通胀预期已经较6月明显回落，基本处于年内最低水平；牵动通胀预期的大宗商品市场也已降温，WTI原油和LME铜距离6月高点已分别回落30%和20%。

图表7 美国CPI环比大幅回落，但核心CPI环比仍高



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表8 美国债券市场通胀预期已明显回落



资料来源: Wind, 平安证券研究所

在通胀形势并未单边恶化的背景下，美联储政策信号剧烈调整，更多反映了其政策逻辑的变化，即美联储不能容忍通胀失控风险，继而“孤注一掷”地选择激进加息，以最终维护货币政策的信誉。

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_46375

