



宏观专题

9月FOMC：通胀不熄，加息不止

FedNote#9

证券分析师

芦哲

资格编号：S0120521070001

邮箱：luzhe@tebon.com.cn

联系人

张佳炜

资格编号：S0120121090005

邮箱：zhangjw3@tebon.com.cn

相关研究

#FedNote 系列

《美联储剧透了1月FOMC哪些鹰派信号——FedNote#1》

《市场对美联储的紧缩预期何时反转——FedNote#2》

《一次加息50bps的可能性与影响——FedNote#3》

《3月FOMC：经济下修难改加息路径——FedNote#4》

《为何全年加息预期升到了9次——FedNote#5》

《5月FOMC：如期加息，官宣缩表——FedNote#6》

《本轮加息预期见顶了么？——FedNote#7》

《6月FOMC：意料中的75bps加息——FedNote#8》

投资要点：

- **核心观点。**我们认为当前通胀的黏性与扩散性意味着高通胀的久期将被拉长，这意味着通胀根深蒂固的风险仍然趋于上行，市场对近端美联储货币政策紧缩的预期尚未充分计入。与此同时，供给侧面临的问题或是结构性而非周期性的。虽然短期总供给存在边际层面的改善，但长期总供给面临的收缩或是中长期的。
- **近端的紧缩预期尚未充分计价。**考虑到通胀黏性、扩散性的问题，通胀环比中枢有更大概率提升，这也意味着高通胀的久期将被拉长，通胀根深蒂固的风险仍然值得警惕。基于此，我们认为美联储的货币政策紧缩路径仍会“一如既往”地超出市场预期，本轮加息的峰值起码是4.75-5.00%，对应后面五次会议75→50→25→25bps的加息路径。根据最新的联邦基金期货，这一路径尚未被市场充分计价。
- **远端的滞胀周期将更加长久。**SEP显示，PCE同比增速在2023、2024年分别为2.8%、2.3%，但这两年对应的联邦基金利率分别为4.6%、3.9%。美联储或不愿意牺牲经济增长，而是愿意忍受经济中更高的通胀。例如，过往【2%通胀率 - 1%增长率】的长期均衡在疫情后将面临两个的选择：【2%通胀率 - 0%增长率】或【3%通胀率 - 1%增长率】。今天的SEP表达了美联储对后者的倾向，而这也或意味着更长久的经济滞胀周期。
- **风险提示：**①美国通胀失控；②新冠毒株变异引发新的疫情冲击；③美联储加速紧缩货币政策引发宏观流动性与金融条件的极致收紧；④全球供应链修复延后。

内容目录

1. 近端的紧缩预期尚未充分计价	6
2. 远端的滞胀周期将更加长久	7
3. 风险提示	8

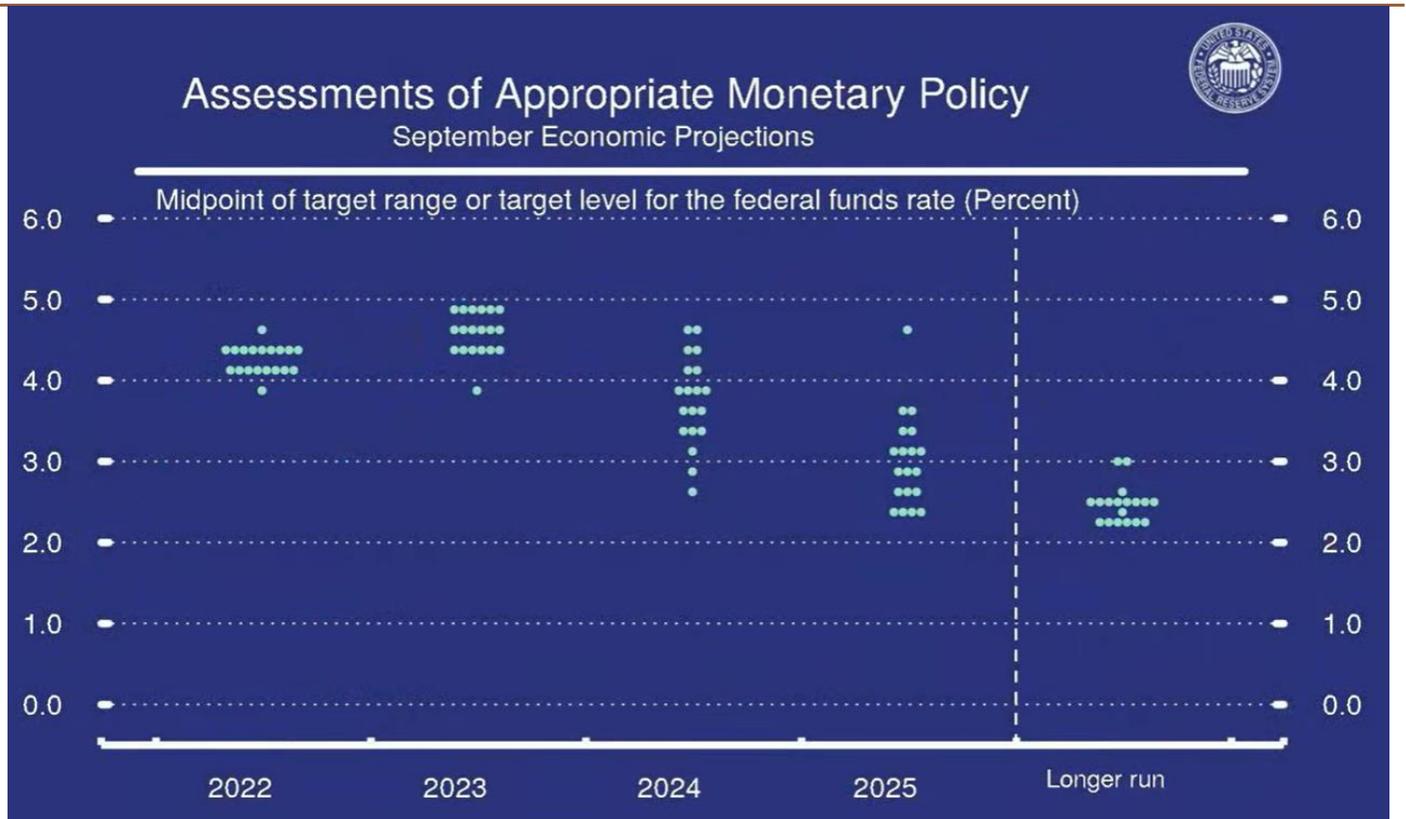
图表目录

图 1: 9 月点阵图.....	4
图 2: 9 月 SEP	5
图 3: 10 年美债利率过去 3 个交易日 3min 线	5
图 4: 2 年美债利率过去 3 个交易日 3min 线	5
图 5: 联邦基金期货对应未来 FOMC 会议加息次数/隐含利率.....	6
图 6: 联邦基金期货对应未来 FOMC 会议政策利率曲线	6
图 7: 美国 CPI 与弹性、黏性分项同比增速	6
图 8: 美国 CPI 与结尾 CPI 同比增速.....	6
图 9: 不同环比情景假设下未来 1 年美国 CPI 同比增速预测.....	7
图 10: 美国 PCEPI 及三大分项同比增速	8

北京时间 9 月 22 日凌晨 2:00，美联储公布 9 月 FOMC 会议声明。本次会议整体延续 Jackson Hole 以来的鹰派信号，核心内容如下：

- ① 如期加息 75bps，联邦基金政策利率水平由 2.25-2.5% 上调至 3.0-3.25%。过去 30 年，美联储一共出现过 4 次 75bps 的加息。首次发生在 1994 年 11 月，后面 3 次分别发生在今年 6、7、9 月。而当前的联邦基金期货市场充分预期 11 月份还有一次 75bps 的加息。
- ② 会议声明与 7 月 FOMC 几乎一致。尽管 GDP 连续两个季度收缩，确认进入技术性衰退，但美联储对经济的描述仍然是“温和 (*modest*)”的，通胀高企的背后不仅有弹性的食品、能源项目，也有黏性的广泛通胀压力 (*broader price pressures*)。
- ③ 点阵图。9 人预测今年政策利率的峰值在 4.25-4.5% 水平，8 人预测在 4-4.25% 水平，前者对应今年剩余两次加息为 75→50bps 的路径，后者对应为 50→50bps 的路径。预测明年峰值在 4.25-4.5%、4.5-4.75%、4.75-5% 的人数各 6 人。假定 2022 年终点为 4.25-4.5%，则这分别对应 2023 年 0、1、2 次的加息 (25bps/次)。

图 1：9 月点阵图



资料来源：FRB，德邦研究所

- ④ 增长预测。将 2022 年 GDP 增速由 1.7% 大幅下调至 0.2%，2023 年 GDP 增速由 1.7% 下调至 1.2%，均低于 1.8% 的长期预期，同时上调 2023-2024 年失业率至 4.4%，高于 4% 的长期预期，表达美联储希望经济回落至潜在水平以下、产出缺口重新转负的观点。从预测分布上看，有一人预测 2023 年 GDP 增速将会是 -0.4~-0.3%。
- ⑤ 通胀预测。将 2022、2023、2024 年 PCE 增速分别由 5.2%、2.6%、2.2% 上调至 5.4%、2.8%、2.3%，进一步向 2% 目标上偏，但却在 2024 年开始下调政策利率预期，或暗示对更高通胀中枢的容忍。

图 2：9 月 SEP

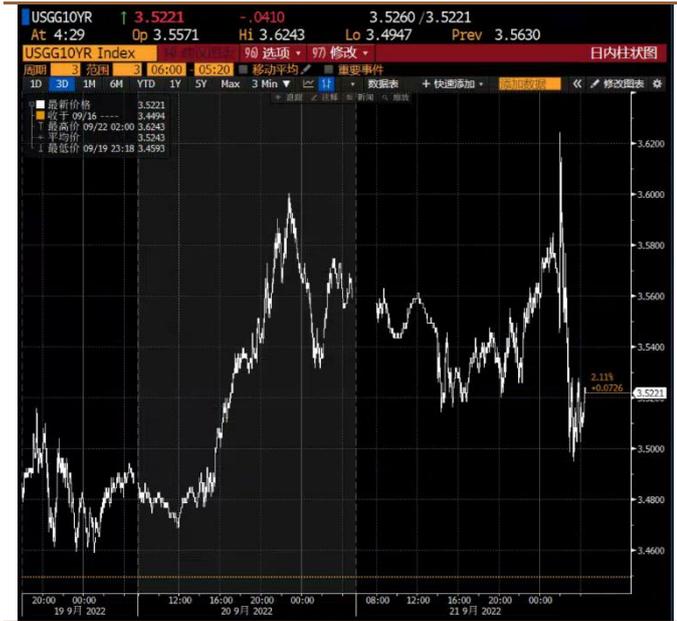
Table 1. Economic projections of Federal Reserve Board members and Federal Reserve Bank presidents, under their individual assumptions of projected appropriate monetary policy, September 2022

Variable	Median ¹					Central Tendency ²					Range ³				
	2022	2023	2024	2025	Longer run	2022	2023	2024	2025	Longer run	2022	2023	2024	2025	Longer run
Change in real GDP	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	0.0-0.5	-0.3-1.9	1.0-2.6	1.4-2.4	1.6-2.2
June projection	1.7	1.7	1.9		1.8	1.5-1.9	1.3-2.0	1.5-2.0		1.8-2.0	1.0-2.0	0.8-2.5	1.0-2.2		1.6-2.2
Unemployment rate	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	3.7-4.0	3.7-5.0	3.7-4.7	3.7-4.6	3.5-4.5
June projection	3.7	3.9	4.1		4.0	3.6-3.8	3.8-4.1	3.9-4.1		3.5-4.2	3.2-4.0	3.2-4.5	3.2-4.3		3.5-4.3
PCE inflation	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	5.0-6.2	2.4-4.1	2.0-3.0	2.0-2.5	2.0
June projection	5.2	2.6	2.2		2.0	5.0-5.3	2.4-3.0	2.0-2.5		2.0	4.8-6.2	2.3-4.0	2.0-3.0		2.0
Core PCE inflation ⁴	4.5	3.1	2.3	2.1		4.4-4.6	3.0-3.4	2.2-2.5	2.0-2.2		4.3-4.8	2.8-3.5	2.0-2.8	2.0-2.5	
June projection	4.3	2.7	2.3			4.2-4.5	2.5-3.2	2.1-2.5			4.1-5.0	2.5-3.5	2.0-2.8		
Memo: Projected appropriate policy path															
Federal funds rate	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	3.9-4.6	3.9-4.9	2.6-4.6	2.4-4.6	2.3-3.0
June projection	3.4	3.8	3.4		2.5	3.1-3.6	3.6-4.1	2.9-3.6		2.3-2.5	3.1-3.9	2.9-4.4	2.1-4.1		2.0-3.0

资料来源：FRB，德邦研究所

FOMC 声明公布后，激进的 SEP 与点阵图预期一度加剧市场的紧缩交易，10 年美债利率短线冲高至 3.62%，2 年美债利率短线冲高至 4.11%。随着情绪的消化与 Powell 在发布会上相对温和的表态，市场的紧缩情绪有所缓解。

图 3：10 年美债利率过去 3 个交易日 3min 线



资料来源：彭博，德邦研究所

图 4：2 年美债利率过去 3 个交易日 3min 线



资料来源：彭博，德邦研究所

向前看，我们认为当前通胀的黏性与扩散性意味着高通胀的久期将被拉长，这意味着通胀根深蒂固的风险仍然趋于上行，市场对近端美联储货币政策紧缩的预期尚未充分计入。与此同时，供给侧面临的问题或是结构性而非周期性的。虽然短期总供给存在边际层面的改善，但长期总供给面临的收缩或是中长期的。

1. 近端的紧缩预期尚未充分计价

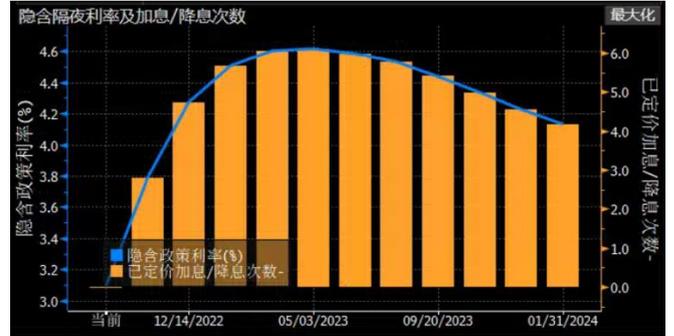
在点阵图公布后，联邦基金期货显示后面四次 FOMC 会议（11 月→12 月→2 月→3 月）的加息路径为加息 2.9→4.8→5.8→6.1 次。按照 25bps/次来推测，对应最大加息概率的路径为 75→50→25→0bps，对应 2022 年峰值为 4.25-4.5%，2023 年峰值为 4.5-4.75%，与 SEP 中的预期中位数吻合。

图 5：联邦基金期货对应未来 FOMC 会议加息次数/隐含利率

地区: 美国 »		工具: 联邦基金期货 »			
目标利率	3.25	定价日期	09/21/2022		
有效利率	2.33	当前隐含隔夜利率	3.088		
会议	#加息/降息	%加息/降息	隐含利率 Δ	隐含利率	假定利率变动
11/02/2022	+2.789	+278.9%	+0.697	3.785	0.250
12/14/2022	+4.740	+195.1%	+1.185	4.273	0.250
02/01/2023	+5.683	+94.3%	+1.421	4.508	0.250
03/22/2023	+6.060	+37.7%	+1.515	4.602	0.250
05/03/2023	+6.104	+4.4%	+1.526	4.614	0.250
06/14/2023	+5.969	-13.5%	+1.492	4.580	0.250
07/26/2023	+5.770	-19.9%	+1.443	4.530	0.250
09/20/2023	+5.405	-36.5%	+1.351	4.439	0.250
11/01/2023	+4.986	-41.9%	+1.247	4.334	0.250
12/13/2023	+4.560	-42.7%	+1.140	4.227	0.250
01/31/2024	+4.180	-38.0%	+1.045	4.133	0.250

资料来源：彭博，德邦研究所

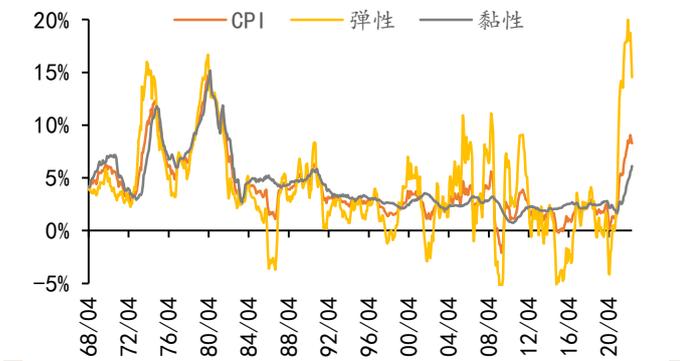
图 6：联邦基金期货对应未来 FOMC 会议政策利率曲线



资料来源：彭博，德邦研究所

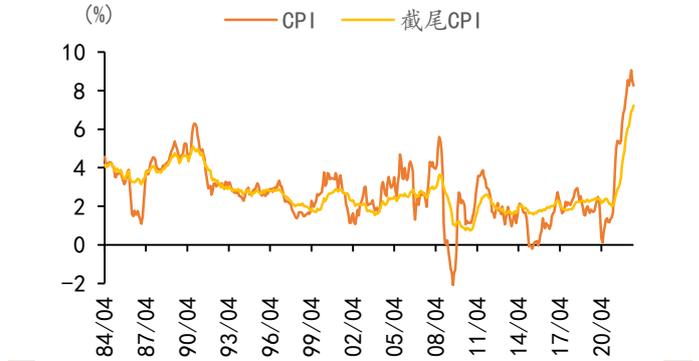
但这一路径仍然偏乐观。换言之，我们认为即使在吸收了 9 月更加激进的点阵图以后，市场对美联储货币政策紧缩的预期仍然不够充分。增量的加息预期冲击只能说是在变少但难言结束。当前美国的通胀问题已经不再是简单的供应链瓶颈→供给侧冲击→弹性项目的结构性通胀问题，通胀的黏性（图 7，黏性 CPI 正出现 1970s 大滞胀以来的加速度）与广泛性（图 8，截尾 CPI 延续上行，尚未见得拐点）已经出现，这意味着美联储抗击通胀之路仍然道阻且长。

图 7：美国 CPI 与弹性、黏性分项同比增速



资料来源：彭博，德邦研究所

图 8：美国 CPI 与截尾 CPI 同比增速



资料来源：彭博，德邦研究所

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_46359

