

9 月 FOMC 会议点评

年内仍有 125bp 加息空间，经济硬着陆风险加大

北京时间 9 月 21 日凌晨，美联储公布了 9 月份 FOMC 会议声明，宣布加息 75bp，符合市场预期。我们再次重申，不宜低估美国通胀韧性以及后续美联储紧缩节奏。

相关研究报告

《3 月 FOMC 会议点评：加息靴子落地，缩表有望提前》 20220317

《5 月 FOMC 会议点评：加息 50bp，缩表正式开启》 20220505

《6 月 FOMC 会议点评：经济硬着陆风险仍然存在》 20220616

《7 月 FOMC 会议点评：警惕对美联储紧缩节奏快速转向的过度预期》 20220728

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济及策略：宏观经济

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

证券分析师：刘立品

(8610)66229236

lipin.liu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521080001

- **会议声明要点：继续加息 75bp，符合市场预期。**美联储宣布加息 75bp，是年内第五次加息，也是继 6 月和 7 月之后，连续第三次加息 75bp。声明对经济活动的表述由“支出和生产指标已经走软”改为“支出和生产适度增长”，显示经济下行压力有所缓解，其他表述均未发生明显变化。
- **经济预测变化：大幅下调经济增速、上调失业率和通胀预测。**美联储将 2022 年至 2024 年的经济增速预测分别下调至 0.2%、1.2%、1.7%。虽然经济增长明显放缓，但预计失业率仍处于较低位置，分别为 3.8%、4.4% 和 4.4%。由于美国通胀韧性较强，2022 年和 2023 年 PCE 增速和核心 PCE 增速预测值继续上调，预计 2024 年接近 2% 的通胀目标。
- **点阵图变化：年内仍有 125bp 的加息空间，预计 2023 年继续加息 25bp。**2022 年至 2024 年利率预测中位数继续上移，分别为 4.25%、4.50% 和 3.75%，意味着年内 11 月、12 月仍有 125bp 的加息空间，明年可能继续加息 25bp。长期利率中位数仍然是 2.5%。
- **新闻发布会要点：通胀韧性要求继续加息，经济增速将维持在趋势水平之下。**鲍威尔表示，通胀在供给因素缓解的同时并没有下降，美联储需要继续加息至合适的水平。如果货币政策紧缩时间更长，经济软着陆可能性会降低。经济增长大概率将在一段时间内位于趋势水平之下。
- **FOMC 会议之后，美元指数升至 111 上方，创 2002 年 6 月以来新高；10 年期美债收益率小幅回落 6bp 至 3.51%；道指、标普 500 指数和纳指分别收跌 1.7%、1.7% 和 1.8%。**
- **中性利率（或自然利率）是货币政策操作基准。**近年来美联储官员对美国长期名义利率的预测值持续位于 2.5% 附近。但鉴于美国通胀韧性较强，名义中性利率如果大幅上调，美联储需要更大幅度加息以遏制通胀。
- **9 月点阵图显示本轮加息终点接近 4.5%，这一利率水平最终能否快速将通胀控制下来，有待进一步观察。**我们再次重申此前的看法，11 月美联储再次加息 75bp 的可能性较大，在通胀出现趋势性改善之前，全球资产价格大幅波动或将持续，国内金融市场也可能再次受到波及。
- **风险提示：地缘政治局势恶化；新冠疫情态势恶化。**

一、会议声明要点：继续加息 75bp，符合市场预期

美联储宣布将联邦基金利率目标范围继续上调 75bp 至 3.00%-3.25%，这是年内美联储第五次加息，也是继 6 月和 7 月之后，连续第三次加息 75bp，符合市场预期。美联储强调目标区间的持续上调将是适当的。

经济活动与就业方面，会议声明将上次声明中的“支出和生产指标已经走软”改为“支出和生产适度增长”。7 月个人实际消费支出环比增长 0.2%，连续两个月正增长，7、8 月制造业生产指数连续回升，显示经济下行压力有所缓解。声明继续强调“就业增长强劲，失业率保持在低位”。8 月美国失业率为 3.7%，虽然环比上升 0.2 个百分点，但仍处于历史低位。

通货膨胀方面以及经济发展和通胀前景方面，会议声明未做改动，继续强调“通货膨胀居高不下，与大流行相关的供需失衡、食品和能源价格上涨仍然是主要原因”，重申美联储控通胀决心，即“委员会坚定地致力于将通胀率恢复到 2% 的目标。”

图表 1. FOMC 会议声明主要内容变化

	2022 年 6 月	2022 年 7 月	2022 年 9 月
经济活动与就业	整体经济活动在第一季度小幅下滑后似乎有所回升。最近几个月就业增长强劲，失业率保持在低位。	最近的支出和生产指标 已经走软 。尽管如此，近几个月就业增长强劲，失业率保持在低位。	最近的指标表明支出和生产 适度增长 。近几个月就业增长强劲，失业率保持在低位。
通货膨胀	通货膨胀仍然居高不下，反映出与大流行相关的供需失衡、能源价格上涨和更广泛的价格压力。	通货膨胀仍然居高不下，反映出与大流行相关的供需失衡、食品和能源价格上涨以及更广泛的价格压力。	通货膨胀仍然居高不下，反映出与大流行相关的供需失衡、食品和能源价格上涨以及更广泛的价格压力。
经济发展和通胀看法	俄罗斯入侵乌克兰正在造成巨大的人力和经济困难。入侵和相关事件正在对通胀造成额外的上行压力，并对全球经济活动造成压力。此外，中国与疫情相关的封锁可能会加剧供应链中断。委员会高度关注通胀风险。委员会坚定地致力于将通胀率恢复到 2% 的目标。	俄罗斯对乌克兰的战争正在造成巨大的人力和经济困难。战争和相关事件正在对通胀造成额外的上行压力，并对全球经济活动造成压力。委员会高度关注通胀风险。委员会坚定地致力于将通胀率恢复到 2% 的目标。	俄罗斯对乌克兰的战争正在造成巨大的人力和经济困难。战争和相关事件正在对通胀造成额外的上行压力，并对全球经济活动造成压力。委员会高度关注通胀风险。委员会坚定地致力于将通胀率恢复到 2% 的目标。

资料来源：美联储，中银证券

二、经济预测与点阵图变化：抗通胀压力较大，年内仍有 125bp 加息空间

大幅下调近两年经济增速预测，上调失业率和通胀预测。在 2022 年至 2024 年的经济预测中，美联储将美国经济增长分别下调至 0.2%、1.2%、1.7%，调整幅度依次收窄，分别为 1.5、0.5 和 0.2 个百分点。这意味着，在大幅加息背景下，美联储预计美国经济今年全年仍能实现正增长。虽然经济增长明显放缓，但美联储预计失业率仍处于较低位置，对失业率的预测分别较 6 月份上调了 0.1、0.5 和 0.3 个百分点，至 3.8%、4.4% 和 4.4%。由于美国通胀韧性较强，美联储对今明两年的 PCE 增速和核心 PCE 增速预测值继续上调，9 月份 PCE 增速预测分别为 5.4%、2.8%，较 6 月份预测均上调 0.2 个百分点；核心 PCE 增速预测值分别为 4.5%、3.1%，分别较 6 月份预测上调 0.2、0.4 个百分点。2024 年的 PCE 增速和核心 PCE 增速预测值均为 2.3%，调整幅度较小（见图表 2）。

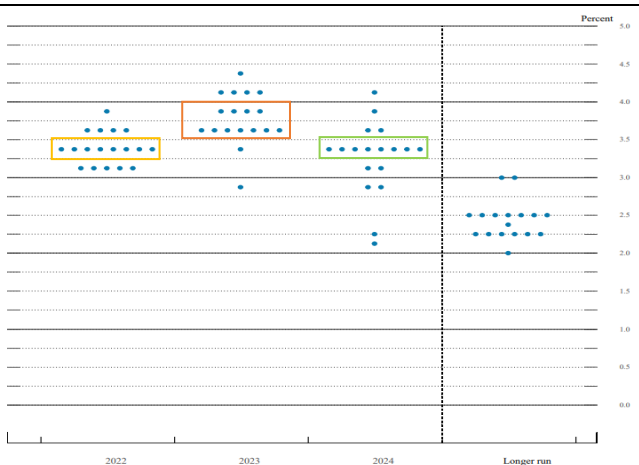
年内仍有 125bp 的加息空间，预计 2023 年继续加息 25bp。9 月点阵图显示，2022 年利率预测中位数为 4.25%，明显高于 6 月预测中位数 3.25%，这意味着 11 月、12 月仍有 125bp 的加息空间；2023 年预计加息 25bp，中位数升至 4.50%，同样高于 6 月预测中位数 3.625%；2024 年随着通胀增速回落至 2% 附近，利率预测中位数降至 3.75%，也是高于 6 月预测中位数 3.25%；长期利率中位数仍然是 2.5%（见图表 3、4）。

图表 2. 美联储全面下调经济增速预测、上调失业率和通胀预测（单位：%）

	GDP增速			失业率			PCE增速			核心PCE增速		
	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
2021-09	3.8	2.5	2.0	3.8	3.5	3.5	2.2	2.2	2.1	2.3	2.2	2.1
2021-12	4.0	2.2	2.0	3.5	3.5	3.5	2.6	2.3	2.1	2.7	2.3	2.1
2022-03	2.8	2.2	2.0	3.5	3.5	3.6	4.3	2.7	2.3	4.1	2.6	2.3
2022-06	1.7	1.7	1.9	3.7	3.9	4.1	5.2	2.6	2.2	4.3	2.7	2.3
2022-09	0.2	1.2	1.7	3.8	4.4	4.4	5.4	2.8	2.3	4.5	3.1	2.3

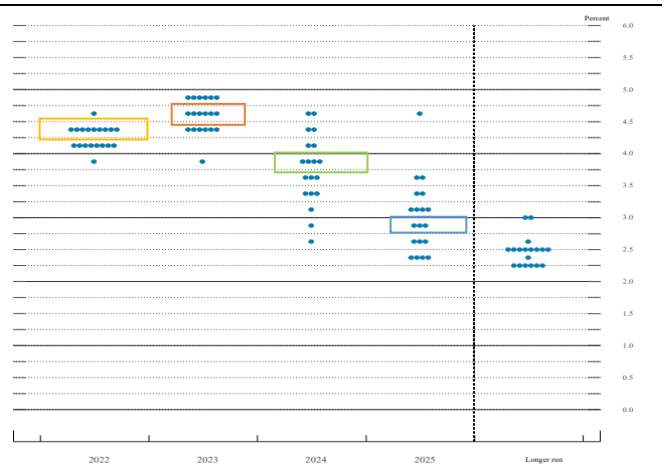
资料来源：美联储，中银证券

图表 3. 2022 年 6 月利率点阵图



资料来源：美联储，中银证券

图表 4. 2022 年 9 月利率点阵图



资料来源：美联储，中银证券

三、新闻发布会要点：通胀韧性要求继续加息，经济增速将维持在趋势水平之下

关于通胀态势，鲍威尔再次强调，抗通胀是美联储的首要目标。虽然7月通胀数据低于预期，8月通胀数据超出预期，但是不希望对单月数据做出过激反应。通胀在供给因素缓解的同时并没有下降，因此美联储需要继续加息至合适的水平。

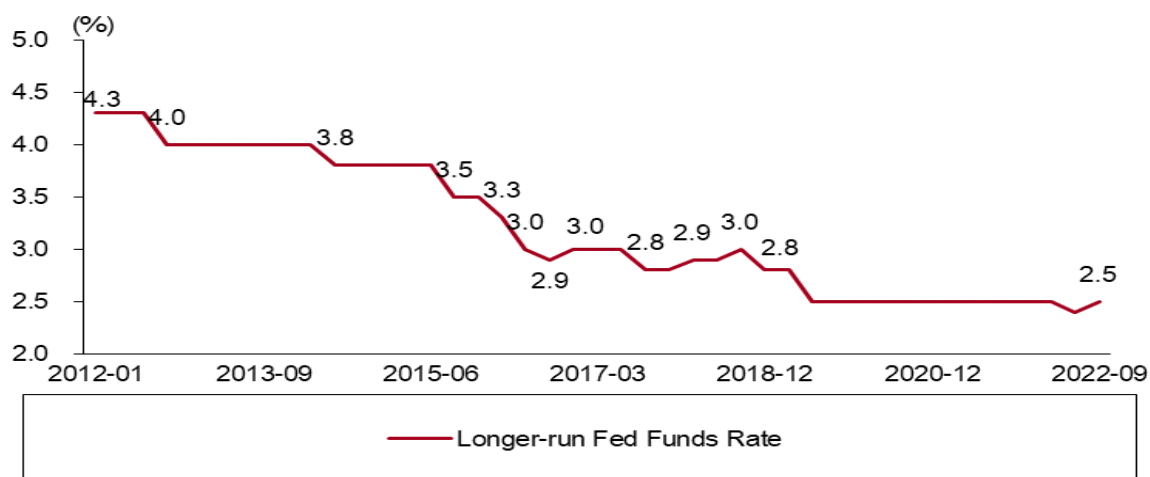
关于经济形势，鲍威尔表示，在恢复价格稳定的同时达到经济软着陆具有挑战性，如果货币政策紧缩时间更长，经济实现软着陆的可能性会降低。经济增长大概率将在一段时间内位于趋势水平之下。按照SEP预测，2022年、2023年经济增速分别只有0.2%、1.2%，明显低于趋势增速，但这是必要的。

四、再次强调不宜低估美国通胀韧性以及后续美联储紧缩节奏

由于美联储主席鲍威尔在8月末杰克逊霍尔全球央行年会、以及9月8日先后表示“要坚持加息，直到成功抗击通胀”，市场此前已经预期美联储9月宣布加息75bp，但9月点阵图显示年内仍有125bp的加息空间，这意味11月、12月可能分别加息75bp、50bp，紧缩预期增强。FOMC会议之后，美元指数升至111上方，创2002年6月以来新高；10年期美债收益率小幅回落6bp至3.51%，道指、标普500指数和纳指分别收跌1.7%、1.7%和1.8%。

中性利率（或自然利率）是货币政策操作基准。1993年泰勒提出泰勒规则时，是根据联邦基金利率的历史数据，将美国均衡实际利率设为了2%。近年来美联储官员对美国长期名义利率的预测值持续位于2.5%附近（0.5%的实际利率+2%的通胀目标）（见图表5）。但鉴于美国通胀韧性仍然较强，名义中性利率如果大幅上调，这意味美联储需要更大幅度的加息以遏制通胀。9月点阵图显示本轮加息终点接近4.5%，这一利率水平最终能否快速将通胀控制下来，有待进一步观察。我们再次重申此前的看法，11月美联储再次加息75bp的可能性较大，在通胀出现趋势性改善之前，全球资产价格大幅波动或将持续，国内金融市场也可能再次受到波及。

图表 5. 美联储经济预测摘要中联邦基金利率预测中位数



资料来源：美联储，中银证券

风险提示：地缘政治局势恶化；新冠疫情态势恶化。

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_46370

