



华泰期货
HUATAI FUTURES

期货研究报告 | 宏观大类点评 2022-09-22

加息靴子落地，情绪有望转暖

——美联储9月议息会议点评

研究院

侯峻

从业资格号：F3024428

投资咨询号：Z0013950

联系人

孙玉龙 FICC 组

☎ 0755-23887993

✉ sunyulong@htfc.com

从业资格号：F3083038

投资咨询号：Z0016257

蔡劭立 FICC 组

☎ 0755-23887993

✉ caishaoli@htfc.com

从业资格号：F3056198

投资咨询号：Z0015616

高聪 FICC 组

☎ 021-60828524

✉ gaocong@htfc.com

从业资格号：F3063338

投资咨询号：Z0016648

汪雅航 FICC 组

✉ wangyahan@htfc.com

从业资格号：F03099648

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289号

策略摘要

我们认为，虽然最新点阵图给出了更鹰派的升息路径，但考虑到就业景气度顶部区域基本已现，意味着**美联储最鹰派的时刻正过去**，未来每次 FOMC 会议上美联储加息幅度或均难超市场预期。

短期而言，在加息预期较为充分的情形下，宏观情绪有望转暖，美元指数有望见顶回落，部分商品有望延续反弹窗口期，建议关注相对抗跌的**贵金属板块**；中期而言，**需要警惕 10Y-2Y 美债利率倒挂加深信号下的衰退交易风险**，若就业市场验证下行趋势，则美国经济下行压力将进一步加大，衰退交易情境或将重新成为主线。

核心内容

■ 事件

北京时间 9 月 22 日周四，在美联储 FOMC 货币政策会议上，美联储宣布了 2022 年的第五次加息，加息 75bp 至 3%-3.25%，经济预期显示未来或进一步加速升息步伐。

■ 会议要点

会议声明要点如下：一、将基准利率上调至 3%-3.25% 区间，为年内连续三次加息 75bp，同时，将贴现率从 2.5% 上调至 3.25%；二、重申高度关注通胀风险，并重申持续加息是合适的，坚定致力于让通胀回落至 2% 的目标；三、上调今明后三年 PCE 通胀及核心 PCE 通胀预期，下调今明后三年 GDP 增速预期，其中今年 GDP 增速预测为 0.2%；四、美联储点阵图中值显示，2023、2024 年底联邦基金利率预期中值分别为 4.6%，3.9%（6 月预期分别为 3.8%、3.4%），预计 2024 年前美联储不会降息。

会后鲍威尔新闻发布会要点：一、美联储加息幅度取决于未来的经济数据，未来“某个时候”放缓加息步伐是合适的；二、预计短期内不会考虑出售住房抵押贷款支持证券（MBS）；三、坚决致力于降低通货膨胀，并使通胀率回到 2% 的目标；四、最近的指标显示支出和生产增长和缓，通胀压力仍高企；五、劳动力市场供需关系相当紧俏，仍然缺乏供需平衡关系，就业市场非常可能会出现某种程度上的软着陆；六、全美范围内住房市场一度过热，楼市恐怕将经历一个回调过程；七、预计 2022 年还将加息 100-125 个基点，美联储寻求回归“（针对美国经济）具有有效限制性的”政策利率，当前利率的限制性作用是历史上最低的。

■ 会议点评

通胀虽回落，但屡超预期并处于绝对水平偏高的位置，是导致美联储连续三次加息 75bp

请仔细阅读本报告最后一页的免责声明

的核心因素。美国 8 月 CPI 同比上涨 8.3%，预期 8.1%，前值 8.5%，虽然回落，但仍超市场预期。7 月以来，食品、住宅和服务价格代替能源成为 CPI 的支撑项，大宗商品的持续回调导致美国 CPI 见顶回落，但就业市场的强劲对服务项的支撑效应显现，这是美国 CPI 持续超预期的另一主要因素。

抑制通胀仍为美联储首要任务，升息步伐呈现加快趋势，但市场预期较为充分。一方面，通胀居高不下，就业强劲促使美联储难以放缓升息步伐；但另一方面，持续收紧的货币政策加剧经济下行压力，为保护经济软着陆，美联储升息幅度始终与市场主流预期保持一致。因此，我们判断，虽然最新点阵图给出了更鹰派的升息路径，但考虑到就业景气度和通胀的顶部区域基本已现（8 月失业率见底回升），意味着 9 月很可能是美联储最鹰派的时刻，未来每次 FOMC 会议上美联储加息幅度或均难超市场预期。

■ 行情分析

加息落地后，风险资产多数呈现先涨后跌的态势，贵金属表现较佳，10y 和 2y 利率倒挂进一步加深。道指下跌 1.7%，标普 500 下跌 1.71%，纳指下跌 1.79%；10Y 美债利率小幅回落至 3.535%，但 2Y 美债利率涨至 4.06%；美元指数涨超 1%，伦敦金现涨 0.39%；布伦特原油期货跌 0.68%，美国原油期货跌 1.02%。

CME“美联储观察”显示市场预期美联储大幅度的升息将延续。据 CME“美联储观察”显示，美联储 11 月加息 50bp 至 3.50%-3.75%区间的概率为 36.5%，加息 75bp 至 3.75%-4.00%区间的概率为 63.5%；12 月加息至 4%-4.25%区间的概率为 33.7%，加息至 4.25%-4.50%区间的概率为 61.5%，加息至 4.50-4.75%区间的概率为 4.7%。

7 月议息会议以来，市场主要交易美联储加息升温和美国经济衰退这两大预期。美国制造业 PMI 的下滑和 10y-2y 利差的倒挂均加剧了市场对于未来经济步入衰退的担忧，即使在就业较强劲、PMI 仍处于荣枯线上方的情形下，市场亦提前交易美国经济衰退，使得 7 月以来，继续呈现出 CPI 高位震荡，但大宗商品持续下行，美债实际利率大幅上升而通胀预期再度回落的局面。

我们判断，短期而言，在加息预期较为充分的情形下，宏观情绪有望转暖，美元指数有望见顶回落，部分商品有望延续反弹窗口期，建议关注相对抗跌的贵金属板块。

中期而言，需要警惕 10Y-2Y 美债利率倒挂加深信号下的衰退交易风险，若就业市场验证下行趋势，则美国经济下行压力将进一步加大，衰退交易情境或将重新成为主线。通过复盘衰退时期的资产价格表现来看，一、股指表现较为中性，并非必然下跌，纳指上涨概率为 57%，道指上涨概率为 43%；二、商品下行概率较大，黄金相对抗跌，原油及其他主要商品上涨概率仅 14%，黄金上涨概率超 50%；三、美元指数易涨难跌，美债利率易跌难涨，美元上涨概率超 70%，美债利率上涨概率仅 14%。

表 1： 近几次重要 FOMC 议息会议摘要

	2022 年 9 月会议	2022 年 7 月会议	2022 年 6 月会议	2022 年 5 月会议
经济活动	最近的指标显示支出和生产增长放缓, 劳动力市场供需关系相当紧俏, 仍然缺乏 (供需) 平衡关系, 就业市场非常可能会出现某种程度上的软着陆。	没有迹象表明经济步入衰退, 劳动力依然强劲, 劳动力供给受到抑制, 部分证据表明, 劳动力需求可能略微放缓。	经济活动在第一季小幅下降后似乎已有所回升。最近几个月就业增长强劲, 且失业率保持在低位。	今年一季度有所下滑, 但家庭支出和企业固定投资仍然表现强劲。近几个月来, 就业岗位增长扎实, 失业率已经大幅下降。
通胀	通胀仍然高企, 反映出与疫情有关的供需失衡、能源价格上涨和更广泛的物价压力。	通胀仍然居高不下, 反映出与疫情有关的供需失衡、能源价格上涨和更广泛的物价压力。	通胀仍然高企, 反映出与疫情有关的供需失衡、能源价格上涨和更广泛的物价压力。	通货膨胀水平仍然处于高位, 反映了与疫情有关的供需失衡、能源价格上涨以及更为广泛的价格压力。
对后续经济和通胀的观点	没有人知道 (加息/收紧货币政策的) 过程是否会造成美国经济衰退。部分通胀由供给引起, 商品价格已经见顶, 供给冲击减弱可缓解通胀压力。	俄乌冲突正在造成巨大的民生和经济困难。冲突和相关事件正在给通胀制造额外的上行压力, 并正在拖累全球经济活动。此外, 供应链断裂可能会加剧。委员会高度关注通胀风险。	俄乌冲突正在造成巨大的民生和经济困难。冲突和相关事件正在给通胀制造额外的上行压力, 并正在拖累全球经济活动。此外, 供应链断裂可能会加剧。委员会高度关注通胀风险。	俄罗斯对乌克兰的入侵正在造成巨大的人道与经济困难。这对美国的经济影响是非常不确定的。入侵和相关事件正在对通货膨胀造成额外的上升压力, 可能对经济活动产生影响。此外, 中国的疫情封控可能会加剧供应链的破坏。委员会高度关注着通胀风险。
利率和购债规模	委员会决定将联邦基金利率的目标区间上调至 3% 至 3.25%, 并预计继续上调该目标区间将是合适之举, 2022 年还将加息 100-125 个基点。短期内, 未计划出售 MBS。	委员会决定将联邦基金利率的目标区间上调至 2.25% 至 2.5%, 并预计继续上调该目标区间将是合适之举。此外, 如 5 月份发布的《缩减美联储资产负债表规模的计划》所述, 将按计划在 9 月加速缩表, MBS 和国债每月缩减上限均提升一倍。	委员会决定将联邦基金利率的目标区间上调至 1.5% 至 1.75%, 并预计继续上调该目标区间将是合适之举。此外, 如 5 月份发布的《缩减美联储资产负债表规模的计划》所述, 委员会将继续减持美国国债、机构债券和机构抵押贷款支持证券。	委员会决定将联邦基金利率的目标区间提高到 0.75%-1%。并预计利率目标区间的持续提高将是适当的。此外, 委员会决定在 6 月 1 日开始减少其持有的国债、机构债务以及 MBS, 正如与本声明同时发布的《缩减美联储资产负债表规模的计划》中所述。

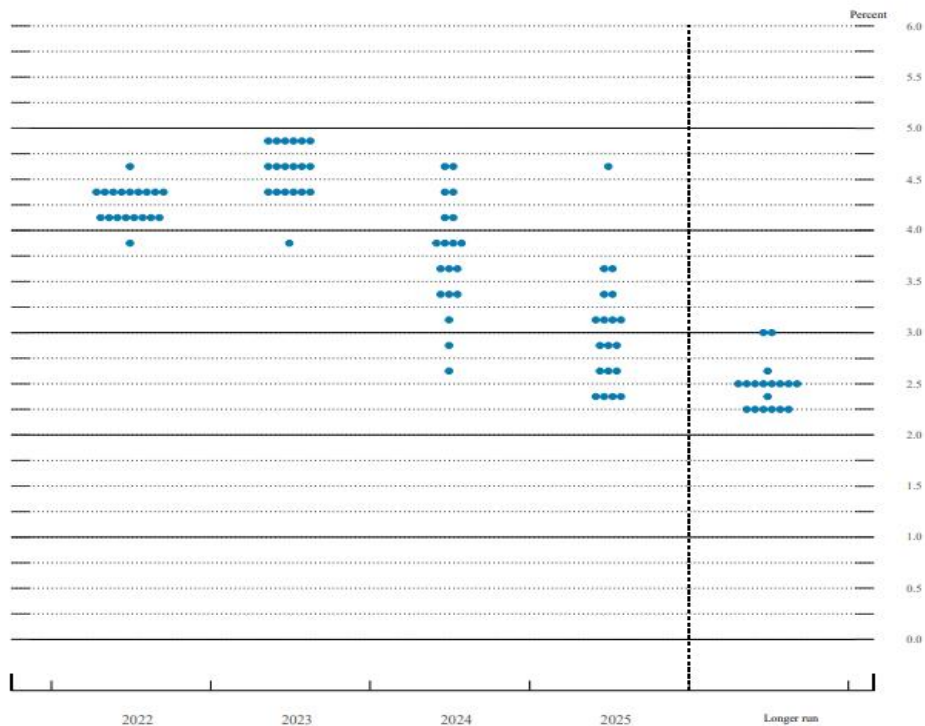
资料来源: Wind 纽约联储 华泰期货研究院

图 1： 美联储经济增长预期 | 单位：%

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

数据来源：纽约联储 华泰期货研究院

图 2： 美联储点阵图



数据来源：纽约联储 华泰期货研究院

图 3： 美国 CPI 各分项环比热力图 | 单位：%

指标名称	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05	2022-04	2022-03	2022-02	2022-01	2021-12	2021-11	2021-10	2021-09	2021-08
CPI	0.10	0.00	1.30	1.00	0.30	1.20	0.80	0.60	0.60	0.70	0.90	0.40	0.30
核心CPI	0.60	0.30	0.70	0.60	0.60	0.30	0.50	0.60	0.60	0.50	0.60	0.30	0.20
能源	-5.00	-4.60	7.50	3.90	-2.70	11.00	3.50	0.90	0.90	2.40	3.70	1.20	1.90
食品与饮料	0.80	1.10	1.00	1.10	0.80	1.00	1.00	0.80	0.50	0.70	0.80	0.80	0.40
住宅	0.80	0.40	0.80	0.80	0.60	0.70	0.50	0.70	0.50	0.50	0.70	0.60	0.40
服装	0.20	-0.10	0.80	0.70	-0.80	0.60	0.70	1.10	1.10	0.70	0.60	-0.70	0.30
交通运输	-2.30	-2.10	3.80	2.00	-0.40	3.90	1.90	0.40	1.40	2.00	2.00	0.10	0.30
医疗保健	0.70	0.40	0.70	0.40	0.40	0.50	0.20	0.70	0.30	0.30	0.40	0.20	0.20
娱乐	0.20	0.30	0.30	0.40	0.40	0.20	0.70	0.90	-0.10	-0.20	0.70	0.10	0.50
教育与通信	0.10	-0.20	0.20	-0.10	-0.20	-0.20	0.00	0.10	0.10	0.00	0.10	0.40	0.20
其他商品与服务	0.70	0.40	0.50	0.50	0.40	0.50	1.10	0.80	0.50	0.20	0.80	0.10	0.40

数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 4： 美国经济月度热力图 | 单位：%

	指标名称	单位	2022/08	2022/07	2022/06	2022/05	2022/04	2022/03	2022/02	2022/01	2021/12	2021/11	2021/10	2021/09	2021/08
	GDP:不变价:同比	%			1.71			3.5695			5.5334			4.95	
投资	Markit制造业PMI	%	51.50	52.20	52.70	57.00	59.20	58.80	57.30	55.50	57.70	58.30	58.40	60.70	61.10
	全部制造业:新增订单:当月同比	%		7.67	9.50	9.19	9.39	8.88	8.50	6.86	8.13	9.17	8.54	8.64	9.54
	成屋+新建住房销售	万套		992	1102	1237	1152	1284	1385	1480	1448	1389	1290	1350	1285
就业	新增非农就业人数	千人	315.00	528.00	372.00	390.00	428.00	431.00	678.00	467.00	199.00	210.00	531.00	194.00	235.00
	失业率	%	3.70	3.50	3.60	3.60	3.60	3.60	3.80	4.00	3.90	4.20	4.60	4.70	5.20
	非农职位空缺数	万人		1123.9	1069.8	1125.4	1140	1154.9	1134.4	1128.3	1144.8	1092.2	1109.4	1067.3	1062.9
消费	CPI:当月同比	%	8.30	8.50	9.10	8.60	8.30	8.50	7.90	7.50	7.00	6.80	6.20	5.40	5.30
	零售和食品服务销售额:同比	%	10.41	8.64	8.94	8.23	8.70	7.32	18.04	13.44	16.05	19.92	15.00	14.53	15.93
	个人可支配收入:同比	%		2.30	3.35	2.78	-0.27	-15.51	4.02	-5.03	6.12	6.04	4.22	3.25	5.35
	个人消费支出:同比	%		8.66	8.44	8.53	9.22	9.37	13.45	11.56	12.88	13.30	12.12	11.10	12.06
财政	财政收入:同比	%	13.17	2.80	2.57	-16.12	96.65	17.77	16.73	20.91	40.63	28.08	19.45	23.14	20.23
	财政支出:同比	%	19.20	-14.83	-11.83	-23.58	-16.45	-45.23	-9.44	-36.73	3.75	29.53	-13.95	4.69	3.73
贸易	出口金额:同比	%		21.09	22.83	21.69	21.66	17.72	20.34	15.31	19.80	21.53	23.00	16.82	23.07
	进口金额:同比	%		16.38	20.00	23.30	24.26	27.71	24.03	20.81	21.32	20.85	18.38	20.14	20.59

数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 5： CME 美联储观察隐含加息概率

MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2022/11/2	0.0%	36.5%	63.5%	0.0%	0.0%				
2022/12/14	0.0%	0.0%	0.0%	33.7%	61.5%	4.7%	0.0%	0.0%	0.0%
2023/2/1	0.0%	0.0%	0.0%	3.3%	36.4%	56.0%	4.3%	0.0%	0.0%
2023/3/22	0.0%	0.0%	0.0%	2.7%	30.6%	52.5%	13.4%	0.8%	0.0%
2023/5/3	0.0%	0.0%	1.6%	18.7%	43.2%	30.0%	6.1%	0.3%	0.0%
2023/6/14	0.0%	0.0%	1.0%	12.2%	33.9%	35.0%	15.2%	2.5%	0.1%
2023/7/26	0.0%	0.0%	1.2%	12.7%	33.9%	34.6%	14.9%	2.5%	0.1%
2023/9/20	0.0%	0.7%	7.4%	24.2%	34.3%	24.0%	8.2%	1.2%	0.1%
2023/11/1	0.0%	0.7%	7.3%	23.7%	34.0%	24.2%	8.6%	1.4%	0.1%
2023/12/13	0.3%	4.1%	15.8%	29.0%	28.9%	16.2%	4.9%	0.7%	0.0%

数据来源：CME 华泰期货研究院

表 2： 2007 年至今美联储资产负债表和各类资产的相关性 | 单位：%

	美元指数	纳指	沪深 300	CRB 综指	10Y 中债利率	10Y 美债利率
纳指	0.503864	1				
沪深 300	0.155775	0.697077	1			
CRB 综指	-0.32079	0.426803	0.593739	1		
10Y 中债利率	-0.67326	-0.47028	-0.33303	0.332823	1	
10Y 美债利率	-0.3375	-0.6707	-0.56828	-0.52562	0.618534	1
美联储资产负债规模	0.434983	0.903195	0.684515	0.567008	-0.49639	-0.84967

资料来源：Wind 华泰期货研究院

表 3： 美国往轮衰退周期下大类资产表现 | 单位： %

	美元指数	纳指	道指	10Y 美 债利率 绝对变 化	CRB 综 合	CRB 食 品	CRB 油 脂	CRB 家 畜	CRB 金 属	CRB 工 业原料	CRB 纺 织品	黄金	原油
2020/1-2020/4	1.70%	-13.84%	-2.86%	-0.87	-12.60%	-15.97%	-13.36%	-17.38%	-15.37%	-10.20%	-3.56%	7.48%	-56.41%
2014/10-2015/3	13.22%	2.22%	5.83%	-0.41	-9.57%	-12.85%	-17.31%	-19.06%	-17.21%	-7.23%	0.90%	1.95%	-35.71%
2011/12-2012/7	3.23%	7.00%	13.08%	-0.36	0.09%	5.58%	2.46%	6.49%	-5.92%	-3.54%	-7.29%	2.75%	-1.60%
2008/7-2008/12	10.89%	-22.87%	-32.19%	-1.74	-31.47%	-29.33%	-47.33%	-43.46%	-49.27%	-32.80%	-9.29%	-5.77%	-52.90%
1997/10-1998/12	-1.54%	23.37%	37.59%	-1.19	-21.05%	-21.29%	-21.17%	-34.52%	-25.57%	-20.87%	-12.05%	-7.69%	-47.40%
1989/5-1991/1	-20.45%	10.33%	-7.17%	-0.57	-8.72%	-8.29%	-9.78%	1.31%	-21.36%	-10.74%	1.39%	1.16%	13.72%
1980/11-1982/2	24.35%	-17.01%	-13.80%	1.31	-16.49%	-16.66%	-14.35%	-5.55%	-18.71%	-15.88%	-14.73%	-41.49%	-1.61%
平均涨跌幅	4.49%	-1.54%	0.07%	-0.55	-14.26%	-14.12%	-17.26%	-16.02%	-21.92%	-14.47%	-6.37%	-5.94%	-25.99%
上涨概率	71.43%	57.14%	42.86%	14.29%	14.29%	14.29%	14.29%	28.57%	0.00%	0.00%	28.57%	57.14%	14.29%

资料来源：Wind 华泰期货研究院

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com