

打破“鸽派幻想”：紧缩路线不改，但加息节奏更加灵活

——美联储 11 月货币政策会议点评与展望

研究发展部分析师 白雪 李晓峰

事件：北京时间 11 月 3 日凌晨，美联储公布 11 月货币政策会议结果，宣布加息 75 个基点，上调联邦基金利率目标区间 75 个基点至 3.75%-4%，符合市场广泛预期。缩表方面，美联储维持已经实施的缩表节奏，即每月被动缩减 600 亿美元国债和 350 亿美元机构债券和 MBS。美联储在会议声明中表示，需要持续加息，直到利率达到“足够限制性”水平。美联储声明称准备在适当的时候调整政策；美联储将继续按计划减持美国国债和抵押贷款支持证券。美联储称，美国通胀居高不下，就业增长强劲，失业率保持在低水平；将把货币紧缩的累积影响和滞后性纳入考量。

鲍威尔在随后召开的新闻发布会上表示，坚决致力于降低通胀，没有价格稳定，劳动力市场将无法持续强劲。他表示，美国劳动力市场极度紧张，职位空缺仍然很高。鲍威尔表示，在某个时候放慢加息速度将是合适的，最快将于下次会议开始放缓加息步伐，可能会在 12 月份讨论缩小加息幅度的问题。但鲍威尔警告称，美国通胀压力仍远高于目标，最近的通胀数据比预期的要强劲，但长期通胀预期仍然很牢牢受控。鲍威尔还表示，在利率方面仍有“一些路要走”，最终利率水平高于先前预期。他警告称，历史记录强烈警告不要过早放松，将保持政策路径直到工作完成，将尽一切努力实现美联储的双重目标。

核心观点：

本次会议同时释放了“加息节奏可能放缓”以及“终点利率更高”的信息，一方面，体现出未来的加息决策中会更加考量货币紧缩的滞后影响，以及经济增长和金融体系大局，为未来必然会到来的放缓加息作出铺垫，为后续政策灵活调整腾挪空间；另一方面，通过强化终点利率可能更高的预期，一定程度上对冲了放缓加息节奏的“鸽派”影响，防止市场政策预期出现提前转向。由此，我们判断，从目前至 2023 年底，遏制通胀都仍是美联储的首要任务，在通胀数据出现实质性回落之前，美联储很难出现政策转向；基准终点利率在 5% 左右，但后续实际加息幅度和节奏可能会存更大的灵活性和不确定性：不能排除 12 月继续加息 75 个基点的可能性，且若通胀仍未能出现实质性缓解，仍有在 5% 水平上继续加息的可能性，加息周期持续时间可能更长；但若美国经济下行节奏过快，出现深度衰退风险，加息节奏也将进行及时调整。未来加息幅度和次数的可预测性降低。

具体解读如下：

9月议息会议以来，美国通胀压力未见消退，特别是9月核心CPI与核心PCE均保持强劲，其中美联储最为关注的通胀“痛点”——房租，以及核心服务价格仍在加速上行，说明当前阶段通胀韧性仍然很强，通胀未见到实质性缓解证据，这支持了美联储连续第4次大幅加息75个基点的合理性。

但相比起如期兑现的加息幅度，最引人关注的是，美联储在11月货币政策声明中，新增了两句重要措辞：一是美联储仍将继续加息，以达到“足够限制性”水平——与此前声明中表述的“中性利率”（2.5%左右）或“限制性水平”相比，这一表述所隐含的终点利率将超过此前美联储预期水平，而这一点也在鲍威尔会后的讲话中得以证实。二是“在确定今后的加息速度时，将考虑货币政策的累积紧缩、货币政策对经济和通胀的滞后影响、以及经济和金融发展状况。”——这一表述一度被市场解读为美联储加息速度即将放缓的信号。其中的一个背景是，近期美国多项高频前瞻性和同步性经济指标走弱、多条关键美债收益率曲线加速平坦化甚至出现倒挂，均明显指向出美国经济增长动能正在下滑，未来1-2年陷入衰退的概率大幅提高；同时，近期海外包括英债、日债流动性危机在内的金融风险事件，以及对美债流动性风险的担忧，都推升了市场对于美联储放松政策的期待。

然而，鲍威尔会后发言打破市场“鸽派幻想”，表明美联储鹰派路线并未如市场预期发生实质性改变，鲍威尔虽提及最快可能在12月会议上考虑放缓加息，但却明确表示“考虑暂停加息为时过早”，更愿意过度收紧而非收紧不足，防止通胀变得根深蒂固、美联储更为被动，且预计终端利率将比此前9月预期水平（4.6%）更高；此外，更认为“经济软着陆窗口正在变窄”，且不认为房地产降温和金融风险是短期内阻碍收紧的考虑因素。这表明，美联储将默认以一定程度的衰退作为代价，换取通胀下行。

结合货币政策声明中新增的前瞻指引和鲍威尔发言，我们认为，本次会议同时释放“加息节奏可能放缓”以及“终点利率更高”的信息，具有两方面政策含义：一方面，表明未来的加息决策相比此前主要依赖即期数据，会更加考量货币紧缩的滞后影响以及经济增长和金融体系大局，从而在安抚市场的同时，为未来必然会到来的放缓加息作出铺垫，为后续政策灵活调整腾挪空间；另一方面，弱化了市场对12月加息决策的信号意义，以及对终点利率预期的影响，通过强化终点利率可能更高的预期，一定程度上对冲了放缓加息节奏的“鸽派”影响，防止市场政策预期出现提前转向，从而引通胀风险再次上行。

由此，我们对后续政策路径有两个判断：

一是至少从目前至2023年底，遏制通胀都仍是美联储的首要任务，在通胀数据出现实质性回落

之前，美联储很难出现政策转向。从当前美国通胀及就业走势来看，正如鲍威尔反复强调的，核心通胀压力仍未消弭，加之近期美国中短期通胀预期均出现反弹，也令美联储不得不警惕通胀失控风险。这将令美联储在未来1年内都将持维持紧缩的政策路径，降息的可能性很低——当前出现的经济前瞻性及结构性放缓信号，以及包括企业债利差上升等在内的金融压力，尚不足以构成货币紧缩的掣肘。

二是美联储虽将仍持续加息，基准中值利率提高到至少5%左右，但实际加息幅度和节奏可能会存更大的灵活性和不确定性。基准情形下，本轮加息的终值利率应该在至少5%左右，这意味着未来还将至少存在100个基点的加息空间。就今年年内来看，12月议息会议之前，还将发布两份（10月和11月）通胀与就业数据，12月、明年2月各加息50个基点是当前市场预期的普遍路径。但这一路径仍存在较大的不确定性：一种情况是，如果通胀回落态势依然不理想，甚至出现超预期反弹，那么美联储仍然会选择加息前置，12月再加息75个基点的可能性并不能排除。明年2月可能放缓至50或者25个基点，随后可能暂停加息，观察政策效果——主要观察通胀是否会趋势性掉头向下。若通胀仍未能出现实质性缓解，仍有在5%这一水平上继续加息的可能性，加息周期持续时间可能更长；而另一方面，正如本次会议提到的“政策滞后影响”，加息对经济的影响预计会在未来几个季度持续凸显，伴随着内需实际降温，如果未来美国经济下行节奏过快，出现深度衰退风险，也不意味着美联储将线性固守大幅加息路径，而是将视经济、金融状况作出加息节奏的及时调整。总体而言，未来加息幅度和次数的可预测性降低。

权利及免责声明：

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、研究观点等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以任何方式传播。未获书面授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方或/及发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

本研究报告的结论，是在最初发表本报告日期当日按照东方金诚的研究流程及标准做出的独立判断，遵循了客观、公正的原则，未受第三方组织或个人的干预和影响。东方金诚可能不时补充、修订或更新有关信息，也可能发出其他与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但没有义务和责任更新本报告并通知报告使用者。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本声明为本研究报告不可分割的内容，任何使用者使用或引用本报告，应转载本声明。并且，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。