

11月FOMC会议点评

加息速度放缓，但持续时间较长

北京时间11月3日凌晨，美联储公布了11月FOMC会议声明，释放加息放缓信号，但强调考虑暂停加息为时尚早。预计12月可能加息50bp。基准情形下，明年美国经济或出现轻度衰退，美联储紧缩政策或持续较长时间。

- **会议声明要点：继续加息75bp，释放加息放缓信号。**这是年内美联储第六次加息，也是继6月、7月和9月之后，连续第四次加息75bp，符合市场预期。会议声明在经济形势和通胀方面的表述没有发生变化，但增加了关于未来紧缩路径的表述，释放加息放缓信号。
- **新闻发布会要点：最快12月或放缓加息，考虑暂停加息还为时尚早。**鲍威尔强调，利率水平和持续时间比加息速度更重要，做多的风险仍然小于做少，在利率达到足够限制水平前，仍有很长的路要走。软着陆的窗口变窄，但仍有可能实现。
- 虽然FOMC会议声明释放加息放缓信号，最快12月可能放缓加息，但在鲍威尔强调暂停加息还为时过早之后，资产价格出现反转。在持续激进加息影响下，美国经济已经出现疲软态势。基准情形下，我们预计明年美国经济或出现轻度衰退，美联储紧缩政策或持续较长时间。但如果内外部金融风险事件爆发，加重对美国经济的冲击，伴随通胀压力明显缓解，美联储货币政策转向时间可能提前。
- **风险提示：地缘政治局势恶化；新冠疫情态势恶化。**

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

一、会议声明要点：继续加息 75bp，释放加息放缓信号

美联储宣布将联邦基金利率目标范围继续上调 75bp 至 3.75%-4%，这是年内美联储第六次加息，也是继 6 月、7 月和 9 月之后，连续第四次加息 75bp，符合市场预期。会议声明在经济活动与就业，通货膨胀、以及经济发展和通胀前景方面未做改动，继续强调“支出和生产适度增长”、“就业增长强劲，失业率保持在低位”，“通胀仍然较高”等。不过，与 9 月份会议声明不同的是，此次会议声明中增加了关于未来紧缩路径的表述，指出“目标区间的持续上调将是适当的，以实现足够严格的货币政策立场，以随着时间的推移将通胀率恢复到 2%。在确定目标范围内未来加息速度时，委员会将考虑货币政策累积紧缩、货币政策影响经济活动和通胀的滞后性，以及经济和金融发展”，释放加息放缓信号。

图表 1. FOMC 会议声明主要内容变化

	2022 年 7 月	2022 年 9 月	2022 年 11 月
经济活	最近的支出和生产指标已经走	最近的指标表明支出和生产适度增	最近的指标表明支出和生产适度增
动与就	动与就软。尽管如此，近几个月就业	长。近几个月就业增长强劲，失业率	长。近几个月就业增长强劲，失业率
业	增长强劲，失业率保持在低位。	保持在低位。	保持在低位。
通货膨	通货膨胀仍然居高不下，反映	通货膨胀仍然居高不下，反映出与	通货膨胀仍然居高不下，反映出与
胀	出与大流行相关的供需失衡、	流行相关的供需失衡、食品和能源价	流行相关的供需失衡、食品和能源价
	食品和能源价格上涨以及更广	格上涨以及更广泛的价格压力。	格上涨以及更广泛的价格压力。
	泛的价格压力。		
经济发	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	俄罗斯对乌克兰的战争正在造成巨
展和通	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大的	成巨大的人力和经济困难。战争和相
胀看	关事件正在对通胀造成额外的上行	压力，并对全球经	关事件正在对通胀造成额外的上行
法	济活动造成压力。委员会高度并	对全球经济活动造成压力。委员会	济活动造成压力。委员会高度并
	关注通胀风险。委员会坚定地	高度关注通胀风险。委员会坚定地	关注通胀风险。委员会坚定地
	致力于将通胀率恢复到 2% 的	力于将通胀率恢复到 2% 的	力于将通胀率恢复到 2% 的
	目标。	目标。	目标。

资料来源：美联储，中银证券

二、新闻发布会要点：最快 12 月或放缓加息，考虑暂停加息还为时过早

关于通胀态势，鲍威尔强调，劳动力市场仍然非常强劲，降通胀需要时间和耐心；没有看到工资-物价螺旋上升情况。关于经济形势，鲍威尔指出，更高的利率、在高利率水平持续时间更久导致经济软着陆的窗口变窄，但仍有可能实现；经济衰退与否、以及出现多大程度的衰退都是未知的；房地产市场没有明显的金融稳定风险。关于加息路径，鲍威尔指出，需要关注三个问题：加息速度、高度以及在限制性水平上的持续时间，但后两个问题变得更加重要，最快可能 12 月会议放缓加息。现在考虑暂停加息还为时过早。鲍威尔继续强调，做多的风险小于做少，因为如果紧缩过头，就会有强力的工具支持经济活动。在利率达到足够限制水平前，仍有很长的路要走。

三、基准情形下明年美国经济或出现轻度衰退，紧缩政策或持续较长时间

今年下半年以来，我们一直强调要警惕美联储快速转向的过度预期，主要是考虑到美国通胀韧性仍然较强。9 月份美国 CPI 同比和环比增速再超市场预期，突出贡献项为服务通胀。无论从房价对房租的领先走势来看，还是从劳动力市场状况、工资增长情况来看，目前仍然难以断言美国高通胀压力会出现明显放缓。虽然 FOMC 会议声明释放加息放缓信号，最快 12 月可能放缓加息，但在鲍威尔强调暂停加息还为时过早之后，资产价格出现反转：美股转跌，道指、标普 500 和纳指最终分别收跌 1.55%、2.50%、3.36%；美元指数转涨，上涨 0.5% 至 112 上方；10 年期美债收益率上升 3bp 至 4.1%；伦敦金现上涨 0.3% 至 1650 美元/盎司。根据芝商所的 FedWatch 工具，目前市场预期 12 月加息 50bp 的可能性加大，明年首次降息的时间点由此前预期的 9 月份推迟到 11 月份（见图表 2）。

正如鲍威尔所言，受美联储持续激进加息影响，美国经济已经出现疲软态势。三季度美国 GDP 增长 2.6%，但主要由衰退型贸易顺差拉动，内需表现相对疲弱，尤其是私人投资中的住宅投资环比增速由上季度-17.8%扩大至 26.4%，对 GDP 环比拉动率由上季度的-0.9%扩大至-1.4%。美国制造业 PMI 持续下行，10 月份已经跌至荣枯线附近（见图表 3）。作为经济衰退的先行指标，继 10 年和 2 年美债利率出现倒挂之后，10 年和 3 个月美债利率也出现倒挂，预示明年美国经济陷入衰退的可能性增加（见图表 4）。根据亚特兰大联储 GDPNow 模型，美国四季度 GDP 增速或为 2.6%。基准情形下，我们预计明年美国经济或出现轻度衰退，美联储紧缩政策或持续较长时间，对此仍然不宜低估。但如果内外部金融风险事件爆发，加重对美国经济的冲击，伴随通胀压力明显缓解，美联储货币政策转向时间可能提前。

图表 2. 联邦基金利率期货显示的美联储加息路径

MEETING DATE	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575
2022/12/14	0.0%	0.0%	61.5%	38.5%	0.0%	0.0%		
2023/2/1	0.0%	0.0%	0.0%	23.9%	52.6%	23.6%	0.0%	0.0%
2023/3/22	0.0%	0.0%	0.0%	5.5%	30.5%	45.8%	18.1%	0.0%
2023/5/3	0.0%	0.0%	0.0%	3.6%	22.0%	40.6%	27.6%	6.2%
2023/6/14	0.0%	0.0%	0.0%	3.6%	21.7%	40.3%	27.8%	6.5%
2023/7/26	0.0%	0.0%	0.5%	6.1%	24.3%	38.6%	24.9%	5.6%
2023/9/20	0.0%	0.1%	1.7%	9.9%	27.3%	35.7%	20.8%	4.5%
2023/11/1	0.0%	0.7%	4.9%	16.7%	30.6%	29.9%	14.4%	2.7%
2023/12/13	0.3%	2.5%	10.1%	22.8%	30.3%	23.1%	9.3%	1.6%

资料来源：CME Group，中银证券

图表 3. 美国制造业 PMI 与 GDP 增速



资料来源：万得，中银证券

图表 4. 10 年与 2 年、3 个月美债收益率差值



资料来源：万得，中银证券

风险提示：地缘政治局势恶化；新冠疫情态势恶化。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371