

美联储 11 月 FOMC 会议点评

联储鹰派引导参考价值有限，紧盯美国经济衰退线索

核心观点

事件简述

11月2日，美联储召开FOMC会议，决定将联邦基金利率（FFR）提高75bp至375-400bp。会后，鲍威尔在讲话中释放货币政策的鹰派指引。当日，道琼斯工业指数-1.55%；纳斯达克指数-3.36%；标普500指数-2.5%。

美联储对远期联邦基金利率（FFR）释放鹰派指引

在FOMC声明和鲍威尔演讲中，市场主要注意到三条表述的边际变化。

1) 美联储表示，在决定FFR时，将会考虑加息的累积效果和货币政策的滞后性。这句话主要是回应市场上的两种声音：第一，货币政策存在时滞；第二，CPI中的租金价格有粘滞性。作为回应，《华尔街日报》知名记者前期已经向市场传递美联储考虑12月加息50bp的信息，鲍威尔的讲话实为官方口径的确认。考虑到12月加息50bp已经较大程度反映在定价中，我们认为这总体上是一句中性表述。

2) 鲍威尔表示，可能需要维持货币紧缩状态一段时间。这句话主要是在管理市场的远期对降息的猜想，将FFR的顶点和拐点向后推（讲话前市场预期本轮加息周期的FFR在2023年5月见顶；讲话后市场预期6月FFR见顶）。总体上是一句鹰派表述。

3) 鲍威尔表示，加息的终点可能会比9月FOMC会议上联储官员所设想的更高。9月FFR点阵图显示，联储官员对2023年末FFR的期望值在450-475bp附近。鲍威尔讲话前，市场对2023年末的FFR期望值为455-480bp；讲话后，市场预期值上升至474-499bp。这句鹰派表述是对美股估值构成压制的关键点。

我们的观点：远期FFR不应只看美联储指引，评估经济衰退概率才是关键

本次FOMC会议后，鲍威尔的讲话主要从时间和空间维度对远期的FFR释放鹰派指引，并对股票市场构成了压制，市场对此反映比较强烈。但从投资而非交易的角度来说，我们认为美联储对远期FFR的指引价值是有限的，原因在于美联储本身也会随着经济状态的演绎高频、大幅度地调整它们的经济展望和货币政策。

我们认为，当下的时间点，预测美联储远期FFR的第一要务是评估美国经济陷入衰退的概率。我们总体上认为，美国消费将持续边际走弱，同时3Q22起到决定性支撑的净出口也将在未来难以维持强势（详见《美国三季度GDP数据点评-消费走弱或将持续演绎，强劲出口难以持续》）。因此，美联储本次对远期FFR的鹰派指引并不影响我们的展望，我们仍然认为本轮加息的上限是500bp，加息过程会在2023年3月或5月结束。

对于短期FFR，尽管市场已经将12月加息50bp视为基础假设，我们认为只有在CPI走势明显偏向乐观的前提下，美联储才会在12月选择加息50bp，其他情况均会选择加息75bp。

风险提示：美国通胀数据走势的不确定性；美国消费数据走势的不确定性；美国就业数据走势的不确定性。

行业研究 · 海外市场专题

港股

超配 · 维持评级

证券分析师：王学恒

010-88005382

wangxueh@guosen.com.cn

S0980514030002

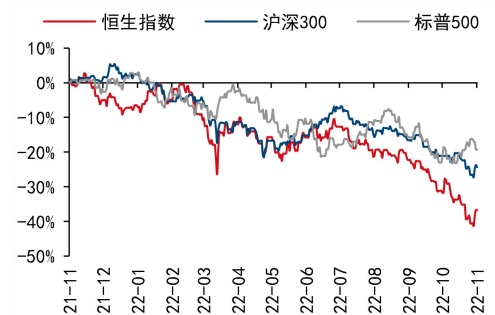
证券分析师：张熙，CFA

0755-81982090

zhangxi4@guosen.com.cn

S0980522040001

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《港股2022年11月投资策略-港股又到了40年来的第五次支撑》——2022-11-02

《海外市场速览-美国经济衰退风险增加，港股配置价值凸显》——2022-10-30

《美国三季度GDP数据点评-消费走弱或将持续演绎，强劲出口难以持续》——2022-10-29

《海外市场速览-美联储边际转鸽待确认，建议先行观望》——2022-10-23

《联交所“特专科技”公司上市制度点评-消费和虚拟经济优先，具体规则有待优化》——2022-10-21

内容目录

事件简述	4
市场的反应	4
美联储表述边际变化摘要及解读	5
我们对本次 FOMC 会议的观点	6
免责声明	8

图表目录

图1：市场定价隐含未来加息节奏（2022年11月2日）	4
图2：市场定价隐含未来加息节奏（2022年11月1日）	4
图3：市场定价隐含未来加息节奏（2022年10月26日）	5
图4：市场预测加息路径对比	5

事件简述

11月2日，美联储召开FOMC会议，决定将联邦基金利率（FFR）提高75bp至375-400bp。会后FOMC委员会发表了声明，美联储主席鲍威尔发表了演讲。

市场的反应

当日，美股总体收跌。其中，道琼斯工业指数收跌1.55%；纳斯达克指数收跌3.36%；标普500指数收跌2.5%。

利率方面，10年美债收益率上升3bp至4.1%；2年期美债收益率上升7bp至4.61%。

CME 美联储观察给出的衍生品市场隐含加息路径变化如图所示。对比FOMC会议前后（11月2日和11月1日），即期FFR期望值几乎维持不变，2022年末FFR期望值降1bp；远期FFR期望值有明显上升，其中2023年6月的FFR期望值上升8bp，达到502-527bp，2023年年末的FFR期望值上升18bp，达到474-499bp。

我们认为，美国股市的下跌，主要是在反映远期FFR期望值的上升。

图1：市场定价隐含未来加息节奏（2022年11月2日）

2022/11/2		2022年		2023年							
下限	上限	12月	2月	3月	5月	6月	7月	9月	11月	12月	
375	400									0.4%	
400	425							0.1%	0.8%	2.7%	
425	450	61.5%					0.6%	1.8%	5.1%	10.4%	
450	475	38.5%	26.0%	5.7%	3.9%	3.7%	6.6%	10.5%	17.0%	23.0%	
475	500		53.5%	32.0%	24.0%	22.7%	25.3%	28.1%	30.4%	30.0%	
500	525		20.5%	46.3%	41.9%	40.8%	38.4%	35.3%	29.3%	22.6%	
525	550			16.0%	25.3%	26.3%	23.4%	19.6%	14.2%	9.2%	
550	575				4.9%	6.1%	5.4%	4.3%	3.0%	1.7%	
575	600					0.3%	0.3%	0.2%	0.1%	0.1%	
加权平均下限		435	474	493	501	502	499	493	484	474	
加权平均上限		460	499	518	526	527	524	518	509	499	

资料来源：CME、国信证券经济研究所整理

图2：市场定价隐含未来加息节奏（2022年11月1日）

2022/11/1		2022年		2023年							
下限	上限	12月	2月	3月	5月	6月	7月	9月	11月	12月	
350	375									0.1%	
375	400							0.1%	0.7%	2.3%	
400	425	5.7%				0.1%	0.3%	1.3%	4.1%	8.3%	
425	450	44.5%	2.8%	0.9%	0.7%	1.2%	3.2%	6.7%	13.1%	18.8%	
450	475	49.7%	24.3%	9.7%	7.9%	9.3%	14.0%	19.2%	25.4%	27.3%	
475	500		47.0%	31.6%	27.2%	28.0%	30.3%	31.2%	29.5%	24.9%	
500	525		25.9%	40.2%	38.5%	37.3%	33.2%	27.8%	19.7%	13.6%	
525	550			17.6%	22.2%	20.8%	16.5%	12.0%	6.7%	4.0%	
550	575				3.6%	3.3%	2.5%	1.7%	0.8%	0.4%	
加权平均下限		436	474	491	497	494	488	480	468	455	
加权平均上限		461	499	516	522	519	513	505	493	480	

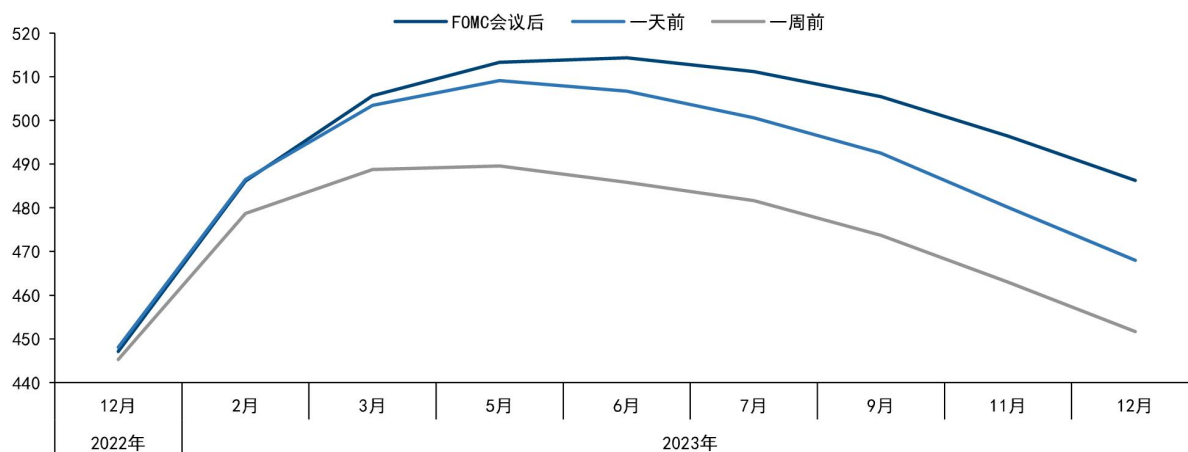
资料来源：CME、国信证券经济研究所整理

图3: 市场定价隐含未来加息节奏 (2022年10月26日)

2022/10/26		2022年		2023年							
下限	上限	12月	2月	3月	5月	6月	7月	9月	11月	12月	
325	350										0.1%
350	375										0.9%
375	400						0.1%	0.4%		0.2%	4.8%
400	425	4.6%				0.2%	1.3%	3.7%		1.9%	14.7%
425	450	59.8%	3.0%	1.9%	1.8%	4.9%	9.9%	15.6%		22.8%	26.4%
450	475	35.6%	41.3%	26.6%	25.2%	27.4%	30.2%	31.8%		31.5%	28.2%
475	500		43.7%	42.8%	41.9%	39.7%	35.9%	31.1%		23.7%	17.7%
500	525		12.0%	24.2%	25.2%	22.6%	18.7%	14.5%		9.3%	6.1%
525	550			4.6%	5.7%	4.9%	3.9%	2.8%		1.6%	1.0%
550	575				0.2%	0.2%	0.2%	0.1%		0.1%	
加权平均下限		433	466	476	477	473	469	461	451	439	
加权平均上限		458	491	501	502	498	494	486	476	464	

资料来源: CME、国信证券经济研究所整理

图4: 市场预测加息路径对比



资料来源: CME、国信证券经济研究所整理

美联储表述边际变化摘要及解读

1. “在决定加息节奏时,委员会将会考虑连续加息的累计效果,货币政策影响经济活动和通货膨胀所需的时间,以及经济和金融市场的发展。”

(In determining the pace of future increases in the target range, the Committee will take into account the cumulative tightening of monetary policy, the lags with which monetary policy affects economic activity and inflation, and economic and financial developments.)

在我们看来,这是一句边际中性表述。

解读这句话,我们必须结合当下市场的背景。前期,市场试图向美联储传递两条信息,以劝说美联储放缓加息节奏:

- 1) 货币政策传导至经济基本面和通货膨胀存在时间差,美联储在快速加息后应该预留观察期(作为参考:人民银行易纲行长认为中国的货币政策传导至实体经济通常需要2个季度);

2) 房租价格呈现粘滞性, 导致 CPI 高估美国消费者实际上承受的即时通胀水平。

我们认为, 美联储的上述表述是对这两条市场信息的回应。美联储在向市场表达: 他们在制定货币政策时将会考虑这些因素。但从边际上来看, 《华尔街日报》知名记者 Nick Timiraos 已经向市场表达过美联储考虑 12 月加息 50bp 的信息, 市场也对此进行了定价, 本次鲍威尔讲话实属一次官方口径的确认。因此, **这条表述实际上是中性表述。**

2. “为了维持物价稳定, 我们很可能需要维持货币紧缩状态一段时间。”

(Restoring price stability will likely require maintaining a restrictive stance of monetary policy for some time.)

这句表述出现在鲍威尔 11 月的 FOMC 讲话中, 在 9 月并没有相同的表述, **呈现出边际偏鹰的态度。**

这句话的主要目的是管理市场对远期 FFR 的期望值。如图 1-4 所示, 在 11 月 FOMC 会议之前, 市场总体预测 2023 年 6 月份开始降息; 在鲍威尔讲话之后, 市场重新评估了降息时间, 将降息预期推迟到了 2023 年 7 月。同时, FFR 期望值在后续的回落节奏也更加平缓。

3. “通过我们上次 (9 月) 会议之后的宏观经济数据来看, 本轮加息最终的利率水平可能要比我们之前所期望的更高。”

(... in coming data since our last meeting suggest that the ultimate level of interest rates will be higher than previously expected.)

这句话是造成美股股价下行的关键, 主要是本轮加息的最终 FFR 上限有所提高。根据 9 月美联储的 FFR 点阵图, 19 位官员中, 6/6/6 名官员对 2023 年年末的 FFR 期望值分别为 425-450bp/450-475bp/475-500bp, 1 名官员对 2023 年末的 FFR 利率预测为 375-400bp。

在鲍威尔发言前, 市场的 2023 年年末 FFR 期望值 455-480bp, 略高于 9 月点阵图, 会后, 2023 年年末的 FFR 期望值增加至 474-499bp, 达到了点阵图区间的顶部。这句表述拉高了 2023 年 FFR 期望值的顶部位置, **是一条鹰派信息。**

我们认为, 本次 FOMC 会议的关键点在于从时间和空间双维度对远期 FFR 发出鹰派指引, 从而压制了美股市场的定价, 也难以避免地传导至港股市场和其他股票市场。

我们对本次 FOMC 会议的观点

简而言之, 我们认为, 美联储对远期 FFR 的指引参考价值有限, 市场已经过度定价。我们认为美国经济衰退的到来将迫使美联储货币政策转鸽。

基于我们对美联储的持续跟踪, 我们认为美联储的指引对于即期 FFR 的判断有一定价值, 但要判断远期 FFR, 预判经济基本面的重要性远高于跟踪美联储的指引。原因在于, 美联储的加息动作很大程度上在跟随市场实际情况进行高频、大幅度调整; 对我们来说, 美联储当下对远期 FFR 的指引仅仅是它们对 2023 年宏观经济展望的衍生品, 不确定性较大。

目前, 美联储对 2023 年美国 GDP 的同比增速预期为 1.2%, 但我们对此持保留意见。我们认为, 美国经济目前的整体结构是消费将持续走弱, 而前期起到支撑作

用的净出口在未来难以继续支撑美国经济（详见《美国三季度 GDP 数据点评-消费走弱或将持续演绎，强劲出口难以持续》）。因此，我们设想的美国经济进入实质衰退的概率高于美联储的判断和市场共识。随着衰退的到来，当下迫使美联储激进加息的高通胀将不复存在，而为美联储加息创造条件的低失业率也将消失。总体上，11 月的 FOMC 声明和鲍威尔的发言不影响我们对本轮加息时间终点和空间终点的预判，**我们仍然认为本轮加息 FFR 上限是 500bp，加息结束时间点是 2023 年 3 月-5 月。**

短期的 FFR 展望方面，尽管美联储对此有所指引，且市场已经将 12 月 FOMC 加息 50bp 视为基础假设，我们认为届时加息 75bp 的概率更高。**我们认为只有在 CPI 走势偏向乐观的前提下，美联储才会在 12 月选择加息 50bp，其他情况均会选择加息 75bp。**

风险提示

美国通胀数据走势的不确定性；美国消费数据走势的不确定性；美国就业数据走势的不确定性。

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032