

## 加息路径更高更久

### ——2022 年 11 月美联储议息会议点评

美东时间 11 月 2 日，美联储在 11 月议息会议后宣布加息 75bp，将联邦基金利率区间提升至 3.75-4.0%，缩表上限按计划维持每月 950 亿美元。鲍威尔在记者发布会上表达出最快 12 月“退坡”，但加息终点更高、高位持续更久的信号，总体偏“鹰”。鲍威尔讲话后美国股债双杀，标普 500 收跌 2.50%，为 2021 年 1 月以来美联储公布利率决议当日的最大跌幅；10Y 美债收益率上探至 4.1%，收益率曲线维持倒挂；美元指数上行突破 112。

#### 一、经济：增长明显放缓，就业维持强劲

美联储认为相较于去年的高增长，当前美国经济明显放缓 (**significantly slower**)，支出和生产温和增长 (**modest growth**)。美国三季度 GDP 环比折年率为 2.6%，略超市场预期 (2.4%)，其中净出口贡献 2.8pct，相当程度上是由于进口回落。持续紧缩下，居民实际可支配收入下降和金融条件收紧成为增长放缓的主要原因；加息导致住房贷款利率和企业融资成本上升，房地产市场和企业固定投资明显减弱。鲍威尔表示，随着货币政策持续紧缩，美国经济“软着陆”的路径正在变窄 (**narrows the path of a soft landing**)。

从美联储“双目标”看，美国就业维持“强劲” (**robust**) 而通胀仍然“居高不下” (**remains elevated**)，为后续紧缩政策提供空间。就业方面，过去三个月，非农就业月均增长 37.2 万人，就业人数已恢复至疫前水平。9 月失业率重回 3.5%，位于近 50 年低位。美国劳动力市场“用工荒”持续，9 月职位空缺数反弹，平均每个失业者对应约 1.86 个空缺岗位。另一方面，美国通胀仍然远高于 2% 的目标，1-9 月 PCE 累计同比增速为 6.2%，核心 PCE 累计增长 5.1%，显示出较强粘性。大范围 (**broad range**) 的商品和服务仍然存在明显的价格上行压力。长期通胀预期仍然保持“锚定”，但“脱锚”风险边际上升。

## 二、政策：加息终点更高，高位持续更久

本次会议美联储继续强调“控通胀”的决心，加息 **75bp** 符合市场预期，政策利率已大幅超出中性利率水平（2.5%）。市场主要关注后续加息路径的速度（how fast）、高度（how high）和时长（how long）三个问题。在加息速度方面，鲍威尔表示最快于 **12 月放缓加息**。与前几次不同的是，本次 FOMC 首次提出要关注货币政策的累计紧缩幅度和滞后性，以及经济与金融的发展状况，被市场解读为加息即将放缓的信号。目前市场预期 12 月加息 50bp 的概率约 50%，超过加息 75bp 的概率。在加息终点方面，鲍威尔表示利率高点或较 9 月预测（**4.6%**）有所上调，释放出“鹰”派信号。市场预计政策利率将于 2023 年上半年达到 5.1%。在加息时长方面，鲍威尔表示利率或在高位持续更久（**longer for higher**），且目前讨论暂停加息为时过早（**premature to discuss pausing**）。鲍威尔再次强调吸取历史教训，目前美联储考虑的并非紧缩过度（overtighten），而是紧缩不足（fail to tighten enough）或过早放松（loosen policy too soon）。

缩表方面，美联储按 5 月公布的缩减方案继续执行。缩表上限于 9 月开始达到每月 950 亿美元（600 亿美元国债和 350 亿美元 MBS）。目前缩表已开启五个月，至 10 月底总规模缩减不到 1,900 亿美元。其中国债减少约 1,700 亿美元；MBS 仅仅降低 290 亿美元，远低于上限，可能因为 MBS 结算存在几个月的时滞，暂未体现在资产负债表上。前瞻的看，随着加息缩表美元流动性加速收紧，应警惕准备金分布不均带来的流动性紧缺风险。

## 三、市场：美元流动性宽松，美债收益率上行

目前美元短期流动性宽松，各期限价格随加息上调。境内美元在月初呈现平衡偏松状态，境外美元短期供给充裕，各机构跨年资金需求旺盛。价格方面，跟随美联储本次加息的步伐，各期限价格随之上调，11 月 3 日境内美元同业拆放参考利率（ciror）隔夜 3.8%，1M 4.02%，3M 4.65%，6M 4.89%，1Y 5.18%。从银行间美元拆借加权成交利率来看，

1W 成交在 3.87%，1M 4.25%。前瞻地看，随着跨年时间节点到来，货币市场主体偏向于审慎，叠加持续缩表，预计中长期美元供给将收紧。

美债方面，加息后债券收益率盘中大幅震荡，最终上行。本次加息幅度符合预期，会议后释放出放缓加息的信号，收益率随之显著下行，10 年期美债收益率跌破 4%。但随后，鲍威尔在发布会上释放更高更久的“鹰”派信号，债券收益率盘中 V 型反转，最终 10 年期美债收益率上行突破 4.1%，2 年期美债收益率重回 4.6% 上方，倒挂程度保持在 50bp 的历史高位。前瞻地看，预计 10Y 美债收益率将以 4% 为中枢高位震荡，未来继续上行空间不大。

#### 四、前瞻：转向未至，衰退渐近

总体来看，本次美联储表达了明确的“鹰”派立场，强调就算放缓加息也将提高利率终点和持续时间。这对此前正在交易美联储“转向”（pivot）的资本市场无疑是一次打击。

前瞻地看，预计美联储 12 月加息 50bp，明年上半年或进一步加息 50-75bp，利率高点在 5% 左右。但美联储未来加息路径仍将取决于数据：如果 10、11 月的通胀和就业数据再超预期，美联储 12 月仍有可能继续大幅加息。美联储“硬加息”之下，美国经济大概率于明年一二季度陷入实质性衰退。由于劳动力市场仍然强劲，我们预计这将是一场较为温和的“浅衰退”，持续时间或超过 1 年。衰退发生后，美联储或于 2023 年下半年开启降息。

**（评论员：谭卓 蔡玲玲 刘一多 张巧栩 李芸 徐冉子）**

感谢实习生王奕群对本文的贡献

表 1: 美联储议息会议声明文本对比

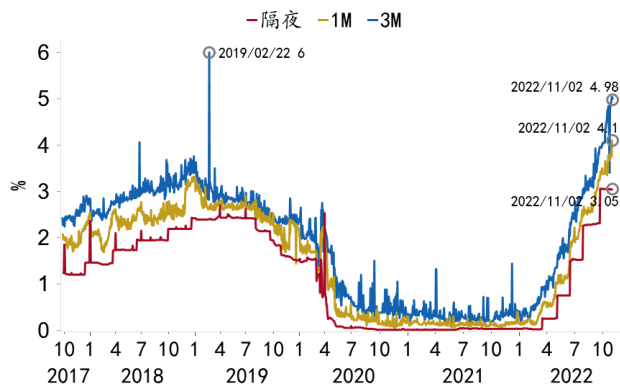
类型	2022 年 11 月 2 日	2022 年 9 月 21 日
经济表现	支出和生产温和增长。	支出和生产温和增长。
	就业增长强劲，失业率维持低位。	就业增长强劲，失业率维持低位。
	俄乌战争和相关事件造成额外的通胀上行压力，正在拖累全球经济。	俄乌战争和相关事件造成额外的通胀上行压力，正在拖累全球经济。
货币政策	委员会坚定致力于将通胀率恢复到 2% 的目标。	委员会坚定致力于将通胀率恢复到 2% 的目标。
	委员会决定将联邦基金利率的目标范围提高到 3.75 至 4%。	委员会决定将联邦基金利率的目标范围提高到 3 至 3.25%。
	委员会预计，持续提高目标区间将是适当的。在确定未来加息速度时，委员会将考虑货币政策的累计紧缩效果、货币政策的滞后性以及经济和金融发展。	委员会预计目标区间的持续增加将是适当的。
	委员会将继续减少其持有的国债、机构债务和 MBS。	委员会将继续减少其持有的国债、机构债务和 MBS。
投票情况	全票通过。	全票通过。

资料来源：美联储、招商银行研究院



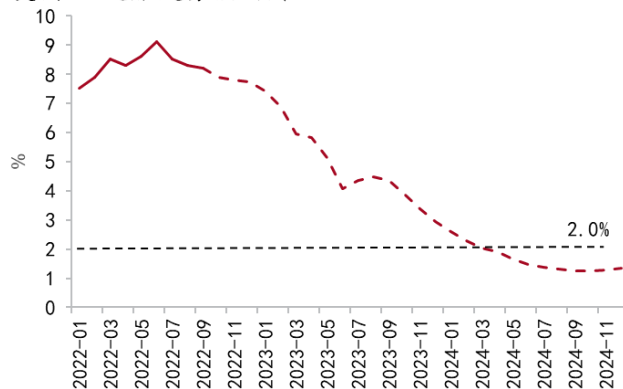


境内银行间美元市场利率



资料来源: Macrobond、招商银行研究院

美国CPI通胀走势预测图



资料来源: Macrobond、招商银行研究院