

美联储 11 月货币政策会议纪要解读

研究发展部分析师 白雪 李晓峰

事件：北京时间 11 月 24 日凌晨，美联储公布 11 月货币政策会议纪要。会议纪要显示，大多数美联储与会官员认为，可能很快适合放慢加息；并认为在高通胀和强劲就业市场的经济大环境下，2023 年联邦基金利率将升至“略高于此前预期”的水平。不过，一些官员对美联储加息幅度表达了担忧。少数官员警告说，继续以 75 个基点的幅度加息“增加了金融体系不稳定或混乱的风险”。也有少数官员认为，美联储在遏制通胀方面没有取得足够进展，没有实质性证据表明需放缓加息步伐。会议纪要还显示，美联储官员就美国通胀前景展开了讨论。一些官员认为，随着供应链瓶颈逐步缓解，加之去年飙升的商品价格逐步下降，美国通胀水平将回落。但也有官员对通胀前景感到不安。

此外，美联储在纪要中首次明确提出明年衰退的风险。美联储经济学家预计，明年美国经济衰退的可能性约为 50%。纪要称：“国内私人领域的实际支出增长乏力，全球前景恶化且金融条件收紧，这些都被认为构成对实际经济活动预测的突出下行风险；此外，通胀持续下降或需要金融条件以高于预期的程度紧缩，这个可能性也被视为一种下行风险。”。

对此，东方金诚解读如下：

这份美联储 11 月货币政策会议纪要被普遍解读为鸽派基调，并强化了市场对于 12 月加息力度可能将降至 50 个基点、以及加息周期临近终点的预期。其主要原因在于，纪要显示，虽内部存在一定分歧，但美联储官员多数支持放缓加息步伐——这说明放缓加息基本成为了美联储内部的主流意见。需要注意的是，11 月议息会议是在美国 10 月通胀数据发布前举行的。而 10 月美国 CPI、PPI 超预期降温、失业率上行，似乎从数据上印证了美联储放缓加息节奏的必要性，市场开始普遍交易美联储政策转向——近期美债收益率连续大幅下行就是一个典型的体现。在这一市场情绪下，这份会议纪要很容易进一步强化市场对于“激进加息周期即将临近终点”这一预期。

但实际上，我们认为，11 月会议纪要和 11 月议息会议声明相比，并未释放出增量的“鸽派”信号。即使加息节奏放缓成为主流观点，也不等同于美联储很快将暂停加息；未来美联储政策节奏不确

定性增强，但明年年底前出现降息这一政策转向的可能性很低。

纪要认为，“小幅加息将使美联储有机会评估连续加息的影响”，因为“不确定货币政策行动对经济活动和通胀有多大的影响，以及影响的滞后性如何”。结合纪要中首次明确提出“明年有 50% 的可能性会陷入衰退”这一判断，背后反映出，当前美联储已开始考虑观察今年 3 月以来的连续六次激进加息，可能对经济和金融体系带来的滞后影响，更加谨慎的加息步伐能够为后续政策根据基本面进行灵活调整和应对腾挪空间。

但放缓加息并不代表暂停加息。纪要显示，不少官员承认“通胀方面几乎没有明显进展，利率仍需上升”。尤其是我们注意到，纪要中显示“通胀持续下降可能需要金融条件以高于预期的程度紧缩”——这意味着，为遏制通胀，短期内（明年上半年之前）美联储不大可能暂停加息步伐，甚至默认以轻度衰退作为代价。数据上来看，当前美联储加息节奏仍落后于泰勒公式隐含的合意区间。而 10 月美国 CPI 数据超预期下行，去年同期较高的基数占有很大原因，且同比仍在 7% 以上的历史高位，此外，以房租为代表的服务通胀依然没有明显的降温趋势，这将制约短期内通胀的回落速度；10 月美国消费者通胀预期不降反升，这对于通胀回落而言也并非良好信号。因此，对于通胀降温及暂停加息，不宜过于乐观。

另一方面，会议纪要显示，公众应更多地关注美联储将在利率方面走多远，而不是“在目标范围内进一步提高的速度”，并指出“实现委员会目标所需的联邦基金利率最终水平存在重大不确定性，但最终利率可能高于官员们此前的预期。”这释放了两个信号：第一，由于高度依赖数据，未来加息力度和次数的可预测性降低。这也与近期多位美联储官员的表态基调相一致，即虽然可以在当前加息水平上有所回撤，但此后路线仍具有不确定性，将根据通胀及经济状况进行灵活调整；第二，加息周期的利率峰值可能比此前预测更高。目前看，我们判断，加息周期的利率终值的下限为 5% 左右，若明年上半年持续加息，加息终值可能将进一步升至 5.5% 左右。

最后，我们也认为，即使明年暂停加息，也不等同于立刻开启降息。从历史上加息周期中看，从美联储加息结束到开始降息，一般要经过 3-7 个月左右。结合鲍威尔在 11 月议息会议上的讲话，本轮美联储可能会将利率维持在较高水平一段时间。而芝商所的美联储观察工具显示，市场已开始交易 2023 年 9 月的降息预期。这表明，若以 2023 年年中作为美联储加息周期结束的时间计算，市场对政策利率维持在顶部时间的定价明显偏短。从当前经济数据判断，美国经济陷入深度衰退的可能性不大，因此美联储在整个 2023 年可能都不会开启降息。

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。