

美联储会议纪要关注金融稳定风险，加息幅度确定放缓

——FOMC会议纪要点评及周评

2022年11月25日

宏观经济 事件点评

分析师 | 康明怡 电话：021-25102911 邮箱：kangmy@dxzq.net.cn 执业证书编号：S1480519090001

事件：

FOMC 会议纪要点评。

主要观点：

- 1、 本周美联储 FOMC 会议纪要对国债市场波动以及流动性有所关注，注意到全球经济动能放缓，金融环境收紧，提及金融稳定风险。加息谨慎性增强，在表明不能容忍高通胀的同时，强调货币政策的滞后性和累计效应。
- 2、 纪要下调了经济预期，认为明年进入衰退的概率与明年经济放缓的概率一样高。
- 3、 与会者认为通胀比预期的要高，维持高位的时间也比之前长。这也是我们 2020 年以来对美国通胀的两个观点。
- 4、 与会者提高了最终政策利率水平预期，符合市场预期。多数认为货币政策正在接近充分限制的水平，降低加息速度是合适的。我们预计后续美联储加息幅度依次为 50bp, 25bp, 25bp 至 4.75%~5%。
- 5、 美十债上限维持 4.1~4.35%，在目前经济数据下，最新制造业 PMI 低于预期，美十债暂时不会超过 4%。
- 6、 美股中短期反弹合理，长期中性，长期是否见底取决于后续是否进入衰退及幅度。

美联储纪要总体谨慎，在抗击通胀的同时，关注了全球经济放缓和金融稳定。纪要主体分为三个部分，市场反馈，研究员报告，以及委员会成员对当前经济的看法和展望。

市场反馈全球金融条件收紧，波动率上升，利率上涨。两次议息会议期间，国债利率上涨，投资级别债券以及 MBS 利率升至近年最高水平。海外提到 9 月英国国债事件，并提及国际金融市场波动率上升对美国核心固收市场波动率也产生了影响。在美国国债市场中，有些波动指标接近大流行时代，比如 MBS 与国债利差迅速走扩，反映了这些利差对波动率上升的敏感度。波动上升也降低了核心固收市场的流动性指标，特别是在英国国债事件时期。但市场整体保持了有序。此外，市场还反馈了强美元以及短端货币市场与 ONRRP，整体没有太大异常。

研究员报告分为回顾经济状态，回顾金融状态，以及经济展望。美国国内经济平稳，消费显现出韧性，但海外经济活动减弱。受俄乌冲突，中国经济疲软，全球金融环境收紧，很多发达国家处于高通胀、能源供给冲击之中，导致实际可支配收入下降，打击了消费和商业信心。与会者对此表示同意，并担心全球经济疲软外溢从而影响美国经济。

研究员报告金融环境收紧，金融稳定性总体很好。在两次议息会议期间，国债以及市场预期的 FFR 显著上升，市场波动率上升。通胀新闻以及市场对货币政策的预期是股票价格波动的主要推手。但股票价格先跌后涨，在两次议息会议期间价格变化不大。在全球增长预期恶化与同期货币政策收紧的双重影响下，海外资产价格波动剧烈，涨跌不一。提及出于对美债利率持续上升、美元升值以及对海外经济增长放缓的担忧，投资者从特定新兴市场经济体以及欧洲基金继续撤出。国内信用市场借贷成本继续上涨，包括公司债券利率、机构杠杆利率以及工商业贷款利率。小企业面临成本增加的部分上升。高借贷成本降低了信用需求，发行量显著放缓。

银行贷款继续扩张，但速度减缓。银行普遍收紧了工商业贷款以及商业地产的贷款标准。家庭方面，住房贷款显著下降，车贷和信用卡贷款增长稳定，但银行倾向于往后略有收紧非优质贷款的车贷和信用卡贷款。家庭贷款违约下降，特别是住房贷款违约下降，车贷违约接近大流行之前的水平，信用卡贷款违约远比大流行之前低。非金融公司贷款质量总体很好。公司债券评级稳定，但提高评级集中在投资级，投机级别评级下降多余上升，违约略有上升，但仍很低。银行商业贷款总体很好，违约低位略微上升。

金融稳定性总体很好。金融、地缘政治风险在全球上升，在更弱的展望和更高的利率环境中，风险资产的价格整体下降。

家庭借款温和增长，质量保持强劲。非金融商业杠杆继续下降，利润覆盖率继续上升，但是进一步的借贷成本上升将会对有些借贷者偿还债务的能力产生风险。今年的压力测试显示大银行面对显著经济衰退的能力保持强劲，但有迹象显示对冲基金以及非银行金融机构的杠杆率在上升。短期资金市场基础存在结构性的脆弱性。国内银行的资金风险很低，但 prime 货币市场资金、其他现金投资便利、开放基金以及稳定币都非常容易受到突然赎回的影响。

研究员的经济展望：11月对美国经济的展望比9月更弱。宏观金融条件更加限制性，无论是对2024、2025年的GDP以及失业率的预期都更弱。研究员提高了对核心PCE的预期，维持高位的时间也比之前预想的更长。研究员继续预期通胀将在今后两年内显著下降，2025年PCE和核心PCE将回到2%。由于通胀保持了顽固的高位，研究员继续认为通胀风险在上升。实体经济方面，实际私人支出疲软、全球展望恶化、收紧的金融环境，均对实际经济产生下行风险。此外，为了持续降低通胀所需的金融环境收紧的条件比预想的更高将是另一个经济下行风险。因此研究员继续认为明年的基本预期为实体经济偏向下行，认为明年某个时刻经济进入衰退的可能和基本预期的概率一样。

委员会成员对当前经济的看法与研究员基本一致。与会者认为全球金融收紧、能源价格以及其他负面因素，将会导致全球经济放缓。与会者继续对通胀风险高度重视。近期数据表明经济活动可能以低于长期趋势的速度扩张，注意到消费者和商业支出略有放缓，对利率高度敏感的部门有显著放缓，特别是住房。由于通胀保持高位并且几乎没有温和的迹象，与会者认为一段时间低于趋势的GDP增长将有助于让供需进入很好的平衡，降低通胀压力。

消费：支出最近增长放缓，随意支出下降，中低收入家庭转向购买低价商品。但总量上，家庭部门资产负债表仍旧很强，将继续支持消费支出。

投资：受更紧的金融环境拖累，投资支出温和增长。供给紧张有所缓和，运输的成本和时间均有所下降；企业降低了谨慎性库存的需求。

劳动力市场：非常强劲，岗位空置率仍旧很高，裁员速度很低。医疗、休闲娱乐和建筑业面临特别严重的劳动力短缺，导致这些行业工资压力特别强。在经历了最近劳动力短缺以及雇佣难的问题，有些企业倾向于保留员工。这种考虑限制了解雇速度，有可能在经济进一步放缓后还是会限制解雇速度。另一方面，紧绷程度有所好转，预期未来失业率会上升。

通胀：认为服务部门价格高的不可接受，价格压力比商品部门更持久。一些与会者认为最近房租增长放缓，但需要时间显示在PCE通胀数据中。有些企业继续有提价能力，但有些企业变的更为困难。

通胀预期：与会者认为中长期预期非常稳定，短期预期很高。认为长期通胀预期稳定对通胀行为非常重要，强调委员会当前货币政策收紧对保持这些预期稳定非常重要。担忧通胀高于2%目标的时间越久，长期通胀预期越有可能变化。如果长期通胀预期变化，将付出更多代价才能降低通胀。从调查问卷来看，长期通胀预期高度分化，可能预示着对通胀展望更多的不确定性。与会者认为经济展望是高度不确定的，对通胀的展望风险也在高位，认为近期的通胀更高也比预期的更持久。认为能源价格可以在地缘政治紧张的环境中迅速上涨。有些人担心可能会有工资-价格螺旋，尽管还没有发现苗头。

货币政策的滞后性：与会者认为货币政策收紧一般会对金融环境产生快速影响，但金融环境的变化对总量和劳动力市场的影响以及随后对通胀的压制将需要更长时间来完全实现。认为现在收紧的货币政策很明确影响了金融环境以及对一些对利率高度敏感部门（地产），但对总量、劳动力以及通胀的影响时间点仍然非常不确定，效果还没有完全体现。

金融稳定：与会者认为美国国债市场对传递货币政策、对满足联邦政府融资需求、以及对全球金融体系的有序运作非常重要。尽管存在利率波动以及流动性问题，美国国债市场仍运行有序。提到在英国国债事件下，美国国债市场的韧性很强。一些参与者认为应做好解决美国核心市场扰动的准备工作，从而避免影响到货币政策立场，特别是在货币政策收紧期间。非银行金融机构在全球货币快速收紧的环境下面临的风险以及这些机构隐藏的杠杆可能会放大冲击。

政策利率终点：重申了2%的通胀目标以及当前通胀数据提供了非常少的通胀压力减少的迹象。经济已比去年显著放慢，但劳动力市场仍然及其紧绷，名义工资增长保持高位。FFR的最终水平非常不确定，高度依赖于未来的数据。目前评估最终的利率水平将有些高于之前的预期。提出已有的货币政策的累计效应和滞后效应是影响未来的因素。

降低加息幅度：多数认为货币政策正在接近充分限制的水平。在接近委员会的目标时，降低加息速度是合适的。部分与会者认为放缓节奏将降低金融体系的不稳定风险。

点评：美联储对通胀的观点完全符合我们从 2020 年起对本轮美国通胀的观点：通胀比美联储预期的要高，回落幅度比预期的要小。结合会议纪要，12 月加息 50bp 为大概率事件，预计后续美联储加息幅度依次为 50bp, 25bp, 25bp 至 4.75%~5%。会议纪要讨论了货币政策的累计效应和滞后效应，确认当前的货币政策已经影响了金融环境，在对利率敏感的部门中已经明显受到的货币政策的影响，比如地产。而总量经济进而通胀压力需要时间进一步传导。基本情景下，政策至少接近 5%，预计加息将延续至明年一季度。我们在点评 9 月 CPI 时指出在加息周期末期每次以 50bp 较为稳妥，这一点得到印证；而长期通胀水平应在 2.3~2.5% 左右，如果美联储仍旧致力于回到 2%，将造成后期货币政策过紧的风险。急速加息周期结束并保持耐心有助于避免出现不必要的深度衰退和不必要的金融市场波动，美国经济温和衰退概率提升。

维持美十债上限 4.1%~4.35%，在当前经济数据下，很难超过 4%。受通胀回落带动加息节奏放缓、风险度下降以及本周新出炉的制造业 PMI 不及预期进入收缩区间的影响，美十债利率一路下跌至 3.7% 以下。我们仍维持上限 4.1%~4.35%，并且美十债利率位于 4% 以上的不会太长的观点。以当前的经济数据和政策利率走向，美十债已经很难超过 4%。而长短利率以及政策利率倒挂可参考 1978~1980 年的情况。

美股中短期反弹合理，美股长期中性，长期是否见底取决于后期是否陷入衰退。我们在今年 1 月美联储缩表预期提前出现后即对美股从积极转向中性，并提示泡沫风险。当前，美股长期趋势上的泡沫已经消失，指数已落入长期趋势线上沿以下。如果说前期股市回落是加息带来的利率回升引起，则由经济疲软或是否衰退将决定是否继续下跌。因此，长期我们仍维持美股长期中性。短期方面，按照以往经验，当加息刚刚进入高位平台期时，加息节奏放缓带来的短期风险度下降，股市均会有所反弹，本周市场反应虽然过度但转折合理。此外，欧洲冬季能源危机靴子落地时间节点在 11 月左右，或为市场避险情绪的拐点之一（中性，引发危机则为负面；有惊无险则为正面）。

风险提示：海外通胀回落不及预期，海外经济衰退，冬季能源危机。

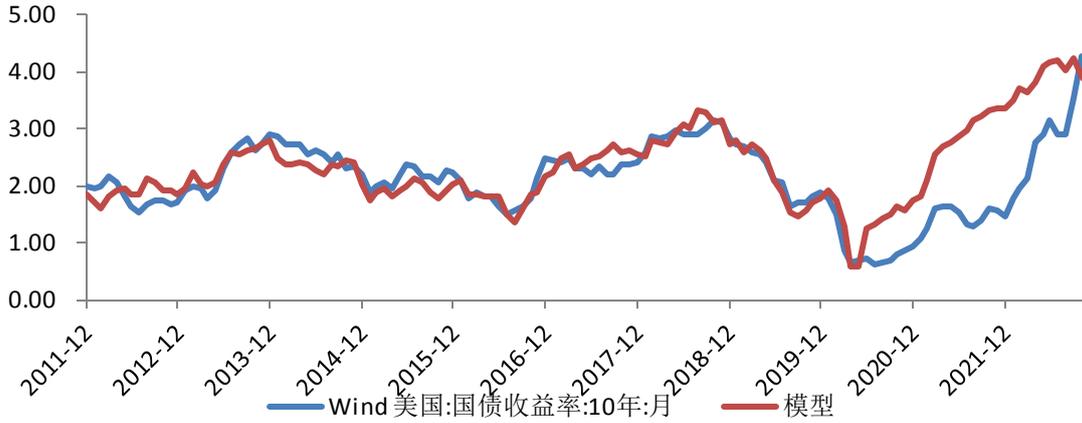
表1：本周美联储官员讲话

人物	本周讲话	态度	上周讲话
1 Jerome H. Powell (美联储主席)			
2 John C. Williams (纽约)		合理	加息专注于经济目标，避免将金融稳定风险纳入其考虑范围。
3 Loretta J. Mester (克利夫兰)	同意放缓步伐，但停止加息还很远。 利率刚进入限制性区域，政策正在进入新的“节奏”，会对经济造成压力。 降低通胀仍是首要任务，尚未结束。劳动力需求仍高于供应。	合理	通胀主要风险是加息不够。不清楚加息幅度必须有多高，以及政策将维持多久。利率水平取决于美国经济。 国债市场是已知的结构性弱点，低流动性反映了不确定的经济前景。短期融资市场仍存在脆弱性。
4 James Bullard (圣路易斯)		鹰派 5%~7%	已有的加息对通胀影响有限，政策利率尚未达到足够严格的水平，FFR 需进一步提高至 5%~7%。从过去加息至 4.75~5%改为 5%~5.25%是本轮加息周期的最低利率峰值。 为避免 1970 年代的错误，美联储宁可在更长时间内保持较高的利率。
5 Esther L. George (堪萨斯)	数据表明各个领域的储蓄水平都有所提高，或进一步推动消费。很可能需要一段时间来提高利率，以说服家庭坚持储蓄。 但低收入家庭正在更快的耗尽储蓄缓冲。	合理略鹰	在不使经济增长放缓、甚至可能出现收缩的情况下，不知道如何能继续控制通胀。认为美联储面临的真正挑战是避免过早停止加息，否则这之后将需要恢复加息。
6 Susan M. Collins (波士顿)	利率敏感行业已对政策做出反应，其他领域尚未。 仍乐观的认为存在一条路径，失业率只适度上升少许就能重建劳动力市场平衡，还可以避免大范围的经济衰退。恢复通胀的目标并不是为了要出现明显的经济衰退。 12 月 75bp 的可能性已然存在。	合理	随着提高利率，过度紧缩的风险已经增加。 利率峰值比她在 9 月预测的要高，但会高多少不确定。月度数据可能会特别具有干扰性 不应将小幅、更慎重加息混淆为美联储将从扼制通胀的任务中退场的信号。
7 Neel Kashkari (明尼阿波利斯) (2023 投票委)		合理略鹰	需要确信通胀至少已经停滞攀升，我们没有进一步落后于曲线，然后才会主张停滞未来加息进程。就目前来看，还没到那一步。10 月通胀数据提供了通胀至少已趋于稳定的一些证据，但不能被一个月的数据所过度说服。在多大程度上降低利率才能最终降低需求，这是一个悬而未决的问题。
8 Patrick Harker (费城分行) (2023 年投票委)		鸽派 4.5%	预期明年失业率升至 4.5%，GDP 放缓至 1.5% 预计美联储将放慢加息步伐，到明年某个时候保持利率不变，让货币政策自己发挥作用。只要通胀持续下降，就可以停止加息。如果情况不对，总能继续紧缩。不想要大幅提高利率然后大幅调低利率。与其冒险过度紧缩，不如在适当的时候暂停加息。 认为 4.5% 的位置可以稍微停一下，看看经济如何进展。
9 Lorie K. Logan (达拉斯) (2023 年投票委)		合理	支持放缓加息速度，以评估紧缩效果。 市场不应该混淆放缓加息速度与宽松政策之间的区别。
10 Charles Evans (芝加哥)		略鸽至合理	接近利率峰值时，可能会降低加息幅度至 25bp。 尽快调整行动节奏是有好处的，并对通胀很快开始缓解

人物	本周讲话	态度	上周讲话
	(2023 年投票委)		充满希望，利率大幅上升可能危及美联储对就业的职责。
11 Mary Daly (旧金山)	<p>根据一个数据点制定政策是不合适的，将近期通胀数据称为转折点之前，需要更多月份的数据。若通胀没有降温，政策利率可能提高至 5% 以上，尽管这不是她期待的结果。</p> <p>当前金融市场的反应好像是利率已经升到 6%。</p> <p>在未来制定利率决策时，注意到政策利率和金融市场紧缩状况的差别是非常重要的。</p>	合理， 4.75-5.2 5%	预计将进一步加息，未来加息幅度可能会降低，暂停加息目前不在考虑范围内。
12 Rafael Bostic (亚特兰大)		合理	美联储目前的政策不足以抑制企业活动进而抑制严重的通胀压力。近期商品价格涨幅放缓，但尚未出现明确证据表明服务价格涨幅也放缓，而劳动力市场紧俏导致薪资水平持续面临上涨。即使经济面临整体放缓的风险，美联储仍需进一步上调利率直至通胀稳定在 2% 的长期目标。
13 Lael Brainard (美联储副主席)		合理	住房服务业通胀峰值可能要到明年。 有可能短期内放缓加息速度是合适的，但不会停止加息。 紧缩政策实施需要时间，因此调整加息步伐至谨慎的态度是有意义的。
14 Christopher Waller (美联储理事)		合理略鹰	<p>开始担心新冠疫情将长期存在，这将对劳动力的影响比预计的更大。</p> <p>相对当前通胀水平，政策利率并没有很高，现在勉强处于限制性范围。可以开始考虑放慢加息步伐。12月加息 50bp 持开放态度，之后也可能加息 50bp。在抑制需求方面看到了一些进展，但还不够。企业正大规模提高工资令人紧张，没有看到压制通胀和造成失业之间需要进行权衡，明年还需提高利率，不会在接下来的一两次会议中结束，并在一段时间内保持高位。</p> <p>市场对 10 月 CPI 报告反应过度。 发出加息步伐放缓同时并没有放松的信号，这一直是沟通上的挑战。</p>
15 Philip N. Jefferson (美联储理事)		合理	<p>低通胀是实现长期持续扩张的关键。</p> <p>高通胀对低收入家庭的伤害最大。</p>
16 Lisa D. Cook (美联储理事)			通胀太高，必须谨慎对待货币政策如何制定。希望劳动力市场持续强劲。
17 Michelle W. Bowman (美联储理事)			无
18 Michael S. Barr (美联储理事)			无

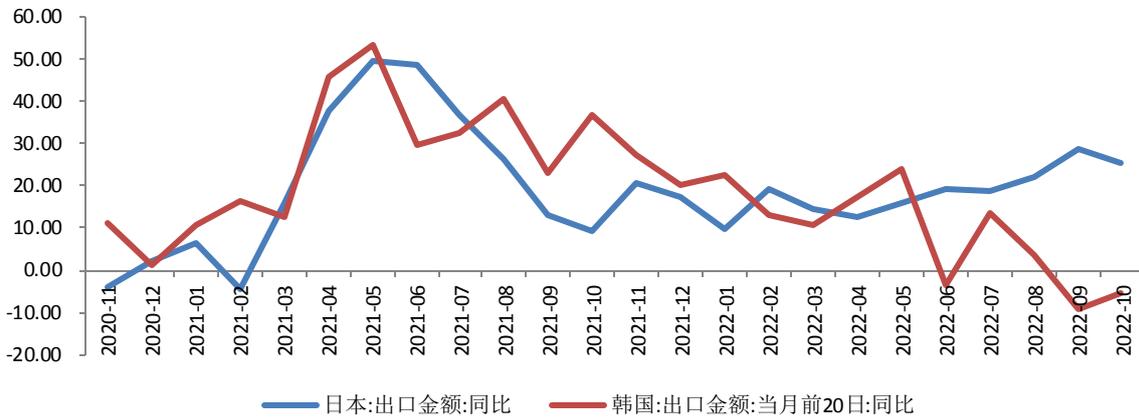
资料来源：wind，东兴证券研究所 注：加底色的为本年度投票委

图1：美十债模型



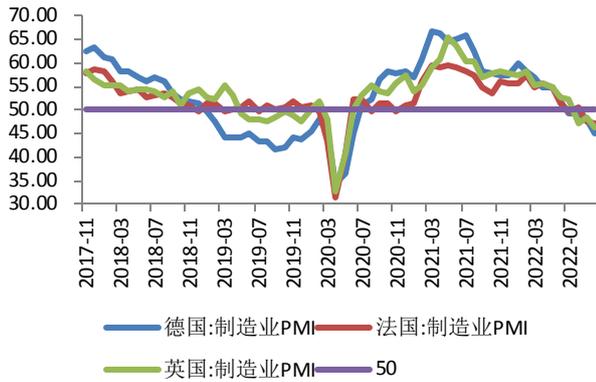
资料来源: wind, 东兴证券研究所

图2: 韩国出口同比仍在负值区间



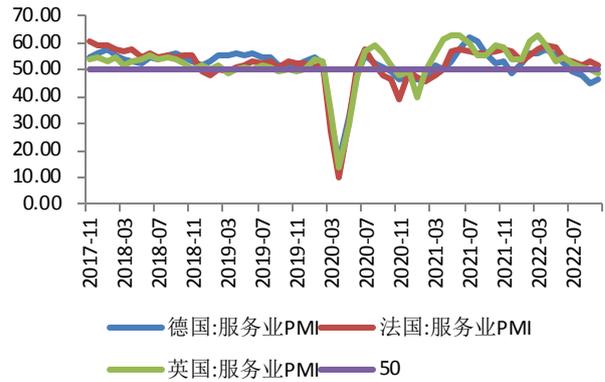
资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图3：欧洲制造业处于荣枯线以下



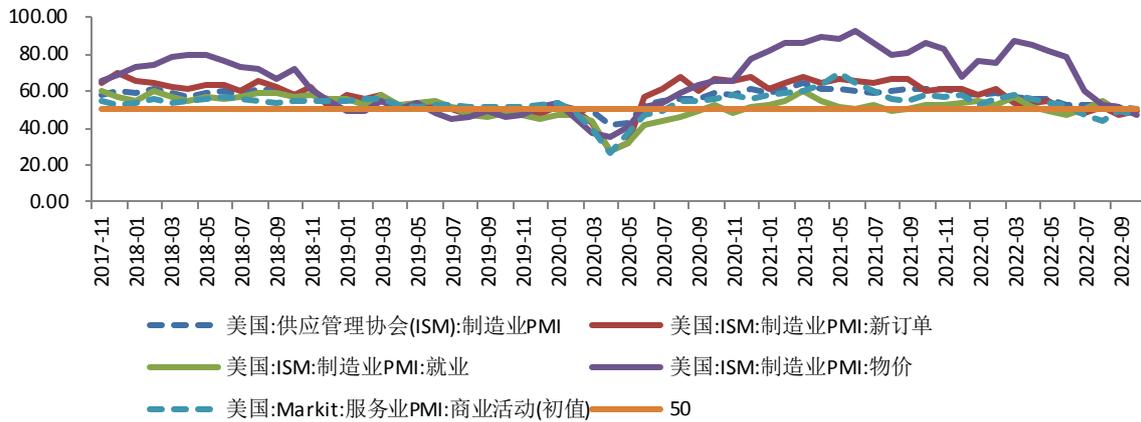
资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图4：欧洲服务业处于荣枯线以下



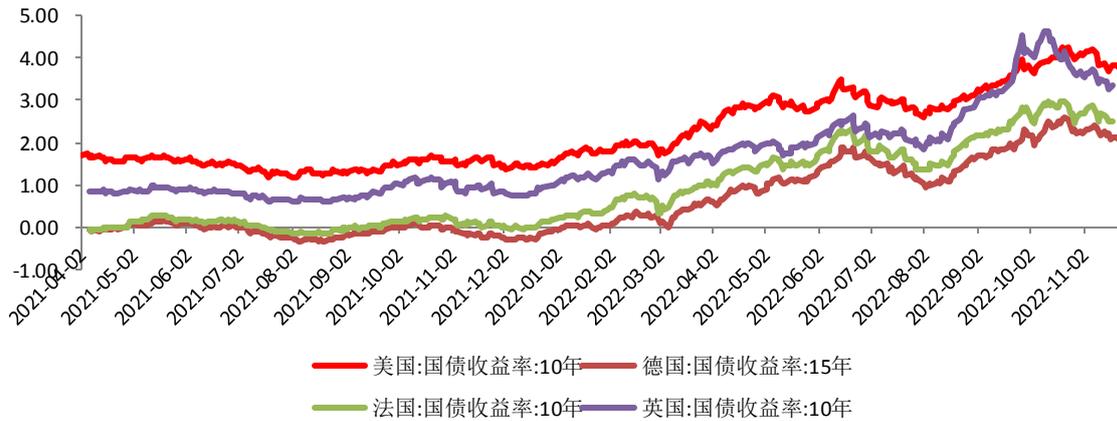
资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图5：美国 PMI 进入荣枯线以下



资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图6：发达国家国债利率回落



资料来源：iFinD, 东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
宏观普通报告	宏观普通报告：本周市场风险度下降，美联储官员密集发声	2022-11-21
宏观普通报告	宏观普通报告：美国通胀超预期回落，加息节奏缓和提振市场	2022-11-11
宏观普通报告	宏观普通报告：美国非农再超预期，年内经济平稳渡过	2022-11-07
宏观普通报告	宏观普通报告：美联储加息周期峰值预期再次提升	2022-11-03
宏观普通报告	宏观普通报告：美国三季度 GDP 略超预期，各国央行加息幅度或有转向	2022-10-28
宏观普通报告	宏观普通报告：美国通胀回落不及预期，冬季或有反复	2022-10-14
宏观普通报告	宏观普通报告：美国非农略超预期，11月加息 75bp 概率提升	2022-10-09
宏观普通报告	宏观普通报告：美联储 9 月加息 75bp，加息周期峰值预期再次提升	2022-09-23
宏观普通报告	宏观普通报告：美国通胀回落不及预期，美股债双跌	2022-09-15
宏观普通报告	宏观普通报告：美国非农仍旧强劲，9月加息 75bp 概率进一步提升	2022-09-04

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

康明怡

经济学博士。分别就读于武汉大学、清华大学和明尼苏达大学，博士期间曾在明尼苏达大学、美联储明尼阿波利斯分行从事多年教学和访问工作。2010 年开始执教于复旦大学经济学院 985 平台，上海浦江人才计划项目。2017 年加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：010-66554070
传真：010-66554008

电话：021-25102800
传真：021-25102881

电话：0755-83239601
传真：0755-23824526