

2023 年 11 月 02 日

## 降息时点或是未来最大的不确定性

宏观研究团队

——11 月 FOMC 会议点评

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

潘纬桢（联系人）

panweizhen@kysec.cn

证书编号：S0790122110044

事件：美联储于北京时间 11 月 2 日凌晨 3 点发布 11 月 FOMC 会议声明，宣布再次暂停加息。

### ● 声明及发布会要点

1. 美联储宣布继续暂停加息，缩表将继续按 2022 年 5 月计划有序进行。
2. 加息再次暂停，对美国经济看法更加积极。美联储的措辞同 9 月份相比基本相同，但在对美国经济、金融条件上的看法上略有不同。声明中认为美国 3 季度经济活动以强劲的步伐扩张，9 月份则认为是以稳健的步伐扩张。同时，还增加了家庭和企业的金融与信贷条件收紧，而 9 月份则仅强调了信贷条件收紧。
3. 发布会上，鲍威尔表态较为温和，谨慎是关键词。从发布会上鲍威尔的发言和表态来看，鲍威尔对后续加息持谨慎态度，鹰派程度相较于以往有较大幅度下降。其认为美联储已经在本轮加息中取得了重大进展，已经接近加息的终点，考虑到现在已经加息到了比较高的水平，以及面临的风险与不确定性，美联储正在谨慎行动。此外，鲍威尔在讲话中还强调了近期债券市场收益率上升的问题，使得金融条件显著收紧。美联储会密切跟踪，但对联储政策达到足够的限制性“并没有信心”，不能说加息周期已经结束。

### 相关研究报告

《对 10 月多一份宽容，对 11 月多一份积极——宏观经济点评》-2023.10.31

《积极财政发力，关注中央加杠杆——宏观周报》-2023.10.29

《“熨平”的库存周期或将转动：基建和城中村——9 月企业利润点评》-2023.10.27

### ● 加息或已至终点，不确定性在于降息时点

1. 就业与通胀趋势仍在向下，美债利率大幅上升驱使美联储暂停加息。当前的经济、金融数据呈现出非常高的复杂性，一方面是就业市场阶段性反弹，另一方面去通胀的“最后一英里”可能需要更多的耐心和时间，有较大的概率持续超出预期。但对当前的美联储而言，由于通胀尚在下行路径中，就业回暖的可持续性也尚待观察，叠加近期长端债券收益率的大幅上升，因此选择跳过加息，避免紧缩过度是一个较好的选择。
2. 加息或已至终点，不确定性在降息时点。我们认为，在美联储加息至 5.25%-5.5% 的水平上，是否再进行一次加息的影响或许并不是很大，关键的问题在于美联储何时进入降息时间节点。从会议内容来看，美联储内部或坚持认为经济处于趋势以下是控制住通胀的必备条件，而在 3 季度经济增长较为强劲的当下，这样的条件尚不具备。考虑到当前就业在韧性放缓，经济下行的斜率或也相对较慢，这意味着即使美联储结束加息，降息的时间节点还存在较大的不确定性，这或许是后续影响市场波动的关键。

### ● 市场对美联储表态反应积极

本次会议基本符合市场预期，发布会更是释放了较多的鸽派信号。美股方面，在发布会后，美股涨幅较大，最终道琼斯指数、纳斯达克指数分别收涨 0.67%、1.64%；美债方面，10 年期美债收益率下跌至 4.75% 附近；美元方面，亦呈现出相同的回落态势。CME 利率期货显示美联储 12 月份大概率不加息。

### ● 风险提示：国际局势紧张引发通胀超预期。

## 目 录

1、 声明及发布会要点 .....	3
1.1、 加息再次暂停，对美国经济看法更加积极 .....	3
1.2、 发布会上，鲍威尔表态较为温和，谨慎是关键词 .....	3
2、 加息或已至终点，不确定性或在于降息时点 .....	4
2.1、 就业与通胀趋势仍在向下，美债利率大幅上升驱使美联储暂停加息 .....	4
2.2、 加息或已至终点，不确定性或在降息时点 .....	5
3、 市场对美联储表态反应积极 .....	5
4、 风险提示 .....	6

## 图表目录

图 1： 9 月亚特兰大薪资增速继续走低 .....	4
图 2： CPI 中值与截尾 CPI 仍在继续下降 .....	4
图 3： 近期长端美债收益率上行较多 .....	5
图 4： 美股最终录得较大涨幅 .....	6
图 5： 10 年期美债收益率走低 .....	6
图 6： 美元指数走低 .....	6
图 7： 利率期货显示美联储 12 月大概率不加息 .....	6
表 1： 美联储 11 月决议内容相较于 9 月改变较少 .....	3

事件：美联储于北京时间 11 月 2 日凌晨 3 点发布 11 月 FOMC 会议声明，宣布再次暂停加息。

## 1、声明及发布会要点

### 1.1、加息再次暂停，对美国经济看法更加积极

美联储在此次会议上再次宣布暂停加息，为本轮加息周期以来连续两次暂停加息。缩表方面，将继续按照 2022 年 5 月份会议上发布的《缩减美联储资产负债表规模的计划》来有序缩减持有国债及 MBS。

在声明中，美联储的措辞同 9 月份相比基本相同，但在对美国经济、金融条件上的看法上略有不同。声明中认为美国 3 季度经济活动以强劲的步伐扩张，9 月份则认为是以稳健的步伐扩张。同时，还增加了家庭和企业的金融与信贷条件收紧，而 9 月份则仅强调了信贷条件收紧。

表1：美联储 11 月决议内容相较于 9 月改变较少

声明要点	9 月会议表述	11 月会议表述
美国经济	最近的指标显示经济活动继续以 <b>稳健的步伐</b> （solid pace）扩张。	最近的指标显示 3 季度经济活动继续以 <b>强劲的步伐</b> （strong pace）扩张。
就业与通胀	美国 <b>就业放缓但仍然强劲</b> ，失业率保持在低位，通货膨胀率仍然很高。	美国 <b>就业增长依旧强劲</b> ，失业率保持在低位，通货膨胀率仍然很高。
银行业风险	美国银行体系健全且富有弹性。家庭和企业的 <b>信贷条件</b> 收紧可能会对经济活动、招聘和通胀造成压力。这些影响的程度是不确定的。委员会仍然 <b>高度关注通胀风险</b> 。	美国银行体系健全且富有弹性。家庭和企业的 <b>金融与信贷</b> 条件收紧可能会对经济活动、招聘和通胀造成压力。这些影响的程度是不确定的。委员会仍然 <b>高度关注通胀风险</b> 。
货币政策行动	委员会决定将联邦基金利率的目标范围 <b>维持在</b> 5.25% 至 5.5%。将继续评估更多信息及其对货币政策的影响。在确定适当的额外政策紧缩程度时，将考虑货币政策的累积紧缩、货币政策影响经济活动和通胀的滞后性，以及经济和金融状况。此外，将按原计划继续减少其持有的国债、机构债务和机构抵押贷款支持证券。	委员会决定将联邦基金利率的目标范围 <b>维持在</b> 5.25% 至 5.5%。将继续评估更多信息及其对货币政策的影响。在确定适当的额外政策紧缩程度时，将考虑货币政策的累积紧缩、货币政策影响经济活动和通胀的滞后性，以及经济和金融状况。此外，将按原计划继续减少其持有的国债、机构债务和机构抵押贷款支持证券。
货币政策立场	将继续监测即将发布的信息对经济前景的影响，包括公共卫生、劳动力市场状况、通胀压力和通胀预期以及金融和国际形势等信息，同时如果出现可能阻碍相关货币政策目标实现，将会准备适当调整货币政策立场。	将继续监测即将发布的信息对经济前景的影响，包括公共卫生、劳动力市场状况、通胀压力和通胀预期以及金融和国际形势等信息，同时如果出现可能阻碍相关货币政策目标实现，将会准备适当调整货币政策立场。

资料来源：美联储、开源证券研究所

### 1.2、发布会上，鲍威尔表态较为温和，谨慎是关键词

从发布会上鲍威尔的发言和表态来看，**鲍威尔对后续加息持谨慎态度，鹰派程度相较于以往有较大幅度下降**。从发言稿以及问答来看，鲍威尔认为当前紧缩的货币政策已经对经济活动产生了向下的压力，但全面的效果还没有完全体现（yet to be felt）。美联储已经在本轮加息中取得了重大进展，已经接近加息的终点，考虑到现在已经加息到了比较高的水平，以及面临的风险与不确定性，**美联储正在谨慎行动**（the Committee is proceeding carefully），这显示出当前美联储整体的决策基调比较温和。美国经济方面，鲍威尔表示近期的经济表现非常强劲，且超过之前的预期，主要是因为消费强劲所推动，美联储工作人员没有将经济衰退纳入预测之中；劳动力市场方面，虽然依旧紧张，但是劳动参与率的提升，以及移民的恢复，有助于帮助劳动

力市场恢复到更加均衡的状态；通胀方面，依旧比较高，而且鲍威尔强调，近一段时间的通胀下行，仅仅只是有信心恢复通胀至美联储政策目标的开始（only the beginning of what it will take to build confidence that inflation is moving down sustainably toward our goal），体现出美联储对当前通胀水平仍然存在隐忧，或与经济的强劲增长有关系。

此外，鲍威尔在讲话中还强调了近期债券市场收益率上升的问题，其认为近期长期债券收益率的上升使得金融条件显著收紧（Financial conditions have tightened significantly），由于金融条件收紧对于未来的货币政策路径具有一些意义，因此美联储会密切跟踪，但这个不会对银行业产生太多影响。不过鲍威尔也强调，虽然长期利率提升，但对联储政策达到足够的限制性“并没有信心”，而且需要经济下行才能够使得通胀恢复至既定目标，因此不能说加息周期已经结束。对于相关的地缘政治问题，美联储也在保持密切关注，不过其影响尚未体现。

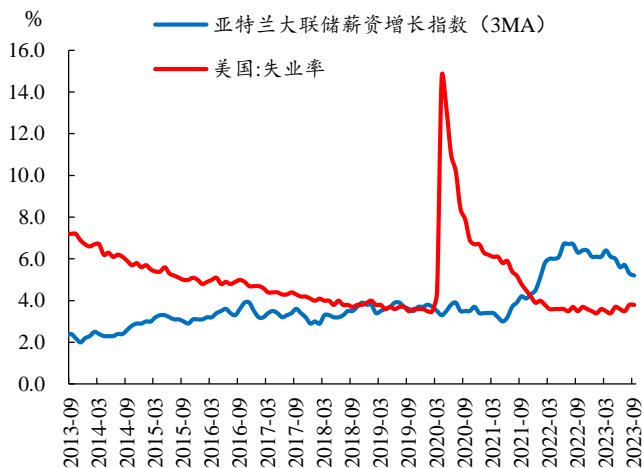
## 2、加息或已至终点，不确定性在于降息时点

### 2.1、就业与通胀趋势仍在向下，美债利率大幅上升驱使美联储暂停加息

从9月份的就业数据来看，就业回暖是否可持续尚需观察，一方面当前新增就业行业集中度较为明显，随着相关行业劳动力供需缺口逐渐缩小，可持续性或存在不足；另一方面，从劳动力供给的角度来看，9月劳动参与率并未下降，显示当前劳动力就业意愿仍强，或将驱使整体劳动力市场变的更加均衡。从亚特兰大联储公布的9月薪资增速来看，整体的薪资增速较8月份继续下降0.1个百分点至5.2%，显示当前劳动力市场或仍在降温通道中。（详见《美国就业市场回暖可持续性尚待观察——美国9月非农就业数据点评》）

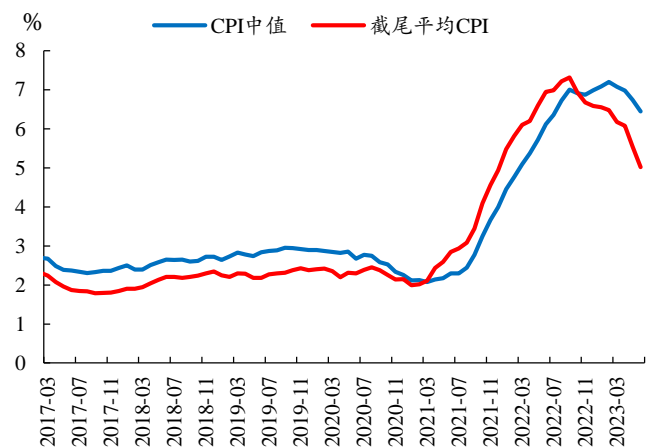
从9月份的通胀数据来看，美国通胀水平略超预期，核心通胀虽继续下行，但环比增速较为坚挺，下行速度进一步放缓，显示当前美国去通胀进程仍是荆棘丛生。但从更能代表通胀趋势的CPI中值以及截尾平均CPI这两个指标来看，截至9月份，两个指标分别录得5.5%、4.3%，均较8月份下降0.2个百分点，显示当下整体通胀趋势仍在下降，因此美联储再次加息的动力并不强。（详见《通胀回落还需要更多的耐心与时间——美国9月CPI点评》）

图1：9月亚特兰大薪资增速继续走低



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：CPI中值与截尾CPI仍在继续下降



数据来源：克利夫兰联储、开源证券研究所

此外,近期长端美债收益率上行较多,其中10年期美债收益率盘中一度突破5%,30年期美债收益率在10月31日仍在5%以上,其背后体现的是市场对于美国经济增长韧性的再定价,从而导致相关的期限溢价提升,最终驱动了美国长期国债的收益率提升,而这也导致了美国金融条件的收紧,对美联储的暂停加息起到了助推作用。

**图3: 近期长端美债收益率上行较多**



数据来源: Wind、开源证券研究所

总的来看,当前的经济、金融数据呈现出非常高的复杂性,去通胀的“最后一英里”可能需要更多的耐心和时间,有较大的概率持续超出预期。但对当前的美联储而言,由于通胀尚在下行路径中,就业回暖的可持续性也尚待观察,因此选择跳过加息,避免紧缩过度是一个较好的选择。

## 2.2、加息或已至终点,不确定性在降息时点

由上述分析可知,美联储在11月FOMC会议上的表态相对温和,虽然保留了再加息一次的权利,但是从鲍威尔的发布会内容来看,其对于9月经济预测中再加息一次的预测并没有进行强调,而只是说会在12月份提交新的预测,这显示当前加息的终点或已经看到。

但我们认为,在美联储加息至5.25%-5.5%的水平上,是否再进行一次加息的影响或许并不是很大,关键的问题在于美联储何时进入降息时间节点。从会议内容来看,美联储内部或坚持认为经济处于趋势以下是控制住通胀的必备条件,而在3季度经济增长较为强劲的当下,这样的条件尚不具备。考虑到当前就业在韧性放缓,经济下行的斜率或也相对较慢,这意味着即使美联储结束加息,降息的时间节点还存在较大的不确定性,这或许是后续影响市场波动的关键。

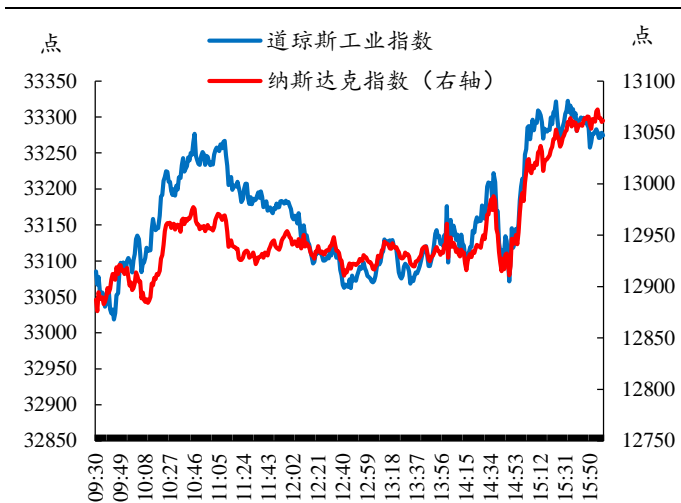
## 3、市场对美联储表态反应积极

本次会议基本符合市场预期,发布会更是释放了较多的鸽派信号。发布会后,风险资产录得较大涨幅。美股方面,在发布会后,美股涨幅较大,最终道琼斯指数、纳斯达克指数分别收涨0.67%、1.64%;美债方面,发布会后,10年期美债收益率下跌至4.75%附近;美元方面,亦呈现出相同的回落态势。利率期货显示美联储12月



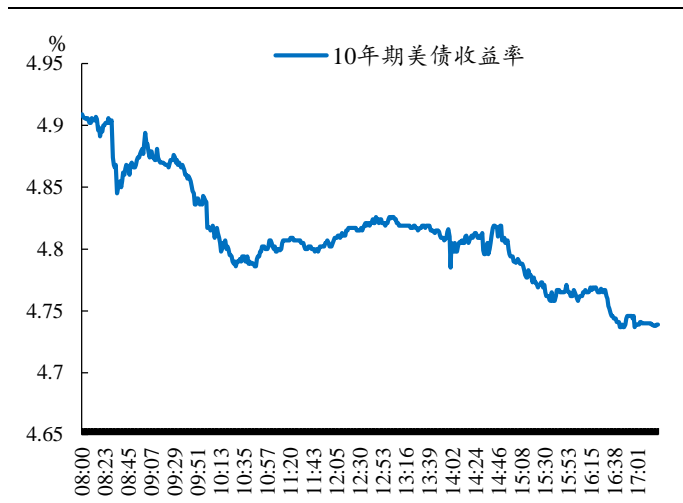
份大概率不加息。

图4：美股最终录得较大涨幅



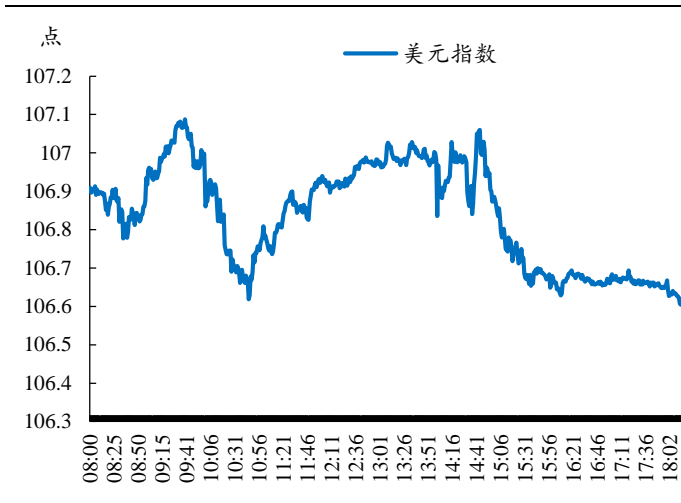
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：10年期美债收益率走低



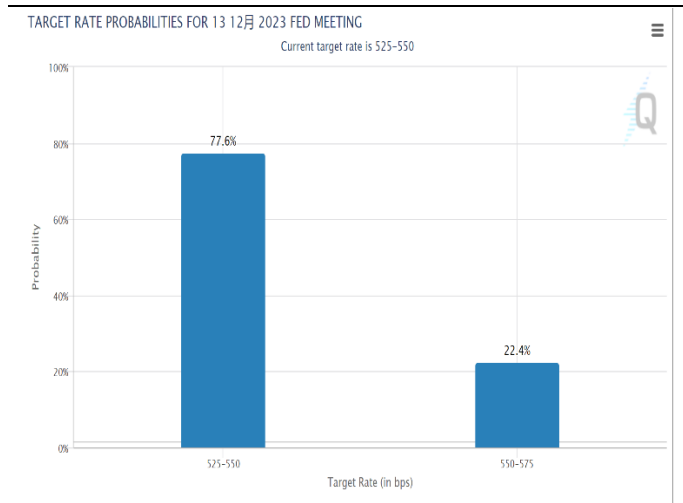
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：美元指数走低



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：利率期货显示美联储12月大概率不加息



资料来源：CME

## 4、风险提示

国际局势紧张引发通胀超预期。

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年9月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn