

联储鹰派暂停，美债高点浮现

——美联储11月FOMC会议

核心要点：

联储继续鹰派暂停，市场做出乐观的鸽派解读：11月1日，美联储FOMC会议决定再次暂停加息，联邦基金目标利率维持5.25%-5.50%不变。量化紧缩（QT）计划继续执行，QT上限950亿美元/月，10月缩减约770亿美元。FOMC声明和发布会内容显示美联储依然维持了“鹰派暂停”的姿态，不过从资产表现来看市场显然对美联储的行动做出了鸽派解读，美债收益率在财政部发行新债计划相对克制且加息暂停的背景下迅速回落，长端幅度更大，美元指数波动下行，美股上涨。总体上，本次FOMC美联储的鹰派暂停有较高概率在12月重现，经济数据韧性相对较强之下“紧缩周期拉长”是美联储短期致力于营造的预期。虽然如此，美国经济的裂痕、货币政策滞后效应的逐渐显现和财政中长期的融资需求等因素均暗示联邦基金利率2024年下行的幅度将超过9月经济数据预测（SEP）给出的50BP的引导。

本次会议的主要变化是什么？自9月的FOMC会议以来，发生了美债长端收益率迅速上行、多为美联储官员发声表示长端收益率上行与加息效果接近以及地缘政治风险加剧等重要事件。FOMC和发布会声明中的主要变化体现在新增了对长端收益率变化的关切、对经济短期强度的认可和委员会正式转为谨慎观察高利率和经济与金融情况变化的姿态。具体来看，在经济方面美联储将描述从9月的“稳健”（moderate）变更为“强劲”（strong）。美联储将家庭和企业面临的“更紧的信用条件”（tighter credit conditions）调整为“更紧的金融和信用条件”（tighter financial and credit conditions），并表示会密切关注其影响。最后，美联储9月的“将谨慎前行”（to proceed carefully）变成“正在谨慎前行”（is proceeding carefully），这暗示在美债收益率走高的条件下，美联储的基准路径转变为不再进一步加息。

鲍威尔对于长端美债收益率上行的态度和解读是什么？长端美债收益率的迅速上升已经被美联储纳入短期的货币政策反应公式，而鲍威尔认为较高的长端美债收益率抵消进一步加息需要满足两个条件：第一，这种金融条件的收紧需要是持续的、实际的，而向上波动形成的短期表现；第二，长端美债收益率的上行不能只是一种对美联储加息预期缓和所导致的反应，如果美联储不进一步加息，利率也不应该重新回落。当然，这不意味着10年期美债收益率低于5%就将导致美联储重新考虑加息，9月FOMC会议前后4.3%附近或者更高的水平可能都不会触发新的加息，但如果长债利率在年内进一步下降，那么加息的风险则重新浮现。

未来是否还会加息以及美联储的抉择框架是什么？关于是否会再加息的问题，美联储不出意料的表示保留进一步加息的可能，并列出了导致进一步加息的条件。（1）经济增长仍然需要低于潜在增速一段时间，否则可能加剧通胀压力并导致加息；（2）劳动市场的紧张程度需要通过供给增加和需求降低而缓和，如果紧张程度停止缓和那么也将考虑加息；（3）长端美债收益率需要在未来一段时间保持高位，如果快速大幅降低，则也需要重新加息。综合来看，美联储的加息实际上已经“停止”，但如果上述条件被破坏，进一步加息依旧是可能的。

鲍威尔对量化紧缩（QT）的态度如何？由于长端美债面临的压力，市场也关注美联储是否考虑调整量化紧缩（QT）缩表的节奏和力度。鲍威尔明确表示QT短期不会进行调整。在美联储资产负债表仍然持有大量国债和机构债、债券市场供给减弱而需求趋于平稳，银行整体准备金和逆回购（RRP）金额都相对充足的情况下，量化紧缩暂时

分析师

章俊

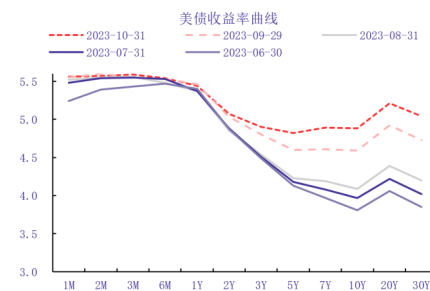
☎：010-8092 8096

✉：zhangjun_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070003

研究助理：于金潼

长端收益率曲线的抬升将告一段落（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

风险提示：

1. 美国经济韧性超预期的风险
2. 美国通胀反弹的风险
3. 美国出现突发流动性危机的风险

没有必要进行调整。我们此前在《加息周期临近尾声，美联储将转向数量调控》指出，在美联储暂停加息后，灵活的数量型工具将扮演更加重要的作用。估算显示缩表结束的范围大致在2024年末至2025年中。不过上一轮缩表的教训是QT需要根据流动性等因素的情况灵活调整，本轮也可成为调节市场通胀预期和利率的补充工具，其机动性比生硬的外推缩表结束的时间更重要。

财政部10月至2024年1月的发行计划和对美债收益率上行的解读是什么？ 尽管11月1日长端美债收益率大幅回落，这并不仅仅源于对美联储有较高概率停止加息的确认，更来自于财政部在季度融资计划（QRA）中公布的美债发行数额和结构上的变化。从具体发行的情况来看，10月31日财政部公布10月至2024年1月计划的总融资规模为7760亿美元，当时美债收益率反应并不大，但是11月1日在QRA中更大量发行短期债务而控制长端的表述显然给长端收益率提供了更强的下行动力。财政部委员会支持实际“偏离15-20%的国库券（占发行）份额”的历史建议（meaningful deviation from the historical recommendation for 15-20% T-Bill share），这表明需求明显更好的短期债务将是未来一个季度债务发行的主力。因此，财政的支出力度将边际弱化，且新发行以短端为主，这将削弱经济的韧性并支持长端美债收益率从高位边际回落。

11月1日，美联储FOMC会议决定再次暂停加息，联邦基金目标利率维持5.25%-5.50%不变。量化紧缩（QT）计划继续执行，QT上限950亿美元/月，10月缩减约770亿美元。FOMC声明和发布会内容显示美联储依然维持了“鹰派暂停”的姿态，不过从资产表现来看市场显然对美联储的行动做出了鸽派解读，美债收益率在财政部发行新债计划相对克制且加息暂停的背景下迅速回落，长端幅度更大，美元指数波动下行，美股上涨。除了对比本次FOMC声明的异同，我们将专注于以下几个问题：（1）鲍威尔对于长端美债收益率上行的态度和解读是什么？（2）未来是否还会加息以及美联储的抉择框架是什么？（3）鲍威尔对量化紧缩（QT）的态度如何？（4）财政部10月至2024年1月的发行计划和对美债收益率上行的解读是什么？

总体上，本次FOMC美联储的鹰派暂停有较高概率在12月重现，经济数据韧性相对较强之下“紧缩周期拉长”是美联储短期致力于营造的预期。虽然如此，美国经济的裂痕、货币政策滞后效应的逐渐显现和财政中长期的融资需求等因素均暗示联邦基金利率2024年下行的幅度将超过9月经济数据预测（SEP）给出的50BP的引导。

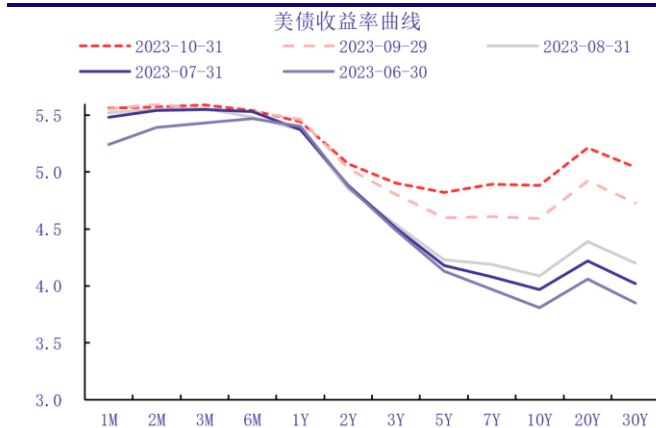
一、美联储转为“谨慎前行”，基准情况下利率高点显现

尽管9月的点阵图显示年内仍有一次加息，但自9月的FOMC会议以来，发生了美债长端收益率迅速上行、多为美联储官员发声表示长端收益率上行与加息效果接近以及地缘政治风险加剧等重要事件。虽然当前美国经济数据仍然强劲，劳动市场具有韧性而通胀下降偏慢，上述变化依然改变了美联储短期的货币政策反应公式，这意味着如果当前情况保持，美联储年内不会再次加息，联邦基金利率的高点出现。

FOMC和发布会声明中的主要变化体现在新增了对长端收益率变化的关切、对经济短期强度的认可和委员会正式转为谨慎观察高利率和经济与金融情况变化的姿态。

具体来看，在经济方面美联储将描述从9月的“稳健”（moderate）变更为“强劲”（strong），并强调了全面边际改善的消费所起到的作用；不过，高利率并非全无效果，房地产活动在夏季加速后边际缓和，投资也继续受到压制。劳动市场方面，美联储似乎不再仅执着于压制需求，而是更加强调了供给改善对劳动市场的缓和作用，其中劳动参与率上行和移民超过疫情前水平是主要动力，这也降低了劳动市场导致再度加息的可能。此外，美联储将家庭和企业面临的“更紧的信用条件”（tighter credit conditions）调整为“更紧的金融和信用条件”（tighter financial and credit conditions），并表示会密切关注其影响。这反映出美债长端收益率的上升改变了美联储短期的货币政策反应公式，而鲍威尔也对这一条件进行了更详细的描述，下文将进一步分析。最后，美联储9月的“将谨慎前行”（to proceed carefully）变成“正在谨慎前行”（is proceeding carefully），这暗示在美债收益率走高的条件下，美联储的基准路径转变为不再进一步加息，不过如果经济和金融条件变化，进一步加息的窗口仍是打开的。下文我们将回答与本次利率决议相关的四个关键问题。

图 1：长端美债收益率连续抬升的将告一段落（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 2：市场降低年内加息预期（%）

CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575
2023/12/13			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	85.2%	14.8%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	78.1%	20.6%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	14.8%	67.2%	16.9%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.9%	25.1%	57.4%	13.8%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.4%	21.3%	51.9%	21.3%	3.0%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	1.2%	11.8%	36.5%	36.7%	12.2%	1.6%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.9%	9.1%	30.3%	36.6%	18.3%	4.3%	0.4%
2024/11/7	0.0%	0.5%	5.3%	20.5%	33.7%	26.8%	10.7%	2.2%	0.2%
2024/12/18	0.3%	3.5%	14.8%	28.7%	29.4%	16.8%	5.4%	1.0%	0.1%

资料来源：CME，中国银河证券研究院整理

二、四个关键问题

(1) 鲍威尔对于长端美债收益率上行的态度和解读是什么？

长端美债收益率的迅速上升已经被美联储纳入短期的货币政策反应公式，而鲍威尔在发布会答记者问中对收益率上行的框架进行了清晰的描述。他认为较高的长端美债收益率抵消进一步加息需要满足两个条件：第一，这种金融条件的收紧需要是持续的、实际的，而向上波动形成的短期表现（tighter conditions would need to be persistent…… not back and forth but persistent changes that are material）。第二，长端美债收益率的上行不能只是一种对美联储加息预期缓和所导致的反应，如果美联储不进一步加息，利率也不应该重新回落（the rise in longer-dated treasuries can't simply be a reflection of expected policy move from the Fed…… rates should not come back down if Fed did not follow through）。

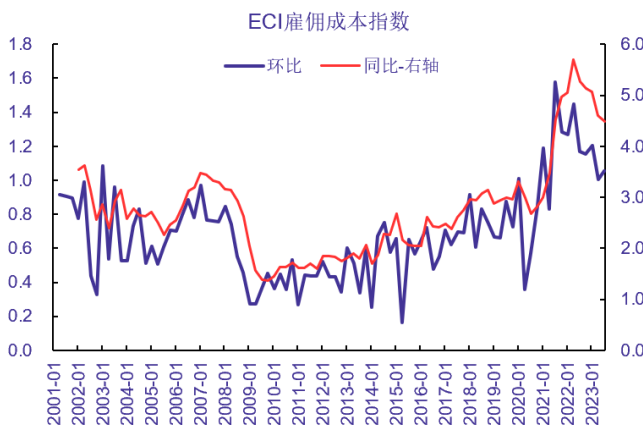
我们认为鲍威尔的描述表明虽然美债收益率 9 月后的上行抵消了进一步提升利率的必要，但这种抵消是有明确条件的，即长端收益率继续在高位保持，而非在美联储暂停加息观察的期间迅速下行。当然，这不意味着 10 年期美债收益率低于 5% 就将导致美联储重新考虑加息，9 月 FOMC 会议前后 4.3% 附近或者更高的水平可能都不会触发新的加息，但如果长债利率在年内进一步下降，那么加息的风险则重新浮现。从目前美国经济韧性、通胀粘性和美债需求格局仍然偏弱的状态考虑，美债收益率 2023 年内较难快速大幅降低，因此本轮加息周期在没有意外的情况下已经“结束”。

(2) 未来是否还会加息以及美联储的抉择框架是什么？

关于是否会再加息的问题，美联储不出意外的表示保留进一步加息的可能，并列出了导致进一步加息的条件。

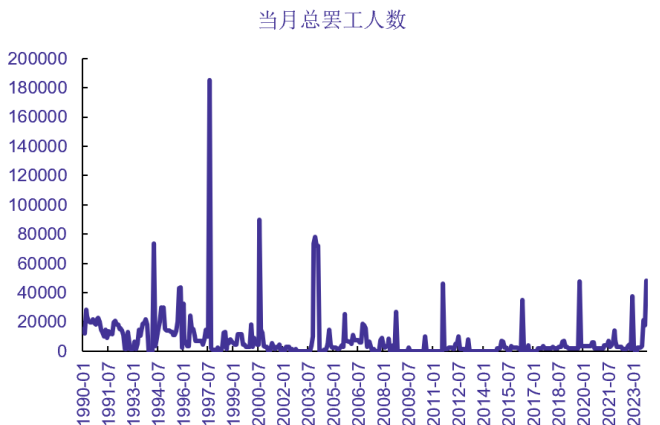
(1) 经济增长仍然需要低于潜在增速一段时间，否则可能加剧通胀压力并导致加息；(2) 劳动市场的紧张程度需要继续通过供给增加和需求降低而缓和，如果紧张程度停止缓和那么也将考虑加息；(3) 长端美债收益率需要在未来一段时间保持高位，如果快速大幅降低，则也需要重新加息。

图 3: 劳动市场缓慢的弱化仍在继续 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 4: 罢工人数增加将降低美国 10 月经济活力 (人)



资料来源: BLS, 中国银河证券研究院整理

目前来看，经济方面美国 10 月份 ISM 的制造业 PMI 由于汽车工人罢工等短期因素影响从 49.0 回落至 46.7，而三季度 GDP 中的投资仍受到高利率压制，在居民超额储蓄消耗、各类信贷收紧的情况下，美国经济的缓慢下行将会在四季度体现。劳动市场方面，9 月新增非农就业的意外增加没有改变劳动市场缓慢下行的趋势，10 月份由于罢工等因素新增就业可能进一步减少，而供给的持续恢复也将弱化薪资涨幅，总体上其进一步温和下行的难度不大。最后，长端美债收益率降低的幅度可能较为有限，虽然财政部新发长债预计较为温和，但美债的需求在经济数据进一步显著弱化前不易明显改善，对利率和通胀中枢的讨论和其他因素导致期限溢价的持续上行也对其有一定支撑。因

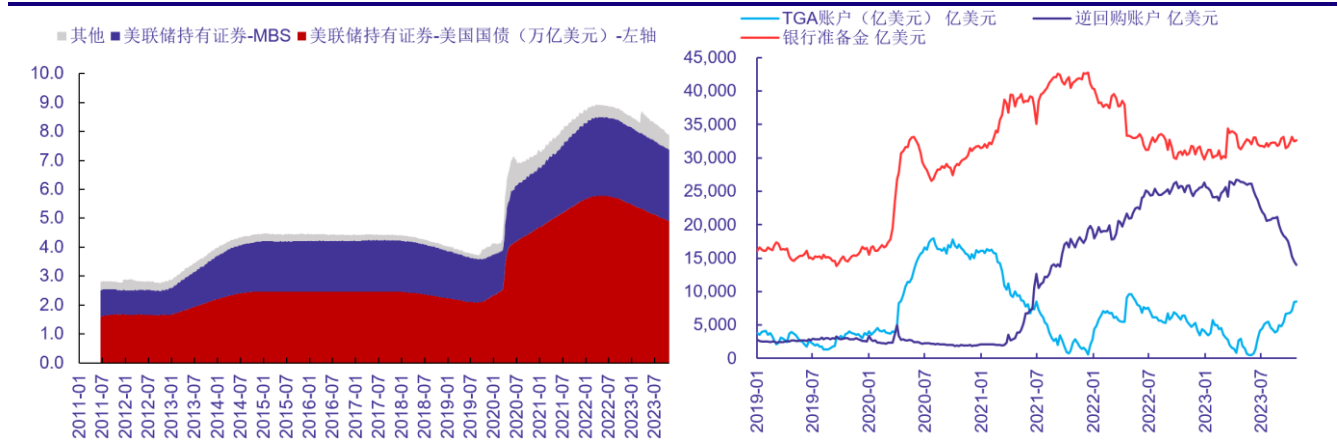
此综合来看，美联储的加息实际上已经“停止”，但如果上述条件被破坏，进一步加息依旧是可能的。

（3）鲍威尔对量化紧缩（QT）的态度如何？

由于长端美债面临的压力，市场也关注美联储是否考虑调整量化紧缩（QT）缩表的节奏和力度。鲍威尔明确表示 QT 短期不会进行调整。在美联储资产负债表仍然持有大量国债和机构债、债券市场供给减弱而需求趋于平稳，银行整体准备金和逆回购（RRP）金额都相对充足的情况下，量化紧缩暂时没有必要进行调整。我们此前在《加息周期接近尾声，美联储将转向数量调控》指出，在美联储暂停加息后，灵活的数量型工具将扮演更加重要的作用。估算显示缩表结束的范围大致在 2024 年末至 2025 年中。不过上一轮缩表的教训是 QT 需要根据流动性等因素的情况灵活调整，本轮也可成为调节市场通胀预期和利率的补充工具，其机动性比生硬的外推缩表结束的时间更重要。

图 5：美联储继续缩减资产负债表规模

图 6：银行准备金和逆回购账户金额仍然相对充足



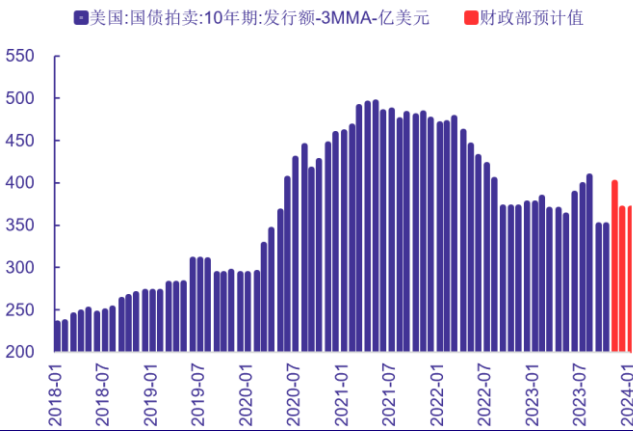
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：Fred，中国银河证券研究院整理

（4）财政部 10 月至 2024 年 1 月的发行计划和对美债收益率上行的解读是什么？

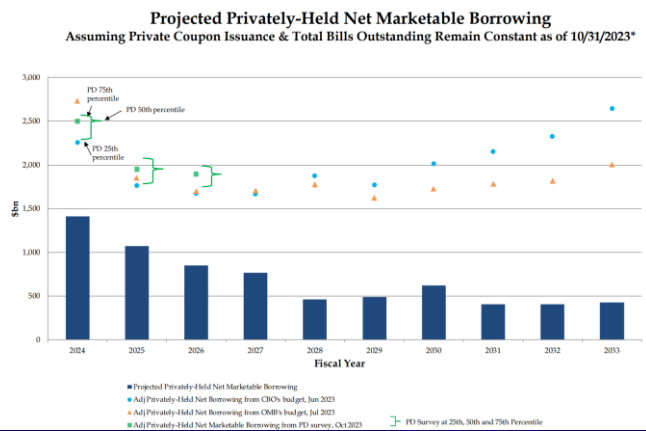
尽管 11 月 1 日长端美债收益率大幅回落，这并不仅仅源于对美联储有较高概率停止加息的确认，更来自于财政部在季度融资计划（QRA）中公布的美债发行数额和结构上的变化。同时，财政部也对前期美债收益率上行做出了分析，值得一看。首先，财政部认为收益率上行的主因是经济增长和劳动市场表现远超市场预期，其他可能的因素包括美债实际利率和期限溢价的上升，以及中性利率的预期抬升；财政部判断对美联储紧缩预期的提升不是长端美债收益率上行的主因，这是由于短端美债利率上行幅度远不及长端美债。财政部也强调了供需因素的关键作用，并在展望中表示尽管需求有弱化迹象，美债拍卖数据显示需求尚可，但对久期风险的结构性需求有所下降，这会导致财政部的发行向短债倾斜。从具体发行的情况来看，10 月 31 日财政部公布 10 月至 2024 年 1 月计划的总融资规模为 7760 亿美元，当时美债收益率反应并不大，但是 11 月 1 日在 QRA 中更大量发行短期债务而控制长端的表述显然给长端收益率提供了更强的下行动力。财政部委员会支持实际“偏离 15-20% 的国库券（占发行）份额”的历史建议（meaningful deviation from the historical recommendation for 15-20% T-Bill share），这表明需求明显更好的短期债务将是未来一个季度债务发行的主力。因此，财政的支出力度将边际弱化，且新发行以短端为主，这将弱化经济的韧性并支持长端美债收益率从高位边际回落。

图 7: 新发长债没有明显增多, 短债占比将更大



资料来源: Wind, US Treasury, 中国银河证券研究院整理

图 8: 预期私人部门持有适销国债 2024 年略上升, 2025 年下行



资料来源: US Treasury, 中国银河证券研究院整理

图 9: 8-10 月美债实际拍卖状况和 11 月至 2024 年 1 月的预期拍卖状况 (十亿美元)

	<u>2-Year</u>	<u>3-Year</u>	<u>5-Year</u>	<u>7-Year</u>	<u>10-Year</u>	<u>20-Year</u>	<u>30-Year</u>	<u>FRN</u>
Aug-23	45	42	46	36	38	16	23	24
Sep-23	48	44	49	37	35	13	20	24
Oct-23	51	46	52	38	35	13	20	26
Nov-23	54	48	55	39	40	16	24	26
Dec-23	57	50	58	40	37	13	21	26
Jan-24	60	52	61	41	37	13	21	28

资料来源: US Treasury, 中国银河证券研究院整理

三、美债收益率的高点浮现, 2024 年有更大下行空间

对于美债长端收益率的上行, 可以重点关注几个定价因子: (1) 美债供需情况的变化、(2) 长期通胀预期、(3) 实际利率、(4) 期限溢价。我们将从以下角度分析美债未来的方向, 具体内容详见报告《美债利率攀升后 - “多马稳定条件”下财政的远虑和近忧》

首先, 供需方面, 可以将美债购买者简单区分为 (1) 美联储、(2) 海外购买者、(3) 银行、(4) 其他机构和信托、(5) 其他私人部门。当前, 私人部门、货币基金 (和对冲基金) 以及养老基金是当前最重要的国债购买者。虽然在二季度衰退预期的影响下各部门对国债购买有所恢复, 但三、四季度预计将以家庭与非盈利机构和养老基金为主要购买者, 这意味着供给偏高下需求依然处于较弱的状态。不过从长期考虑, 美国经济在 2024 年下行的迹象可能愈发明显, 届时对冲基金、银行和海外购买者可能加强需求, 因此长端美债收益率在 2024 年经济数据开始弱化后仍存在显著下行的机会。

其次, 长端美债收益率的上行也受到对长期通胀中枢抬升和实际利率走高等预期的变化。从数据考虑, 通胀和实际利率预期在短期仍对美债收益率形成支撑, 但是在 2024 年这些支撑因素很可能弱化或被证伪, 这也将带来美债收益率下行的空间, 和供需角度分析的趋势较为一致。

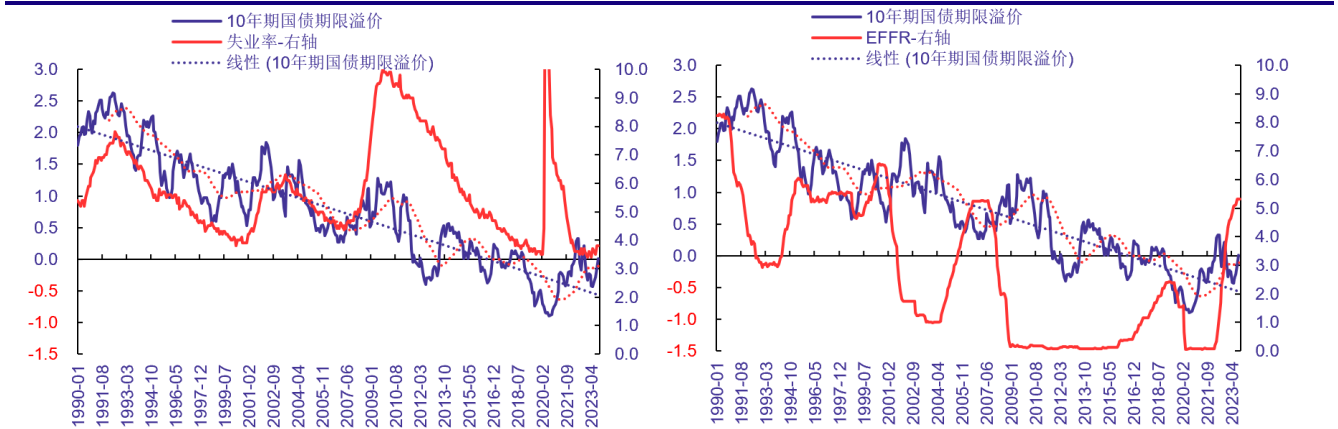
最后, 期限溢价的构成则是更加复杂的问题, 其受到供需、经济增长和通胀预期、财政纪律和风险等诸多因素的影响。目前支持期限溢价的因素包括供需格局、美国财政纪律弱化和国债价格下行以及预期不稳定带来的市场风险; 随着 2024 年经济弱化, 期限溢价可能继续上升, 但其上行可能被利率的下行压制。

综合以上分析, 长端美债收益率在四季度经济增长具有惯性、通胀有边际回升风险、供需格局依然偏弱、期限

溢价可能继续上行等因素的支持下仍易在高位保持；不过在强劲的三季度 GDP 公布和发行量预计缓和的情况下，美债 2023 年的高点可能已经浮现，尽管其下降幅度也比较有限。虽然如此，美国经济和就业市场在 2024 年仍面临继续下行的压力，届时降息的幅度也可能强于美联储目前 50BP 的指引，短端利率降调向长端的传导叠加衰退预期的回升仍给美债收益率留出显著下行的空间。虽然如此，美债在四季度不确定性较强的情况下依然适合经济数据进一步弱化后的右侧配置，而非左侧提前入场。

图 10: 期限溢价一般与失业率存在反向关系 (%)

图 11: 降息时利率下行幅度通常压过期限溢价的上行 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

五、美联储观点对比:

	2023-11 FOMC会议重点	2023-09 FOMC会议重点	2023-08 Jackson Hole会议重点
经济和就业状况	<ol style="list-style-type: none"> 1. 美国经济增长强劲(从solid上升为strong)，实际GDP增长远高于预期，受到消费支出激增(a surge)的提振；尽管在夏季加速，房地产部门活动逐渐平缓，但继续低于去年同期水平，由于更高的房贷利率而保持弱势；高利率和低产出在降低商业固定资产投资。 2. 劳动力市场保持紧张，但供需情况在更好的平衡。强劲的就业创造伴随着劳工供给的增加。失业率保持在3.8%的低位，劳动年龄人口参与率回升(特别是25-52岁人群)。移民已经反弹到疫情前水平。名义工资出现缓和迹象，职位空缺率降低，工作岗位与劳动力的缺口有所缩小，劳动需求依然大幅高于供给。 3. 银行业问题：银行系统健康有韧性、资本和流动性充足。更紧的金融和信用条件将拖累经济活动、雇佣和通胀。这些效果的影响程度仍是不确定的。 	<ol style="list-style-type: none"> 1. 美国经济增长稳健(从moderate上升为solid)，实际GDP增长高于预期。近期消费支出读数特别有活力(particularly robust)；房地产部门活动有所回升，但仍明显弱于去年同期水平，由于更高的房贷利率而保持弱势；高利率和低产出在降低商业固定资产投资。SEP上调了2023和2024年的GDP增速预期。 2. 劳动力市场保持紧张(修改了“十分/very紧张”的表述)，但供需情况在更好的平衡。新增就业在近期放缓但仍然较强。失业率上行至3.8但仍较低，劳动年龄人口参与率回升。名义工资出现缓和迹象，职位空缺率降低。工作岗位与劳动力的缺口有所缩小，劳动需求依然大幅高于供给。SEP下调了2023-2025的失业率预期。 3. 银行业问题：银行系统健康有韧性、资本和流动性充足。紧信用条件将拖累经济活动、雇佣和通胀。这些效果的影响程度仍是不确定的。 	<ol style="list-style-type: none"> 1. 限制性的货币政策收紧了金融状况，以支持对低于趋势增长的预期；过去的五个季度中，工业产出的增长已然放缓，住宅投资支出也在下降。 2. GDP增长超出预期并高于其长期趋势，最近的消费支出数据尤为强劲。此外，地产行业在过去18个月里急遽放缓之后正显示出复苏的迹象。持续高于趋势增长的进一步证据可能会使通胀前景面临风险，可能需要进一步收紧货币政策。 3. 劳动力市场的再平衡在过去一年中持续进行，但尚未完成；数据显示劳动力市场逐渐正常化。名义工资放缓，但通胀下行使更重要的实际工资增速上升。如果证据表明劳动力市场的紧张状况不再持续缓解，货币政策可能要继续作出反应。
通胀	<ol style="list-style-type: none"> 1. 通胀远高于2%，从去年中起有所缓和，但回到2%的目标还有很长的路，几个月的好数据只是建立通胀将可持续的向目标降低的信心开始。 2. 长期通胀预期控制较好 3. 使通胀向2%靠拢需要一段时间低于趋势的经济增长和劳动力市场情况的软化。 	<ol style="list-style-type: none"> 1. 通胀远高于2%，从去年中起有所缓和，但回到2%的目标还有很长的路 2. 长期通胀预期控制较好 3. 使通胀向2%靠拢需要一段时间低于趋势的经济增长和劳动力市场情况的软化。 	<ol style="list-style-type: none"> 1. 重点关注核心PCE通胀：目前还不知道6、7月降低的核心通胀数据会持续到什么程度，也不知道未来几个季度潜在的通胀会在哪里稳定下来。 2. 核心商品：核心商品，特别是耐用品通胀已大幅下降，这是由于供需错配的缓解。 3. 居住成本：货币紧缩效果在利率高度敏感的房地产行业很快显现出来，PCE指数所衡量的住房服务通胀滞后于这些市场变化，但最近也开始下降。 4. 核心服务：仅温和下降的部分原因是其中许多服务业受全球供应链瓶颈的影响较小，对利率敏感度相对居住成本和商品更低。服务的生产也是相对劳动密集型的，而劳动力市场目前仍然紧张
货币政策	<ol style="list-style-type: none"> 1. 联邦基金利率维持5.25%-5.50%不变(全体票委同意)。我们已经加息5.25%并减持超1万亿美元证券资产，我们限制性的政策正对经济活动和通胀施加下行压力。 2. 美联储正谨慎前行(从to proceed carefully变为is proceeding carefully)。委员会高度关注近期显示经济和劳动力需求韧性的数据。关于增长持续超预期潜在水平或者劳动力市场紧张程度不再缓和的证据将增大通胀风险并导致进一步的货币政策紧缩。 3. 金融条件近几个月显著收紧，长端债券收益率上行是主因，我们将密切关注金融条件的变化。 4. 量化紧缩按照之前公布的计划进行。 5. 美联储的双重目标仍是物价稳定和就业最大化(2%通胀目标不变)。 	<ol style="list-style-type: none"> 1. 联邦基金利率维持5.25%-5.50%不变(全体票委同意，新增governor Adriana Kugler)。 2. 美联储未来加息将谨慎进行(proceed carefully)，但合适情况下仍准备好继续加息。目前利率高于主流对中性利率的估计，但美联储也注意到准确测量政策立场面临的不确定性。 3. SEP上调2023和2024年利率预期至5.1%和3.9%(前值4.6%和3.4%)。 4. 量化紧缩按照之前公布的计划进行。 5. 美联储的双重目标仍是物价稳定和就业最大化(2%通胀目标不变)。 	<ol style="list-style-type: none"> 1. 2%仍是中长期通胀目标，没有能力明确指出中性利率的水平。 2. 决定是进一步紧缩还是维持政策利率不变等待更多数据出炉上谨慎行事。准备好在适当的情况下进一步提高利率，并打算将政策利率维持在一个限制性水平，直到确信通胀正在朝着2%目标持续下降。 3. 风险：(1)中性利率的不确定性；(2)缩表时滞效应的估算宽广，进一步拖累可能仍在传导当中；(3)职位空缺下滑，失业却未明显增加，这在历史上却是不寻常的，反映了对劳动力的严重过剩需求。如果菲利普斯曲线呈现钝化，劳动力市场紧张程度的一点细微变化，就可能引致通货膨胀更为显著的变动。

资料来源: FRB, 中国银河证券研究院整理

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

章俊：中国银河证券首席经济学家。

评级标准

未来 6-12 个月，行业指数相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来 6-12 个月，公司股价相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐曼羚 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn