

美联储 11 月再次暂停加息，加息结束了吗？

金晓雯, PhD, CFA

宏观分析师

xiaowen_jin@spdbi.com

(852) 2808 6437

2023 年 11 月 2 日

11 月美联储会议决定再次暂停加息，且整体论调偏鸽派。本次会议声明相比 9 月会议整体变化不大。结合美联储主席鲍威尔的发布会发言，我们认为整体论调偏鸽派。具体地说：

1. 在经济评估上，声明论调继续上调——形容经济此前以强劲的步伐在扩张 (expanded at a strong pace)，而 9 月会议表述为一直以坚实的步伐扩张 (has been expanding at a solid pace)。鲍威尔透露美联储官员在此次会议中并未将经济衰退重新纳入经济预测。
2. 对劳动力市场的论述较为鸽派——虽然会议纪要对劳动力市场的论调有轻微上调 (11 月：自今年早些时候以来，就业有所放缓但仍强劲，9 月：近几个月就业已放缓，但仍强劲)，但鲍威尔提到近期强劲的就业增速可能是因为劳动力供给的增加——劳动参与率有所提高，移民反弹到疫情前水平。如果他的判断是正确的，那么强劲的就业和经济增速就有可能和低通胀共存。
3. 在通胀问题上，美联储仍持较为谨慎态度——尽管鲍威尔表示通胀率从去年年中已经开始下行，暑假期间的通胀数据令人振奋，但是他同时表示几个月较好的读数仅是通胀下行的开端，抗击高通胀率还有很长的道路要走。我们亦认为接下来核心通胀的下行道路将是曲折且缓慢的。
4. 在利率问题上，美联储对是否加息态度较为模棱两可，尚未考虑降息——本次会议体现了对加息问题相对鸽派的态度。会议体现了美联储对最近美国国债收益率上升的担忧：在对银行系统的评论上，会议纪要称“对家庭和企业更为收紧的金融和信用环境可能对经济活动、就业和通胀造成压力”，相较 9 月的声明新加了“金融”一词。此外，鲍威尔亦表示“美联储有留意长债收益率上升，美国国债收益率的上升正体现在家庭和企业的借贷成本上”。其次，鲍威尔声称“美联储官员认为他们已接近结束本轮加息周期，目前需谨慎行动”。“谨慎 (Careful)”一词在此次会议中多次被提及。然而与此同时，鲍威尔也表示“货币政策有限制性，但不确信限制已足够；即使 12 月不加息也不一定代表加息周期结束”。明确的是，降息尚未在美联储的考虑范围之内。我们仍然相信降息或至少要等到明年下半年。

我们维持一贯的还有一次加息的基本判断，但或有 30% 概率加息已结束。9 月份一系列数据的发布显示劳动力市场仍偏紧，核心通胀的下行道路或较为波折，经济韧性仍非常强劲。在这样的经济背景下，我们维持距离本轮加息周期结束还有一次加息的基本判断。然而此次会议亦体现了美联储对高企的国债收益率的担忧。我们认为加息的时间点或被挪后至明年 1 月（此前为 12 月），并且有 30% 的概率加息或已结束。即便实际操作上美联储不会再加息，考虑到其对降通胀问题的谨慎态度，美联储在未来的 2-3 个月内或不会松口承认加息结束。再加上美国财政部公布的四季度和明年一季度发债量依然较高，我们认为 10 年期国债收益率或尚未进入明确下行通道，短期内或仍处波动中。



扫码关注浦银国际研究

降息或需等到明年下半年。尽管衰退仍不在美联储的预测范围之内，强劲的就业数据如得益于供给增加或与低通胀共存，我们认为不应该低估加息周期对经济活动的滞后影响，适当的衰退或是将通胀水平拉回 2% 目标水平的必要条件。我们估计美国经济将于明年二季度陷入温和衰退（30% 的概率衰退会再被推迟或避免）。鉴于货币政策操作一般会滞后于经济数据表现，以及美联储在 9 月经济预测中暗示明年的降息幅度从 100 个基点减少到 50 个基点，我们认为降息或许至少要等到明年三季度。

风险提示：美联储紧缩周期引发金融危机、美国核心通胀数据接下来迅速下行、美国经济迅速降温。

图表 1：近期相关报告列表

日期	报告标题和链接
2023 年 10 月 13 日	美国 9 月核心通胀环比微升，判断“加息周期已经结束”或为时过早
2023 年 9 月 26 日	月度宏观洞察：中国政策成效初显，美国降息预期大减
2023 年 9 月 21 日	美联储暗示今年还有一次加息，高利率可能会持续更久
2023 年 9 月 14 日	美国 8 月核心通胀环比反弹，四季度或还有一次加息
2023 年 9 月 1 日	月度宏观洞察：中国期待政策继续发力，美国加息周期未完待续
2023 年 8 月 11 日	美国 7 月通胀数据或支持跳过 9 月加息，但并不意味着结束加息
2023 年 7 月 31 日	月度宏观洞察：政治局会议后看下半年经济形势，美国向软着陆继续迈进
2023 年 7 月 27 日	美联储 7 月如期加息，加息周期未必已结束
2023 年 7 月 13 日	美国核心通胀下跌或不会动摇 7 月加息决议
2023 年 7 月 6 日	美联储 6 月会议纪要点评——至少还有两次加息
2023 年 6 月 28 日	月度宏观洞察：中国静待政策支持，美国警惕信贷紧缩
2023 年 6 月 5 日	2023 年中期宏观经济展望：美国渐入衰退，中国复苏再起

资料来源：浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

周文硕

tallan_zhou@spdbi.com

852-2808 6476

浦银国际证券财富管理团队

陈岑

angel_chen@spdbi.com

852-2808 6475

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

