

美联储按兵不动，降息交易尚待时日： 11月FOMC议息会议点评

事件：

11月2日，美联储公布11月议息会议结果，维持联邦基金利率5.25%-5.5%不变，符合市场预期。

投资要点：

利率决议维持利率按兵不动、符合市场预期，新增信息有限，但对经济表态更积极，且新增对金融环境的关注：对利率、缩表和通胀表述均与9月会议相同，但对经济的评价更高，主要体现为三季度经济表现强劲、韧性较强，同时10月以来10年期美债利率提升明显，美联储开始关注金融条件收紧对经济活动的压力。

鲍威尔讲话继续强调调控通胀，打消市场降息预期，总体表态偏谨慎：继续强调抗通胀决心，三个月的好数据只是让通胀能持续下行的开始；美国的经济和劳动力市场强劲，可能还需要让经济进一步放缓；美联储关注到长端美债利率提升，但再次加息的可能性仍在考虑之中。

北京时间11月1号晚间，10年期美债利率大幅回落，但更多取决于其他因素：议息会议结果公布前，10月“小非农”、制造业PMI、四季度美债发行计划三项数据均低于预期，10年期美债大幅回落。而市场对美联储降息节奏维持不变，最早或2024年6月开启降息，全年或有3次共计75BP幅度降息。

往后看，美联储关注焦点仍在美国经济走势，Q4美国经济大概率放缓但不至于失速，对应美联储大概率维持高利率环境，从此前的“higher for longer”转向“high for longer”。降息交易时点未到，需等待更明确的经济下行信号。多重因素叠加下，美债利率跌破4.8%底部位置，对全球风险资产有一定提振，但趋势性下行同样仍需等待，尚难言流动性拐点。

风险提示：一是美国经济下行超预期；二是美联储表态超预期；三是海外市场大幅波动等。

团队成员

分析师 燕翔
执业证书编号：S0210523050003
邮箱：yx30128@hfzq.com.cn

分析师 许茹纯
执业证书编号：S0210523060005
邮箱：xrc30167@hfzq.com.cn

分析师 朱成成
执业证书编号：S0210523060003
邮箱：zcc30168@hfzq.com.cn

分析师 金晗
执业证书编号：S0210523060002
邮箱：jh30159@hfzq.com.cn

分析师 沈重衡
执业证书编号：S0210523060006
邮箱：szh30173@hfzq.com.cn

相关报告

- 1、《经济韧性好于预期：美国三季度GDP数据点评》—2023.10.27
- 2、《从历史视域看当下美国高利率》—2023.10.24
- 3、《通胀不及预期，但加息只是暂停：美国5月通胀及6月议息会议点评》—2023.6.15

正文目录

1	利率决议维持不变，对经济表态更加积极	3
2	10 年期美债利率大幅回落，但更多取决于其他因素.....	4
3	总结与展望	5
4	风险提示	5

图表目录

图表 1: 2019 年以来实际 GDP 同比增速走势	3
图表 2: 10 月美国制造业 PMI 超预期下滑.....	4
图表 3: CME 利率期货显示市场预期美联储最早或 2024 年 6 月降息	5

1 利率决议维持不变，对经济表态更加积极

利率决议维持利率按兵不动、符合市场预期，新增信息有限，但对经济表态更积极，且新增对金融环境的关注：（1）**利率**：指引不变，维持联邦基金利率 5.25%-5.5% 不变，是本轮紧缩周期中首度连续两次会议不加息，并重申“继续评估新的信息及其对货币政策的影响”；（2）**购债**：继续重申缩表按计划进行；（3）**经济**：对经济的评价更高，新增对金融环境的关注。经济表述上，通稿中由 9 月的“最近的指标显示，经济活动一直以稳健的步伐扩张”改为“最近的指标显示，三季度经济活动以强劲的步伐扩张”。同时，通稿将 9 月“家庭和企业的信贷条件收紧可能会对经济活动、招聘和通胀造成压力。这些影响的程度仍不确定”中的“信贷条件收紧”改为“金融和信贷条件收紧”，表明近期美债利率的大幅调整已经引起美联储关注；（4）**通胀**：继续强调“通胀依然高企”，重申“委员会高度关注通胀风险，坚定致力于让通胀回到 2% 的目标”。

图表 1：11 月和 9 月议息会议利率决议文本对比

	11 月 FOMC 声明	9 月 FOMC 声明
利率	维持利率 5.25%-5.5% 不变。持续评估即将到来的消息及其对货币政策的影响。在确定可能适合将通胀率恢复到 2% 的额外政策收紧程度时，委员会将考虑货币政策的累积收紧、货币政策影响经济活动和通货膨胀的滞后性以及经济和金融发展	维持利率 5.25%-5.5% 不变。持续评估即将到来的消息及其对货币政策的影响。在确定可能适合将通胀率恢复到 2% 的额外政策收紧程度时，委员会将考虑货币政策的累积收紧、货币政策影响经济活动和通货膨胀的滞后性以及经济和金融发展
购债	根据此前的缩表计划，继续减少国债、机构债和机构 MBS 持有量	根据此前的缩表计划，继续减少国债、机构债和 MBS 持有量
经济	最近的指标显示， 三季度经济活动以强劲的步伐扩张 。自今年早些时候以来，就业增长有所放缓，但仍强劲，失业率维持低位。美国银行体系稳健且有韧性。家庭和企业的 金融 和信贷条件收紧可能会对经济活动、招聘和通胀造成压力。这些影响的程度仍不确定。	最近的指标显示，经济活动一直以稳健的步伐扩张。近几个月就业增长已放缓，但仍强劲，失业率维持低位。美国银行体系稳健且有韧性。家庭和企业的信贷条件收紧可能会对经济活动、招聘和通胀造成压力。这些影响的程度仍不确定。
通胀	通胀依然高企。委员会高度关注通胀风险，坚定致力于让通胀回到 2% 的目标	通胀依然高企。委员会高度关注通胀风险，坚定致力于让通胀回到 2% 的目标

来源：美联储、华福证券研究所

鲍威尔讲话继续强调控通胀，打消市场降息预期，总体表态偏谨慎：（1）**利率决策**：美联储的政策立场具有限制性，这正对美国经济构成下行压力，本轮紧缩的效果尚未完全显现；（2）**缩表**：FOMC 并未考虑调整缩表速度；（3）**通胀**：三个月的好数据只是让通胀能持续下行的开始，不相信美联储已经达到通胀率（有望）回落至 2% 的立场；（4）**经济**：美国的经济和劳动力市场强劲，可能还需要让经济进一步放缓；（5）**市场利率**：美联储关注到长端美债利率提升，但美联储再次加息的可能性仍在考虑之中。

2 10 年期美债利率大幅回落，但更多取决于其他因素

北京时间 1 号晚上公布的 10 月“小非农”数据、制造业 PMI、四季度美债发行均低于预期，带动 10 年期美债大幅回落。11 月议息会议结果公布前，相继 3 份数据公布，对美债带来利好：(1) 10 月“小非农”低于预期：10 月 ADP 就业人数新增 11.3 万，低于预期（15 万）；(2) 10 月制造业 PMI 降至 46.7，大幅低于预期和前值（49），扭转了过去三个月的回暖趋势，新订单指数 45.5，创近 5 个月新低；(3) 美国财政部 Q4 发债计划低于预期：根据美国财政部的最新报告，新一季（2023.11-2024.01）再融资发行规模达 1120 亿美元，较上一季度增加 90 亿美元，低于市场预期的 1140 亿美元。其中，低于预期的小非农和制造业 PMI 反映美国经济下行压力加大，对前期较高的经济预期有所抑制。而略低于预期的美债发行，对应美债供给端的压力边际减弱。受上述消息影响，议息会议结果公布前，10 年期美债利率由 4.9% 附近降至 4.8% 附近。符合预期的议息会议利率决议和鲍威尔讲话结束后，10 年期美债利率再度下探至 4.74%，全天累计下调 18BP。

图表 2：10 月美国制造业 PMI 超预期下滑



来源：Wind、华福证券研究所

市场对美联储降息节奏维持不变，最早或 2024 年 6 月开启降息，全年或有 3 次共计 75BP 幅度降息。CME 利率期货隐含的加息预期显示，市场预期美联储在明年 6 月份之前都将维持 5.5% 的政策利率，后续开启降息。

图表 3: CME 利率期货显示市场预期美联储最早或 2024 年 6 月降息

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	575-600
2023/11/1			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	99.0%	1.0%	0.0%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	84.5%	15.4%	0.2%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	75.8%	22.5%	1.7%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	15.2%	65.1%	18.4%	1.4%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	7.2%	38.9%	42.9%	10.3%	0.7%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.9%	24.5%	41.1%	25.1%	5.1%	0.3%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	2.4%	16.7%	34.8%	31.2%	12.7%	2.1%	0.1%
2024/9/18	0.0%	0.0%	1.5%	11.3%	27.9%	32.5%	19.7%	6.2%	0.9%	0.0%
2024/11/7	0.0%	0.8%	6.7%	20.1%	30.4%	25.7%	12.5%	3.4%	0.4%	0.0%
2024/12/18	0.5%	4.4%	15.0%	26.4%	27.5%	17.6%	6.8%	1.6%	0.2%	0.0%

来源: CME FedWatch、华福证券研究所

3 总结与展望

11 月议息会议结果基本符合市场预期,新增信息不多,美联储选择按兵不动、静观其变,对经济表态更加积极。三季度强劲的经济数据显示美国经济韧性较强,核心通胀下行速率或偏慢,使得美联储表态更加谨慎,从鲍威尔讲话打消市场降息预期、不排除加息的表态中可见一瞥。但与此同时,近期市场利率大幅攀升,客观上替代了美联储的一部分工作,美联储对金融环境和市场利率的关注度也明显提升。

议息会议结果公布前,ADP 就业数据、制造业 PMI 和美国财政部新一季发债计划均低于预期,使得 10 年期美债利率大幅回落。往后看,美联储关注焦点仍在美国经济走势,Q4 美国经济大概率放缓但不至于失速,对应美联储大概率维持高利率环境,从此前的“higher for longer”转向“high for longer”。降息交易仍需等待更明确的经济下行信号。多重因素叠加下,美债利率跌破 4.8%底部位置,对全球风险资产有一定提振,但趋势性下行同样需要仍需等待,目前尚难言流动性拐点。后续重点关注 10 月非农就业数据。

4 风险提示

一是美国经济下行超预期;二是美联储表态超预期;三是海外市场大幅波动等。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn