

11月FOMC会议点评

没有消息就是好消息

美联储在11月FOMC会议上宣布货币政策维持不变；会议声明在增长和就业方面措辞调整。记者会上，鲍威尔并未偏离前期发言基调，仍然强调“走一步看一步”。市场对本次FOMC会议信号解读偏鸽派，各类资产有所回暖，12月加息概率小幅降低。对资产价格更重要的问题不是何时最后一次加息，而是高利率将会维持多久。

- **货币政策维持不变；会议声明在增长和就业方面措辞调整。**北京时间11月2日凌晨，美联储在11月FOMC会议上宣布将联邦基金利率目标范围维持在5.25%-5.50%的水平，但继续缩表计划，符合市场预期。相较于9月FOMC声明，11月会议声明在经济增长和就业方面措辞有所调整。对于近期经济增长的评价，11月的措辞是“强劲(strong)”扩张，而9月的措辞是“稳固(modest)”扩张；对于近期新增就业的评价，11月的措辞是“缓和(moderate)”，而9月的措辞是“放缓(slow)”。综合来看，措辞的调整显示美联储认为自9月的会议以来，在持续的货币紧缩政策压力下，美国经济的韧性反而边际走强，而就业市场尽管仍处于再平衡的过程中，但再平衡的速度边际减弱。
- **记者会上，鲍威尔并未偏离前期发言基调，仍然强调“走一步看一步”。**在记者会上，美联储主席鲍威尔的发言基调同10月下旬在纽约经济学俱乐部上的表态是一致的——鲍威尔拒绝对未来的货币政策决议给出明确的信号或者指引，而是强调这将取决于彼时的经济数据和形势。就近期市场关心的美债长端利率上行在多大程度上影响经济/产生“加息”效果，鲍威尔认为这要求长端利率持续上行，并且其持续性不以市场对美联储短期货币政策预期变动为基础。在我们看来，这样的国债收益率走势可能需要美国的经济和通胀增速发生范式转变。（请参考10月24日的报告《美债10年破5%后的走势：关键还是在于远期货币政策路径预期》）
- **市场对本次FOMC会议信号解读偏鸽派，各类资产有所回暖，12月加息概率小幅降低。**尽管本次会议新增信息有限，但是从会议声明前后半个小时左右的各类资产走势来看，市场对本次会议的解读还是偏鸽派的：美股和美债均有所走高，美元指数则有所走弱。另一方面，联邦基准利率期货所隐含的市场对于12月加息概率的预期也从会前的约24%降低至会后的约20%。考虑到近期美国经济数据整体偏强，通胀回落和劳动力市场再平衡节奏偏慢，市场可能在会议之前对于鹰派信号存在一定的预期。而鲍威尔却并没有给出新增的鹰派引导。这可能在一定程度上解释了为什么在新增信息有限的情况下，市场的反应却是偏鸽派的。
- **对资产价格更重要的问题不是何时最后一次加息，而是高利率将会维持多久。**目前来看，仍然无法排除未来仍会有一次加息的可能性。但是在加息的尾声阶段，对于资产价格而言，更重要的问题是市场认为5%左右的政策利率能够持续多久的问题，也即“higher for longer”中的“longer”部分。而这一问题将取决于美国的通胀（尤其是服务业）和劳动力市场韧性。我们预计短期来看，各类资产变动同美债长端收益率变动的关联度可能仍将较强。“紧缩交易”的反复仍将在短期主导市场。在不考虑信用风险冲击的前提下，我们预期未来数月美国劳动力市场和服务通胀将边际降温，并为各类资产普涨创造条件。
- **风险提示：**美国通胀和劳动力市场韧性超预期，美联储货币政策短期目标发生变化。

相关研究报告

《美债10年破5%后的走势：关键还是在于远期货币政策路径预期》20231024

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

证券分析师：周亚齐

yaqi.zhou@bocichina.com

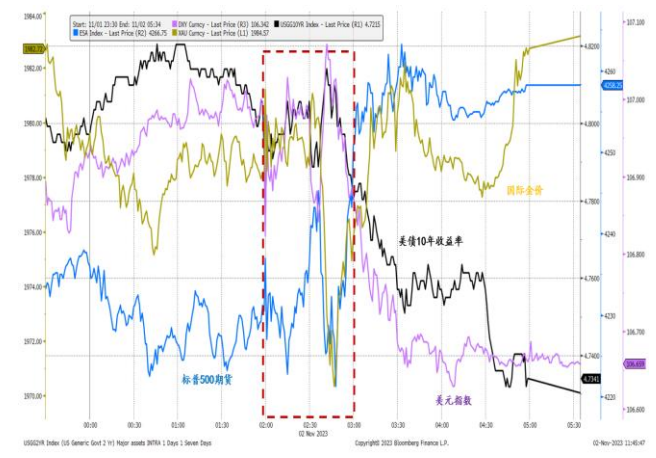
证券投资咨询业务证书编号：S1300522090002

图表 1. FOMC 会议声明：11 月 VS 9 月

	2023年11月FOMC	2023年9月FOMC
货币政策决议	联邦基准利率维持不变 & 继续缩表	联邦基准利率维持不变 & 继续缩表
货币政策展望	委员会将综合考虑：1) 累计的紧缩货币政策影响 2) 政策影响的滞后性 3) 经济和金融情况，来决定货币政策进一步收紧(policy firming)的空间	委员会将综合考虑：1) 累计的紧缩货币政策影响 2) 政策影响的滞后性 3) 经济和金融情况，来决定货币政策进一步收紧(policy firming)的空间
经济增长整体评价	近期指标显示经济活动实现了 强劲增长	近期指标显示经济活动实现了 稳固扩张
金融风险	美国银行系统仍然是稳健的；收紧的信贷条件对于经济的拖累程度仍然是不确定的	美国银行系统仍然是稳健的；收紧的信贷条件对于经济的拖累程度仍然是不确定的
通胀	通胀水平仍处于高位	通胀水平仍处于高位
就业	新增就业有所 缓和 但仍然强劲，失业率仍然处于 低位	新增就业有所 放缓 但仍然强劲，失业率仍然处于 低位

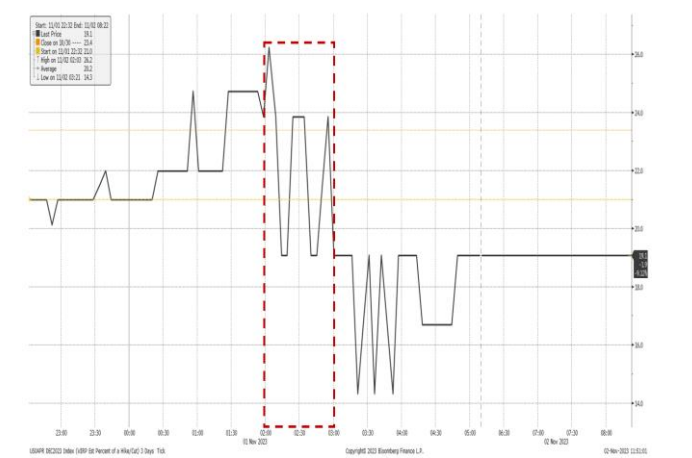
资料来源：美联储，中银证券

图表 2. 会议前后主要资产的走势



资料来源：彭博，中银证券

图表 3. 会议前后市场对 12 月加息概率的预期变动



资料来源：彭博，中银证券

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分予任何其他人，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371