

美国 11 月 FOMC 会议点评

美联储政策紧缩进入第三阶段，加息更为谨慎

◆ 经济研究 · 宏观快评

证券分析师：董德志 021-60933158 dongdz@guosen.com.cn 执证编码：S0980513100001
 证券分析师：季家辉 021-61761056 jijiahui@guosen.com.cn 执证编码：S0980522010002

事项：

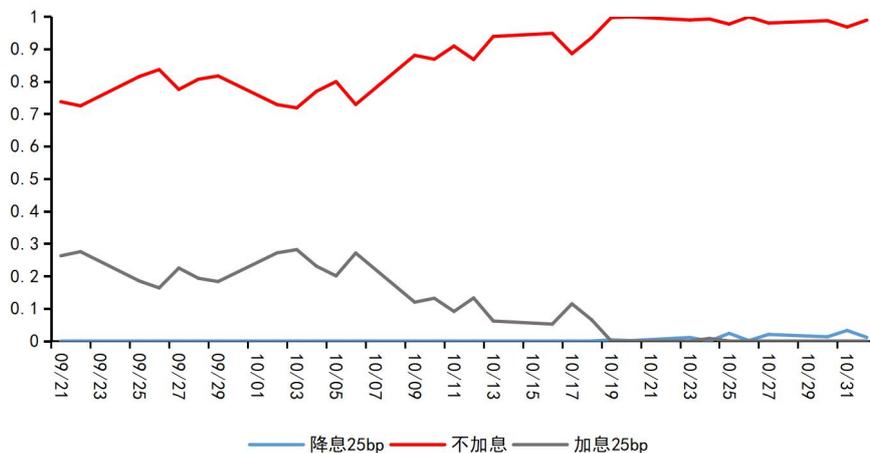
美东时间 11 月 1 日，美联储在 FOMC 会议后宣布继续暂停加息，将联邦基金利率的目标范围维持在 5.25-5.5%；缩表节奏保持不变。

评论：

背景：美联储暂停加息符合市场一致预期

11 月会议前，市场预期美联储继续暂停加息的概率持续上升，并在 10 月 19 日后升至接近 100% 的水平，主要因为鲍威尔 10 月 19 日在纽约经济俱乐部上的发言降低了市场的加息预期，他表示近期美债收益率上行已经造成金融条件显著地收紧，诸多风险使得联邦公开市场委员会（FOMC）迄今谨慎地推进加息步伐。

图1：美联储会议前，市场加息预期较为一致



资料来源：Macrobond，国信证券经济研究所整理

经济增长：经济活动超预期强劲

美联储在 11 月货币政策声明中调整了对经济增长的表述，由 9 月“稳步增长”（solid pace）调整为“强劲增长”（strong pace）。从变化趋势上来看，美国 GDP 增速已由“企稳”转为“回升”，今年三季度 GDP 环比年化增长 4.9%，较一、二季度 2.4% 左右的水平显著上升。结构来看，三季度居民消费、住宅投资、库存投资环比增速均有所回升。总量上看，今年美国前三季度 GDP 平均环比增速为 3.7%，远高于美联储 SEP 中对 2023 年 GDP 增速的预测。

图2：美国 GDP 各分项环比贡献



资料来源：Macrobond，国信证券经济研究所整理

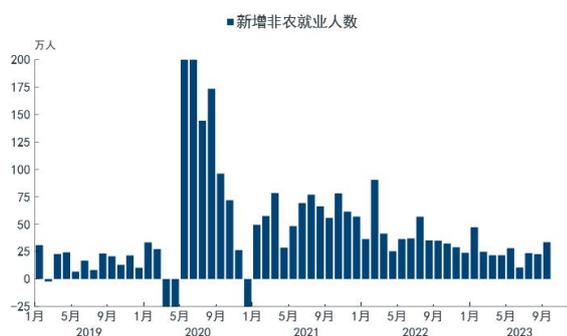
表1：美联储 SEP 对 GDP 增速预测

美联储 GDP 预测	2022 年	2023 年	2024 年
2022 年 3 月预测值	2.8	2.2	2
2022 年 6 月预测值	1.7	1.7	1.9
2022 年 9 月预测值	0.2	1.2	1.7
2022 年 12 月预测值	-	0.5	1.6
2023 年 3 月预测值	-	0.4	1.2
2023 年 6 月预测值	-	1	1.1
2023 年 9 月预测值	-	2.1	1.5

资料来源：美联储，国信证券经济研究所整理

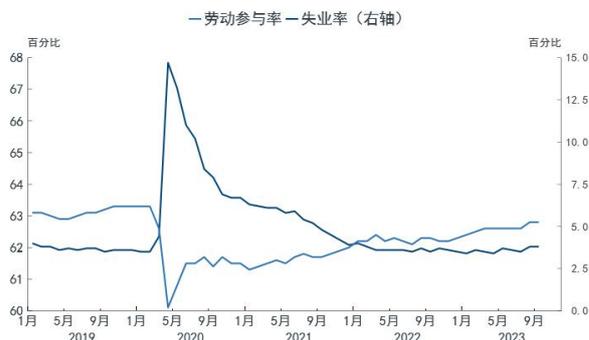
从“双重目标”来看，就业方面，美联储认为劳动力市场依然紧张，但供需状况继续趋于平衡。过去三个月平均每月新增非农就业 26.6 万人，增幅低于 2022 年 40 万人的水平，但仍远高于疫情前（2019 年）16 万人的水平。9 月美国失业率和劳动参与率分别升至 3.8% 和 62.8% 的水平，较今年初 3.4% 和 62.4% 的水平均有所上升。职位空缺比（职位空缺数/失业人数）也由 2022 年 2.0 的高点降至 1.5 的水平。

图3: 美国新增非农就业人数边际走弱但强于疫情前



资料来源: Macrobond, 国信证券经济研究所整理

图4: 美国劳动参与率与失业率均有上升



资料来源: Macrobond, 国信证券经济研究所整理

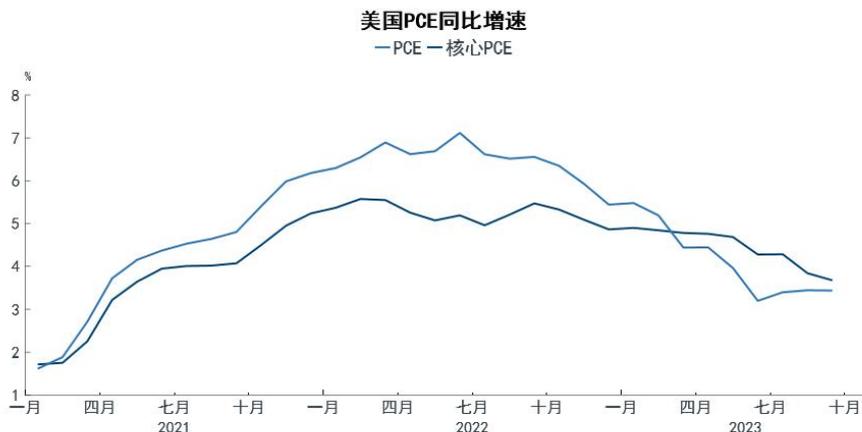
图5: 美国就业缺口持续收窄



资料来源: Macrobond, 国信证券经济研究所整理

通胀方面, 美联储认为通胀已经放缓, 但需要较长时间达到 2% 的政策目标。三季度以来美国 PCE 通胀逐渐企稳, 9 月 PCE 价格指数同比上涨 3.4%, 增速较 6 月份 3.2% 的水平有所反弹; 核心 PCE 通胀缓慢下降, 9 月核心 PCE 价格指数同比上涨 3.7%, 增速自 2022 年 10 月以来持续下降。结构上, 三季度以来 PCE 能源通胀明显反弹, 同比增速几乎转正; 住房通胀降温明显, 并保持下降势头; 扣除住房的核心服务通胀降幅较小, 粘性依旧较强。

图6：美国 PCE 通胀逐渐企稳



资料来源：Macrobond，国信证券经济研究所整理

图7：美国 PCE 通胀各分项走势



资料来源：Macrobond，国信证券经济研究所整理

货币政策：美联储继续“按兵不动”

美联储政策调整更为谨慎。鲍威尔表示鉴于影响经济增长不确定因素和风险增多，以及已经加息 500bp 以上的幅度，委员会对待额外的紧缩将更为谨慎，将继续根据新公布的经济数据及其背后反映的经济活动和前景的变化作出决定。同时鲍威尔强调美联储官员对政策利率的预测会随着经济基本面的变化而调整，市场不能简单地用过去的点阵图来理解未来美联储的政策走向。

金融状况将影响货币政策调整。鲍威尔提出近期长期债券收益率上升带动金融状况大幅收紧（tightened significantly）。由于金融状况的持续变化可能会对货币政策的路径产生影响，美联储将密切监测金融状况的发展。

政策立场已达“限制性”。鲍威尔表示自去年初以来，美联储已将政策利率提高了 5.25 个百分点，并且实际政策利率高于市场估计的中性利率。同时美联储减少了超过 1 万亿美元的证券持有量。限制性货币政策立场（restrictive stance）正在给经济活动和通胀带来下行压力。

美联储对于降息尚未考虑。鲍威尔表示委员会尚未考虑降息。目前美联储考虑的核心问题为确保采取了足够严格的货币政策立场，使通货膨胀率持续降到 2%。

前瞻：政策进入紧缩的“第三阶段”，再度加息的可能性降低

我们认为美联储货币紧缩已进入了第三阶段，前两阶段分别为：第一阶段美联储担忧“加息不足”，政策收紧大干快上；第二阶段美联储平衡“加息不足”和“加息过度”的风险，加息幅度放缓。而第三阶段是政策立场已达“限制性”（restrictive），对额外的紧缩更为谨慎（proceed carefully）。

第三阶段，我们认为美联储再度加息的可能性不高。主要原因如下：（1）鲍威尔在媒体会上明确否定了美联储将“衰退”纳入会议讨论（not put recession back in）。这也意味着美联储倾向于实现经济“软着陆”，避免“加息过度”或成为接下来美联储的重点考量。（2）鲍威尔在发布会上表示美联储将关注更广泛的经济增长影响因素。除了就业和通胀，美联储还将关注金融市场状况（broader financial conditions），并强调重点关注金融条件收紧的可持续性（persistent）。但同时美联储也承认由于长端利率波动较大（volatile），尚无法评估其对经济的全部影响。考虑到美联储加息已接近“终点”，我们认为金融市场变化的不确定性将增加美联储“加息过度”的风险，美联储更有可能“按兵不动”。（3）相比于强劲的经济增长，美联储本次会议额外强调了政策的滞后性（with lags），认为美国经济尚未受到之前加息的全部影响。同时认可已在“抗通胀”和“平衡就业市场”方面取得进展。反映美联储认为当前的政策效果差强人意，政策收紧对经济的抑制效果将逐渐显现。（4）鲍威尔进一步解释了“达成 2% 通胀目标需要经济增长低于趋势性”的观点。他认为考虑到劳动参与率上升、移民数增加、劳动力状况改善、供给短缺缓解，美国经济长期的潜在增长率可能被低估，并非主观认为的在 2% 左右。美联储或无需过分局低经济增长以达成通胀目标。

◆ 风险提示

美国银行业危机超预期；国际地缘政治形势紧张超预期；

相关研究报告：

- 《宏观经济数据前瞻-2023 年 10 月宏观经济指标预期一览》——2023-11-02
- 《10 月 PMI 数据解读-复苏基础仍待夯实》——2023-11-01
- 《中央金融工作会议解读：推动高质量发展，强化金融监管》——2023-11-01
- 《美国经济韧性或难以为继-三季度美国 GDP 数据点评》——2023-10-27
- 《增发国债解读-特别国债重出，稳增长力度再升级》——2023-10-25

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032