

## 加息表态谨慎，政策走向相机抉择

——美联储 11 月议息会议点评

2023 年 11 月 03 日

- **11 月如期暂停加息，会议表述保留未来加息的可能性。**对于加息进程表述偏谨慎，并未表明本次加息为最后一次加息，加息节奏将根据经济、就业、通胀情况做出调整，加息仍是未来的保留选项。利率将处于“higher for longer”的状态，最后一次加息不落地，未来仍将给美债、美股走势带来干扰。
- **经济表述乐观，控通胀诉求仍强，新增对金融环境收紧的担忧。**本次议息会议对于经济表述由稳健（solid）扩张变为三季度经济强劲扩张（strong pace）。就业自年初以来增长放缓，但依然强劲。对于控通胀的诉求依然较强。本次会议将“家庭和企业的信贷条件收紧”变动为“家庭和企业的金融和信贷条件收紧”，近期美债收益率持续攀高，降低了进一步紧缩的必要性，会议首次提及金融环境的收紧，对利率上行关注度提高。但美联储认为当前金融环境收紧和长端美债利率上行对加息的替代作用有限。
- **通胀回落进程放缓，就业市场仍具韧性。**2023 年年内预期美联储通胀仍将处于 3% 附近，核心通胀放缓还需要更多时间。美联储不认为出现了“工资-通胀”的螺旋，政策依然高度关注通胀风险，本次政策表态中性，当前就业供需状况趋于紧平衡，就业的韧性和经济的强劲给利率维持高位提供了支撑，就业转弱是美联储不再收紧的前提之一。
- **加息仍持保留态度，降息节点依然遥远。**预期美联储仍有可能在 12 月维持不加息的状态，政策利率将在一段时间内保持高位。但 2023 年美国表现强劲，核心 CPI 仍处高位，短期仍需警惕加息预期再度走高的风险，需要关注未来通胀、就业数据的表现。美元指数或进入区间宽幅震荡的状态，上行、下行均有一定阻力。2024 年将进入降息周期，通胀 2% 的目标约束下，上半年进入降息周期仍有一定难度。缩表进程和幅度仍将在加息停止后持续一段时间。
- **美债利率或维持高位运行，中美利差倒挂压力有望边际减轻。**近期美国长债收益率上行至 5% 附近，我国长端国债和美债利差倒挂压力依然较大。整体而言，美联储政策进入转向阶段，美债利率有望从 5% 的高位边际回落，但或维持在 4.5% 的水平附近，未来一段时间中美利差倒挂仍将持续，但幅度较当前边际收敛。10 年期、2 年期美债利差也有望进一步收敛并转正。我国经济尚未全面好转，地产投资仍处于底部，利率债短期或呈现区间震荡。化债背景下，短久期城投债承压。
- **风险因素：**美国政策节奏和幅度超预期，地缘政治风险加剧，全球通胀超预期上行。

分析师：于天旭

执业证书编号：S0270522110001

电话：17717422697

邮箱：yutx@wlzq.com.cn

### 相关研究

净融资转弱，利差普遍走阔

如何看待国债增发对债市的影响

银行增持基金减持，债市杠杆率环比回升

## 正文目录

事件.....	3
1 11月如期暂停加息，未来加息处于相机抉择状态.....	3
2 通胀回落进程放缓，美联储担忧持续.....	4
3 服务业市场边际回暖，就业仍具韧性.....	5
4 中美利差倒挂压力边际减轻，12月加息仍有悬念.....	5
5 风险提示.....	6
图表 1: 美国联邦基金目标利率保持不变 (%).....	3
图表 2: 美联储缩表结束晚于加息结束(万亿美元, %).....	3
图表 3: 美联储 11 月议息表述对比 (%).....	4
图表 4: 美国通胀 9 月与上月持平 (%).....	4
图表 5: 二手房价格同比增速上行 (%).....	4
图表 6: 非农时薪上行速度趋缓 (%).....	5
图表 7: 居民消费保持强劲 (%).....	5
图表 8: 服务业就业边际回暖 (千人).....	5
图表 9: 失业率、劳动参与率持平(%).....	5
图表 10: 中美 10 年期利差倒挂幅度依然较深 (%).....	6
图表 11: 美元指数高位震荡 (%).....	6



## 事件

北京时间11月2日凌晨,美联储召开FOMC议息会议,维持联邦基金利率目标区间不变,保持在5.25%-5.50%,符合市场预期。11月将维持之前的缩表计划规模,减持美国国债月度规模上限600亿美元,机构债务和MBS月度规模上限350亿美元。

### 1 11月如期暂停加息,未来加息处于相机抉择状态

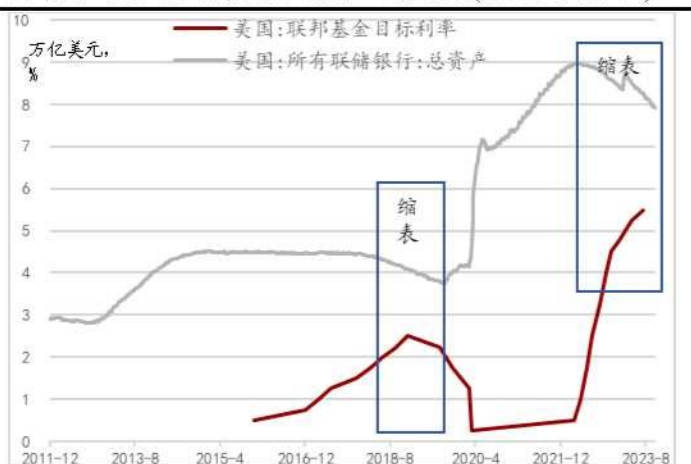
**11月如期暂停加息,缩表规模保持不变。**联邦基金利率目标区间保持不变,持平于7月的5.25%-5.50%,2023年以来的7次议息会议上,4次加息25bp,6月、9月和11月保持不变。11月缩表规模依然保持不变,延续2022年9月以来的减持规模。11月减持债务规模上限为950亿美元/月,其中,机构债务和MBS上限为350亿美元/月,美国国债上限为600亿美元/月。预期在2023年加息结束后,缩表进程仍将持续一段时间。

图表1: 美国联邦基金目标利率保持不变(%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表2: 美联储缩表结束晚于加息结束(万亿美元, %)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

**会议表述保留未来加息的可能性,经济表述乐观,控通胀诉求仍强。**本次议息会议对于经济前景的表述依然乐观,由稳健(solid)扩张变为三季度经济强劲扩张(strong pace)。就业自年初以来增长放缓,但依然强劲。对于控通胀的诉求依然较强。会议对于加息进程的表述偏谨慎,并未表明本次加息为最后一次加息,未来加息节奏将根据经济、就业、通胀情况做出调整,加息仍是未来的保留选项。利率将处于“higher for longer”的状态,最后一次加息不落地,仍将给美债、美股走势带来干扰。

**新增对金融环境收紧的担忧。**本次会议将“家庭和企业的信贷条件收紧”变动为“家庭和企业的金融和信贷条件收紧”,近期美债收益率持续攀高,降低了进一步紧缩的必要性,会议首次提及金融环境的收紧,对利率上行关注度提高。但当前金融环境收紧和长端美债利率上行对加息的替代作用有限。

**美国权益市场收涨。**议息会议公布后,11月暂停加息符合市场预期,加息预期降温,市场情绪受到提振,美国三大股指集体上涨,美元指数下跌。未来美股走势仍将受到加息表述干扰,波动或有所加剧。

图表3: 美联储11月议息表述对比 (%)

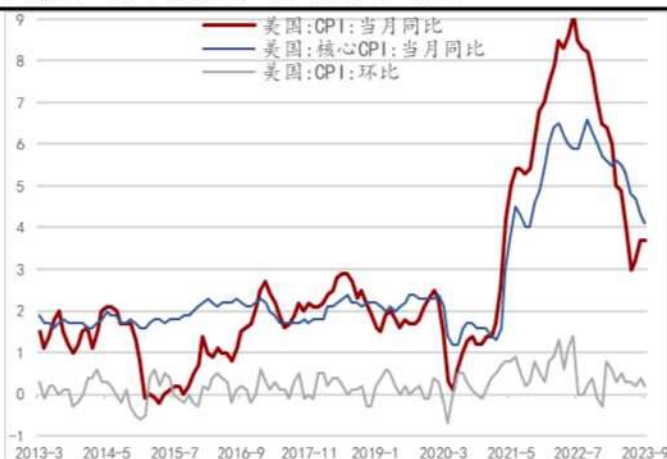
	2023年7月FOMC声明	2023年9月FOMC声明	2023年11月FOMC声明
利率	上调联邦基金利率25个bp至5.25%-5.5%。隔夜回购利率上调至5.5%，限额为5000亿美元；隔夜逆回购利率(ON RRP)上调至5.3%，限额1600亿美元。	维持联邦目标基金利率在5.25%-5.5%。隔夜回购利率持平于5.5%，限额为5000亿美元；隔夜逆回购利率(ON RRP)持平于5.3%，限额1600亿美元。	维持联邦目标基金利率在5.25%-5.5%。隔夜回购利率持平于5.5%，限额为5000亿美元；隔夜逆回购利率(ON RRP)持平于5.3%，限额1600亿美元。
QE	继续减少其持有的国债和机构债务及MBS，延续上限为950亿美元/月(国债600亿，机构债务、MBS350亿)。	继续减少其持有的国债和机构债务及MBS，延续上限为950亿美元/月(国债600亿，机构债务、MBS350亿)。	继续减少其持有的国债和机构债务及MBS，延续上限为950亿美元/月(国债600亿，机构债务、MBS350亿)。
经济与就业	经济活动一直在以温和(moderate)的速度扩张。就业增长强劲，失业率保持在低水平。	经济活动一直在以稳健(solid)的速度扩张。就业增长放缓，但依然强劲，失业率保持在低水平。	经济活动在第三季度扩张步伐强劲(strong pace)。就业自年初以来增长放缓，但依然强劲，失业率保持在低水平。
通胀	通货膨胀率仍高。致力于将通胀恢复至2%的目标水平。	通货膨胀率仍高。致力于将通胀恢复至2%的目标水平。	通货膨胀率仍高。致力于将通胀恢复至2%的目标水平。
金融市场	根据经济、金融情况，考量合适的政策进一步收紧幅度。	根据经济、金融情况，考量合适的政策进一步收紧幅度。	根据经济、金融情况，考量合适的政策进一步收紧幅度。
经济前景	美国银行体系稳健且富有弹性。家庭和企业的信贷条件收紧，可能会对经济活动、招聘和通货膨胀产生影响。	美国银行体系稳健且富有弹性。家庭和企业的信贷条件收紧，可能会对经济活动、招聘和通货膨胀产生影响。	美国银行体系稳健且富有弹性。家庭和企业的金融和信贷条件收紧，可能会对经济活动、招聘和通货膨胀产生影响。
政策目标	寻求在较长时期内实现最大就业和2%的通胀率。委员会将考量紧缩货币政策的累积效应给经济、金融带来的滞后影响。	寻求在较长时期内实现最大就业和2%的通胀率。委员会将考量紧缩货币政策的累积效应给经济、金融带来的滞后影响。	寻求在较长时期内实现最大就业和2%的通胀率。委员会将考量紧缩货币政策的累积效应给经济、金融带来的滞后影响。

资料来源: 美联储官网, 万联证券研究所

## 2 通胀回落进程放缓, 美联储担忧持续

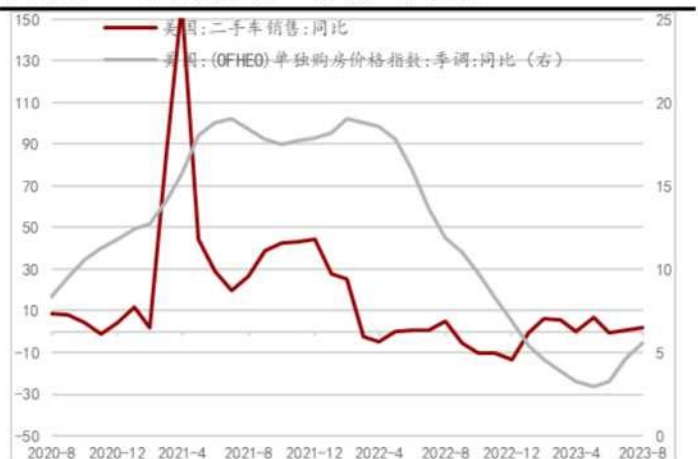
**通胀同比持平, 核心CPI保持下行。**原油价格持续攀升给通胀带来一定拉动, 美国CPI在9月同比持平于上月的3.7%, 环比增速0.2%, 但核心CPI同比由4.3%继续下降至4.1%。地缘政治影响下, 原油价格仍处高位震荡, 给通胀下行带来一定扰动。2023年年内预期美联储通胀仍将处于3%附近, 核心通胀放缓还需要更多时间。政策依然高度关注通胀风险, 本次政策表态中性, 需要关注四季度美国通胀的走势, 可能会对加息预期带来的扰动。

图表4: 美国通胀9月与上月持平 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表5: 二手房价格同比增速上行 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

**居民时薪上行速度减慢, 二时薪同比有所上行, 核心通胀下行承压。**非农时薪保持上行, 但上行速度放缓, 美联储不认为出现了“工资-通胀”的螺旋。二手车价格同比增速有所上行。房地产价格同比增速持续上行, 住房供应受到一定结构性的限制, 但上行趋势下, 给通胀下行带来一定压力。家庭和企业资产负债表保持强劲, 三



季度GDP同环比增速保持上行，给美联储利率维持高位带来支撑。

图表6: 非农时薪上行速度趋缓 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表7: 居民消费保持强劲 (%)

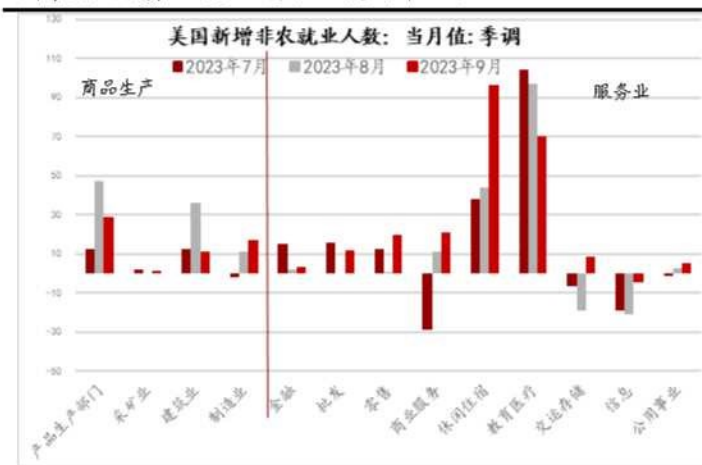


资料来源: Wind, 万联证券研究所

### 3 服务业市场边际回暖，就业仍具韧性

**就业市场表现仍具韧性。**9月美国非农就业中，服务业新增就业人数整体上行，批发零售、商业服务、休闲住宿、金融等多数行业保持增长，教育医疗服务业就业回落。商品生产部门新增就业人数回落，建筑业为主要拖累。失业率保持在较低水平，9月失业率持平于3.8%，劳动参与率保持在较高位置，持平于上月的62.8%，供需状况趋于紧平衡。就业的韧性给美联储将利率维持在较高位置提供了支撑。关注未来就业走势，对12月美联储是否加息的决策可能带来一定扰动。从鲍威尔表述来看，就业转弱是美联储不再收紧的前提之一。

图表8: 服务业就业边际回暖 (千人)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表9: 失业率、劳动参与率持平 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

### 4 中美利差倒挂压力边际减轻，12月加息仍有悬念

加息仍持保留态度，降息节点依然遥远。市场对于再加一次息的预期降低，预期美联

储仍有可能在12月维持不加息的状态，政策利率将在一段时间内保持高位。但2023年美国表现强劲，核心CPI仍处高位，短期仍需警惕加息预期再度走高的风险，需关注未来通胀、就业数据的表现。美元指数或进入区间宽幅震荡的状态，上行、下行均有一定阻力。2024年将进入降息周期，通胀2%的目标约束下，上半年进入降息周期仍有一定难度。缩表进程和幅度仍将在加息停止后持续一段时间。

**美债利率或维持高位运行，中美利差倒挂压力有望边际减轻。**近期美国长债收益率上行至5%附近，我国长端国债和美债的利差倒挂压力依然较大。整体而言，美联储政策进入转向阶段，美债利率有望从5%的高位边际回落，但或维持在4.5%的水平附近，未来一段时间中美利差倒挂仍将持续，但幅度较当前边际收敛。10年期、2年期美债利差也有望进一步收敛并转正。我国经济尚未全面好转，地产投资仍处于底部，利率债短期或呈现区间震荡。化债背景下，短久期城投债可适当下沉资质。

图表10: 中美10年期利差倒挂幅度依然较深 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表11: 美元指数高位震荡 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

## 5 风险提示

美国政策节奏和幅度超预期，地缘政治风险加剧，全球通胀超预期上行。



## 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

## 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

## 风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 证券分析师承诺

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登记为证券分析师，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。

## 免责声明

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

。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，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的观点或陈述不会发生任何变更。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。分析师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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

## 万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳福田区深南大道2007号金地中心

广州天河区珠江东路11号高德置地广场