

从暂停到终结

——2023 年 11 月美联储议息会议点评

美东时间 11 月 1 日，美联储召开议息会议，宣布将联邦基金利率区间维持在 5.25-5.5% 区间，缩表上限按计划维持每月 950 亿美元，并开始关注金融条件大幅收紧的问题。前瞻地看，我们认为美国的经济和金融情况均已不支持再次加息，加息周期或已终结。

议息会议后，美股三大指数全面收涨，美国国债收益率全面下跌，收益率曲线倒挂加剧；美元走弱，人民币汇率走强。

一、经济研判：金融条件快速收紧

美联储在议息会议声明中将对经济的描述从 9 月的“持续稳步扩张”调整为了 11 月的“三季度实现强劲增长”。尽管三季度 4.9% 的实际 GDP 环比年化增速超出了所有人的预期，但是美联储对这种高速增长的可持续性仍然存疑。

对高增长可持续性的质疑来自于“金融条件收紧令经济承压”。鲍威尔在新闻发布会上表示，长期收益率快速上升导致了夏季以来金融条件普遍收紧，比如美元走强和股价下跌，但金融条件收紧的可持续性仍然有待观察，如果放松货币政策，收益率就可能迅速掉头向下。

美联储对抗通胀的表述延续了“进展良好”叠加“距离 2% 还有一段长路”的双重基调。鲍威尔在新闻发布会上表示暂时不清楚哈以冲突会不会对经济构成重大影响，但油价已经从阶段性高点回落了一些。

美联储相信劳动力市场仍然处于良性的“再平衡”进程之中。一方面，7-9 月月均新增就业人数高达 26.6 万，9 月失业率处于 3.8% 的低位。另一方面，就业增长伴随着劳动力供给的扩张，25-54 岁劳动参与率升至历史高位，移民数量回归疫前水平，名义工资增长有所放缓，职位空缺也有所下降。此外，鲍威尔在新闻发布会上表示美国汽车工人联合会罢工问题很大程度上被夸大了。

二、政策立场：显著软化

美联储全票通过了不加息并维持缩表计划不变的决议,与 9 月议息会议相同,并在未来政策问题上强调了以下四点。一是会考虑金融条件大幅收紧的影响,二是点阵图的指引作用在两次预测之间的三个月中逐渐衰减,三是不确定是否还会再次加息,四是目前完全没有考虑降息问题。

尽管“更久”的态度仍然明确,但是金融条件大幅收紧已经令“更高”的立场显著软化。三季度点阵图指向美联储将于年内再次加息 25bp,“考虑金融条件快速收紧”和“点阵图指引作用随时间衰减”这两大表述显然降低了执行这一操作的可能性。

三、前瞻：加息周期或已见顶

美联储加息周期大概率已经见顶。一方面,美国金融条件大幅收紧,年中以来美国长债收益率大幅上行,美元走强,美股开始下行,反映了美元流动性的快速收紧,货币紧缩的效果已经开始快速发酵;另一方面,三季度的经济扩张或不具备可持续性,随着财政支撑力度的边际减弱,居民消费或难保持快速增长。议息会议后,隔夜利率曲线(OIS)隐含的 12 月加息概率从 27%进一步降低至 20%。

资产价格方面,美债利率、美元预计将维持高位,但是随着 10Y 利率逼近 5%,金融市场的紧缩压力增大,利率进一步上行的门槛也在同步抬升。美股或已进入下行通道,距离货币政策转向、流动性宽松再次推动美股上涨,可能还有相当距离。黄金方面,实际利率和美元的高企对黄金不利,但地缘政治冲突若进一步升级,黄金也将继续获益。

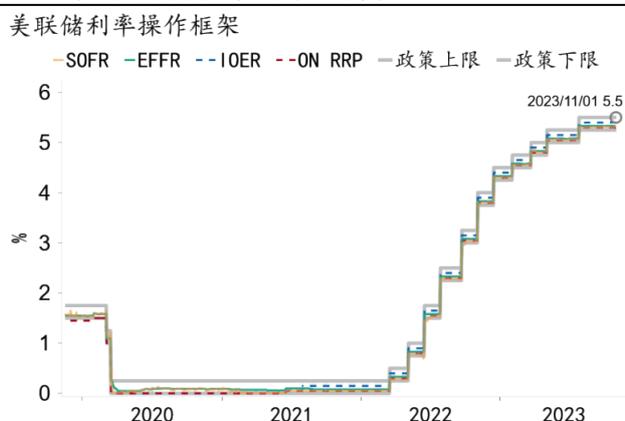
(招商银行研究院 资产负债管理部 纽约分行)

表 1: 美联储议息会议声明文本对比

| 类型 | 2023 年 11 月 1 日 | 2023 年 9 月 20 日 |
|------|--|--|
| 经济表现 | 三季度经济 强劲 (strong) 增长。 | 经济稳步 (solid) 扩张。 |
| | 近几个月就业有所 放缓 (moderate) ，但仍然保持强劲，失业率维持低位。 | 近几个月就业有所走弱 (slow)，但仍然保持强劲，失业率维持低位。 |
| | 金融条件 和信用条件收紧可能令经济承压，幅度尚不确定，银行系统仍然安全有韧性。委员会持续高度关注通胀风险。 | 信用条件收紧可能令经济承压，幅度尚不确定，银行系统仍然安全有韧性。委员会持续高度关注通胀风险。 |
| 货币政策 | 委员会坚定致力于将通胀率恢复到 2% 的目标。 | 委员会坚定致力于将通胀率恢复到 2% 的目标。 |
| | 委员会决定将联邦基金利率的目标范围维持在 5.25 至 5.5%。 | 委员会决定将联邦基金利率的目标范围维持在 5.25 至 5.5%。 |
| | 为确定多大力度的“增量巩固性政策”是适当的，委员会将考虑货币政策的累计紧缩效果、货币政策的滞后性、经济和金融情况的后续发展。 | 为确定多大力度的“增量巩固性政策”是适当的，委员会将考虑货币政策的累计紧缩效果、货币政策的滞后性、经济和金融情况的后续发展。 |
| | 委员会将继续减少其持有的国债、机构债务和 MBS。 | 委员会将继续减少其持有的国债、机构债务和 MBS。 |
| 投票情况 | 全票通过。 | 全票通过。 |

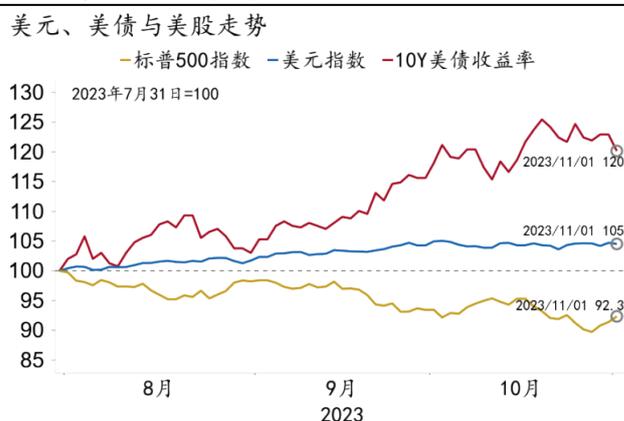
资料来源：美联储、招商银行研究院

图 1: 美联储将政策利率维持在 5.25-5.5% 区间



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

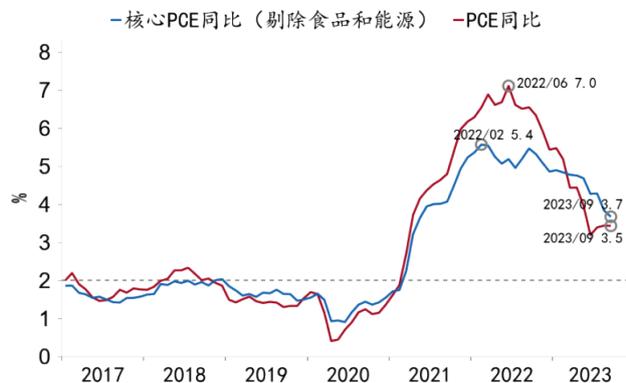
图 2: 美国金融条件加速收紧



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 3: 抗通胀进入瓶颈期

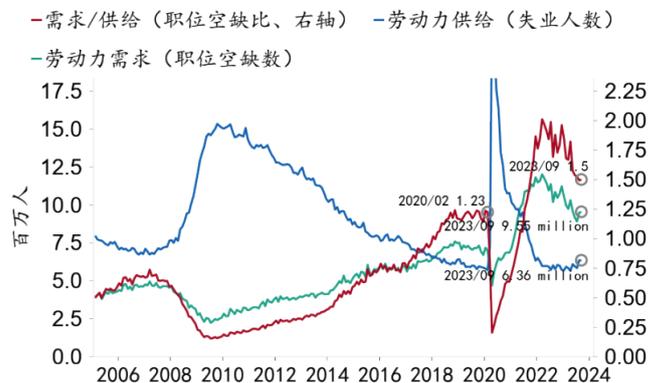
美国PCE通胀与核心PCE通胀



资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图 4: 美国劳动力市场正回归均衡

美国劳动力市场供求关系



资料来源: Macrobond、招商银行研究院