

加息周期接近尾声

——11月美联储FOMC会议点评

2023年11月6日

宏观经济 事件点评

分析师

康明怡 电话：021-25102911 邮箱：kangmy@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480519090001

事件：

美联储维持联邦利率 5.25~5.5%。

主要观点：

- 1、美联储 11 月不加息符合预期，还可再加一次，但紧迫性不高；市场不应对降息的时间点过于乐观。
- 2、美国短期陷入衰退概率很小，消费强劲，住宅市场尚未彻底降温，经济放缓推迟，但远期风险仍存。
- 3、美十债上限上移至 5.25~5.5%，可能仍不是终点。
- 4、美股维持短期风险不大，长期中性的观点。

以目前 **GDP 和通胀数据**，可以再加一次息，但紧迫性不高。鲍威尔当日发言较为中性。市场偏向美联储加息结束，叠加美国财政部国债发行量比预期略低，十年期国债利率迅速降低。在以往的点评中，我们多次提到，短期内美国经济可以承受 5.5~6.25% 的政策利率水平。由于前期美联储官员铺垫足够，美联储 11 月不加息符合市场预期。按照 2008 年之前经济周期的经验，实际 GDP 同比 2.9% 叠加通胀同比 3.7% 是符合加息条件的，因此不能排除后续再次加息的可能。考虑到后期通胀压力整体处于下降趋势，美联储在是否接连加息的问题上紧迫性不高，可以在确认通胀难以继续回落时再考虑。

三季度消费动力强劲，商品消费止跌回升显著，服务消费增长稳定。上周三季度 GDP 显示，商品消费环比止跌后回升加速，环比 4.8%，前值 0.5%，仍主要体现在与娱乐以及家装相关的耐用品消费；服务消费环比 3.6%，前值 1%，反映疫情后服务业复苏的可持续性较强（图 1）。我们在三季度展望中提到，虽然超额储蓄即将耗尽，但美国消费动力仍存。收入端，商品价格通胀压力下降，而劳动力市场持续紧绷，商品消费反弹强劲。特别地，本轮经济周期中，低收入人群收入与其他收入人群收入的增速相仿（图 10），而目前美国劳动力紧缺主要集中在劳动密集型行业，与低收入人群相匹配。因此与一般经济周期相比，在同样的通胀压力下，低收入人群消费能力较强。负债端，家庭部门负债水平极低，面对通胀与高利率，消费者整体承受能力明显高于上一轮经济周期末期。从季节性看，三四季度是传统的消费旺季，在短期不出现衰退并且劳动力市场空缺岗位显著背景下，三四季度经济表现高于上半年是正常现象。

三季度住宅、建筑和存货助力投资继续走高，知识产权投资继续小幅回落，投资走高符合预期。制造业 PMI 在近两个月中止跌（图 9），叠加四季度圣诞季备货的季节性需求，存货走高。住宅市场一直处于紧平衡当中，不太容易继续回落。建筑主要受益于基建项目，将持续在相对较高的水平。（图 6、7）

短期没有衰退，但远期风险仍存。由于加息过快，基于贷款、公司债券利率结构，企业债务压力尚未体现。一季度企业利息支出占总收入处于历史极低位，虽然企业杠杆高企，但实际债务压力极低，可以部分解释加息为何尚未导致衰退，但 1~2 年后随着旧债更新，非金融企业部门杠杆率将承压（图 11、12）。此外，欧洲制造业和服务业 PMI 均陷入 50 以下（图 13、14），欧洲经济疲软虽不会令美国经济衰退，但也会使得全球需求承压。综合这两点，我们认为美国这轮经济承受高利率的时间比一般周期要短。

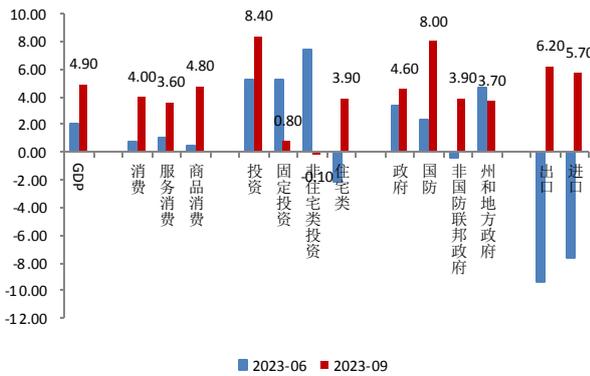
政策利率正常化带动市场利率正常化，美十债上限上移至 5.25%~5.5%，可能仍不是终点。市场渐渐接受美国摆脱长达十年的通缩环境，开始讨论中枢上移的可能。我们在 2020 年时就已经提出，随着地产复苏，通胀中枢和 GDP 长期增速将有所提升。短端利差修复表明市场对衰退的担忧减退（图 9）。在不发生衰退的前提下，政策利率市场化将带动市场利率（国债利率）正常化。当市场开始接受这一观念时，资产定价逻辑将发生变化，本次 FOMC 会议前美十债利率的波动就体现了这一点。如果按照 2008 年之前利率走势的特点，那么在判断短期不会出现衰退的假设下，美十债至少能够达到政策利率高点水平（图

15)。因此，我们将美十债上限上移至 5.25~5.5%，而且非常可能这还不是终点。目前的经济数据若发生在 2008 年之前，美十债达到 6% 的概率不小。

美股方面，维持短期风险不大，长期中性的观点。目前，企业利润率扣除美十债利率回落明显，但尚未跌破 5%，短期美股仍有支撑（图 17）。若后期美十债接近 6%，将对美股有明显压制。

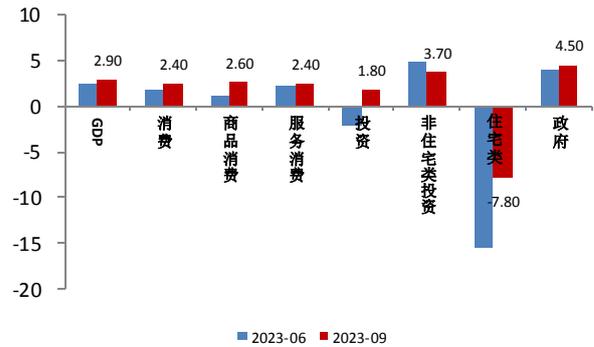
风险提示：海外通胀回落不及预期，海外经济衰退。

图1: GDP 及分项环比 (%)



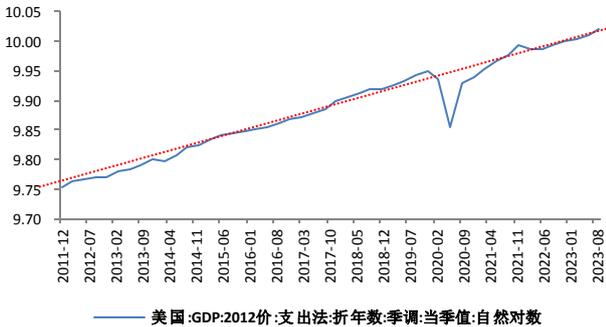
资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图2: GDP 及分项同比 (%)



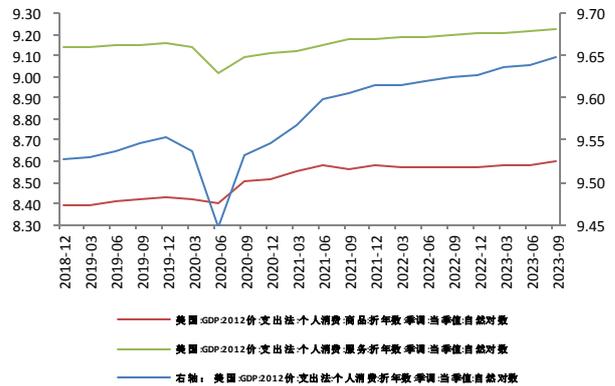
资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图3: 美国 GDP 增长高于长期趋势



资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

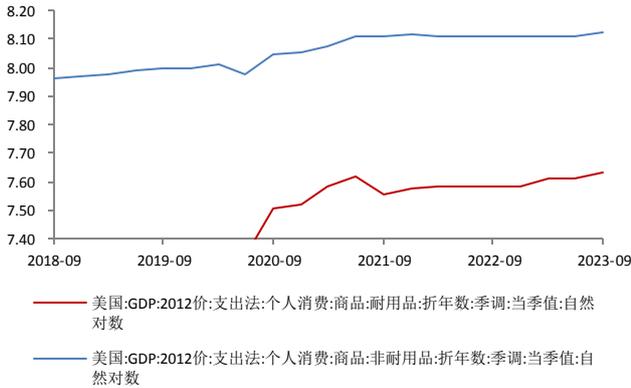
图4: 商品消费止跌回升明显



资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

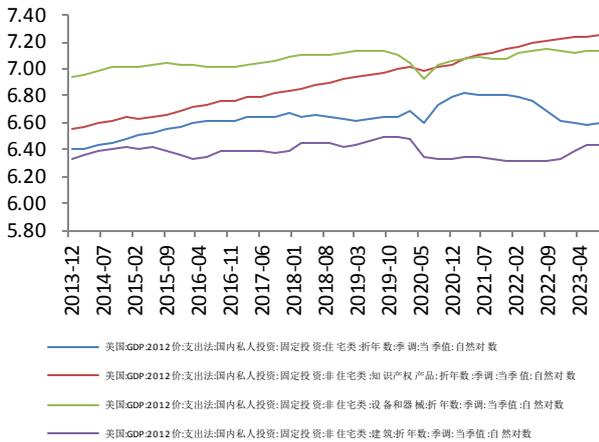
图5: 耐用品消费回升相对更为明显

图6: 存货助力投资走高



资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图7: 科技, 设备回落, 住宅、建筑助力投资



资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图9: 美制造业 PMI 暂时止跌

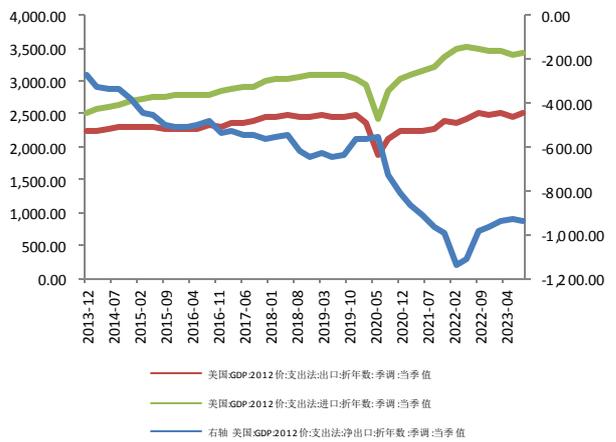


资料来源: iFinD, 东兴证券研究所



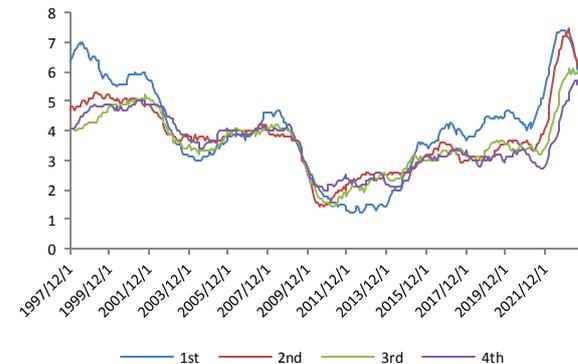
资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图8: 净出口略有回落



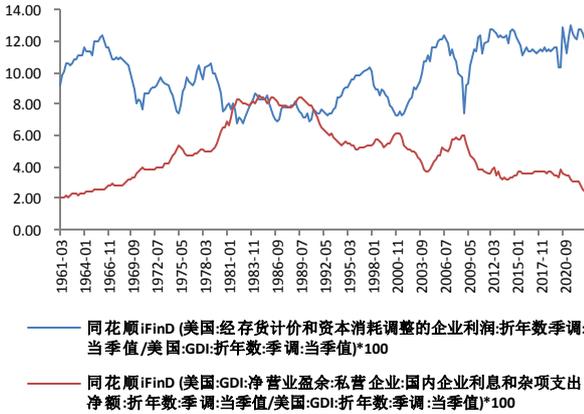
资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图10: 本轮薪资第 1~4 分位同比增速均见顶, 但仍高企 (%)



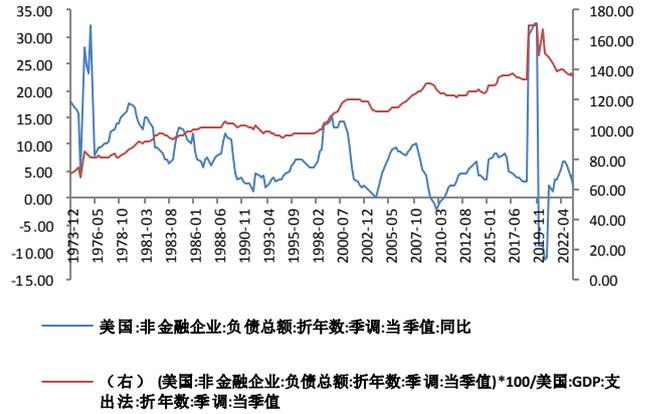
资料来源: 美联储, 东兴证券研究所

图11: 企业部门利息负担处于极低位 (%)



资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图12: 企业部门杠杆高位 (疫情期间除外) (%)



资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图13: 欧洲制造业 PMI 再探低点



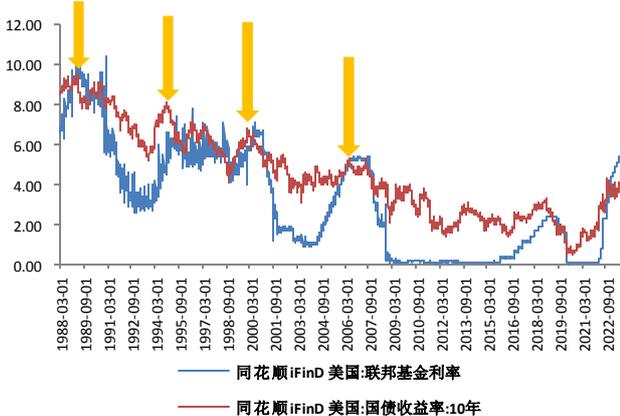
资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图14: 欧盟服务业 PMI 落至 50 以下



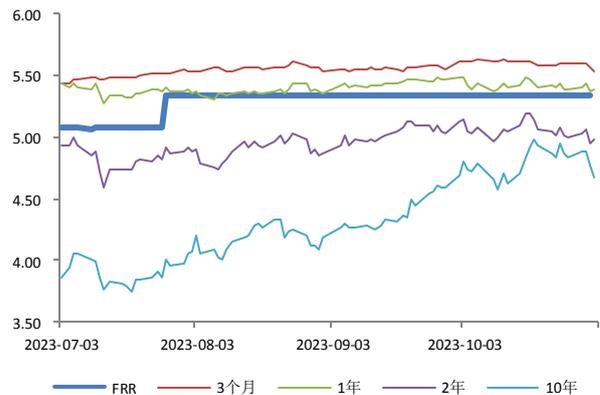
资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图15: 政策利率正常化带动市场利率正常化 (%)



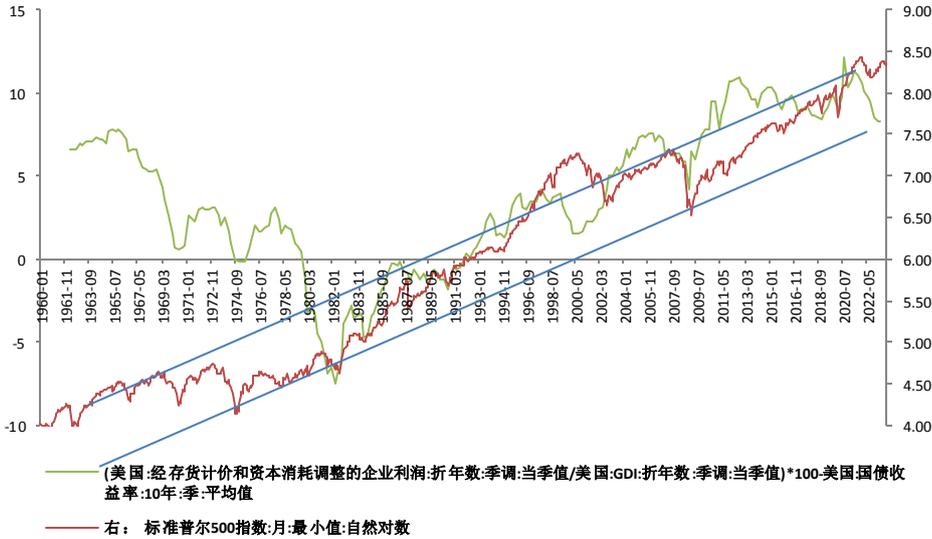
资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图16: 短端利率利差正常 (%)



资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图17: 企业利润与美股 (左%)



资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
宏观普通报告	宏观普通报告: 美联储如期偏鹰	2023-09-21
宏观普通报告	宏观普通报告: 美国通胀数据尚可, 关注 9 月	2023-09-15
宏观深度报告	宏观深度报告: 衰退继续延迟, 消费动能 I 略有减弱	2023-09-13
宏观深度报告	宏观深度报告: 衰退继续延迟, 消费动能略有减弱	2023-09-12
宏观普通报告	宏观普通报告: 美国劳动力市场紧绷进入中后期	2023-09-05
宏观普通报告	宏观普通报告: 美国服务业就业快速恢复期结束	2023-08-07
宏观普通报告	宏观普通报告: 美联储保留进一步加息空间	2023-07-28
宏观普通报告	宏观普通报告: 美国通胀压力下降	2023-07-14
宏观普通报告	宏观普通报告: 非农质量略降	2023-07-12
宏观普通报告	东兴宏观: 衰退延迟--2023 年年中海外经济展望	2023-07-07

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

康明怡

经济学博士。分别就读于武汉大学、清华大学和明尼苏达大学，博士期间曾在明尼苏达大学、美联储明尼阿波利斯分行从事多年教学和访问工作。2010 年开始执教于复旦大学经济学院 985 平台，上海浦江人才计划项目。2017 年加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京 西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层 邮编：100033	上海 虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层 邮编：200082	深圳 福田区益田路 6009 号新世界中心 46F 邮编：518038
---	--	---

电话：010-66554070

传真：010-66554008

电话：021-25102800

传真：021-25102881

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526