

## 金融紧缩压力获政策反馈，加息如期继续暂停

——2023年11月份美联储议息会  
国投安信期货研究院

朱赫 期货投资咨询号 Z0015192

靳顺柔子 期货投资咨询号 Z0014424

**事件：** 11 月份美联储 FOMC 会议召开，货币政策委员会会后宣布联邦基金利率的目标区间仍为 5.25%到 5.50%，这符合市场预期。会后声明和发布会内容来看，鲍威尔强调“金融”紧缩压力与经济强劲并存，当前暂停加息但后续是否仍有加息保持开放。声明发布和发布会后，市场认为美联储对于金融紧缩压力的强调表明年内再度加息的概率大幅下降，做鸽派解读，美债利率全线回落且同时纳指大幅上涨。

### 点评：

#### 一、会前关注点：加息必要性有所降低，保持耐心，平衡风险

9 月份的议息会议上，美联储宣布联邦基金利率目标区间仍为 5.25%到 5.50%，将政策利率保持在二十二年来高位，符合市场预期。在经济数据预测方面，大幅上调了 23 年 GDP 并下调失业率，上调 PCE 并下调核心 PCE。在点阵图上，暗示年内加息次数不变，但缩减了 24 年后的降息次数，被市场做偏鹰派解读。我们在 9 月议息会议点评《经济预测顺势调整，政策利率路径传递偏鹰信号》中指出：**从 8 到 9 月份，是全球再通胀交易从兴起到走向高潮的过程，能源价格抬升快速推动非核心通胀反弹，同时在美国维持偏鹰的格局下，美债利率强势，宏观流动性持续偏紧下国内的经济和资产价格修复的弹性受到一定的压制。**

9 月份议息会议后，美国的经济增长仍有韧性，通胀放缓面临阻力，通胀预期有所反弹，美债 10 年期收益率持续上涨，带动金融条件明显收紧。从近期的经济数据来看，**一方面经济增长较上半年明显反弹，制造业摆脱衰退颓势。**美国 Q3 实际 GDP 环比折年率大幅上升至 4.9%，显示三季度经济增长较上半年明显反弹，从分项来看，私人消费支出、住宅投资与库存对于增长的拉动最为明显，表明美国经济内生需求仍然很强。10 月 Markit 制造业 PMI 初值显示制造业景气度重回扩张区间，制造业摆脱衰退颓势；**另一方面，通胀放缓面临阻力，通胀预期有所反弹。**最新的核心 PCE 物价指数同比回落

符合预期但环比增速由上月的 0.1% 反弹至 0.3%，显示目前通胀仍展现较大粘性。此外，上周公布的 10 月密歇根大学 1 年期消费者通胀预期从上月的 3.2% 大幅跳升至 4.2%，长期通胀预期也从此前的 2.8% 上升至 3.0%。当下的经济数据进一步强化市场对于美国经济“软着陆”的乐观预期，从而从实际利率方面支撑 10 年期美债收益率上行，过去一个月，美债 10 年期收益率持续上涨，最高时一度触及 5%，带动金融条件明显收紧。包括鲍威尔在内的联储官员暗示，美债收益率的上行可以在一定程度上替代加息。**综合来看，强劲的经济数据对通胀仍构成风险，但金融条件的收紧或使美联储更加谨慎行事。**

本次会议前市场的关注点在于：**由于市场广泛预期，美联储本周的会议仍会维持利率不变，且市场对本次会议的加息决策已经充分定价，接下来的问题在于美联储如何评价当前的金融条件收紧压力显现和经济仍存韧性的特征，以及是否会释放加息周期结束的信号。**从美联储官员近期的表态来看整体偏中性，对后续的加息仍留有余地，鲍威尔或继续强调利率将在高位更久（high for longer），以此暗示距离达成降息的条件仍或有很长的一段距离。总体来看，保持耐心，平衡风险或是美联储当下最好的选择。

## 二、会议内容-“金融”紧缩压力与经济强劲并存，暂停加息但保持开放

美东时间 11 月 1 日周三，美联储货币政策委员会 FOMC 会后宣布，联邦基金利率的目标区间依然为 5.25% 到 5.50%，将这一政策利率继续保持在二十二年来高位。这是美联储去年 3 月至今的本轮紧缩周期内首度连续两次会议并未加息。公布会议决议前，美国联邦基金利率期货市场预计，本次会议按兵不动的概率超过 99%，且在前一日，“新美联储通讯社”称预计本周美联储将暂停加息，因此本次利率操作符合预期。

会后声明方面：首先一点变化是增加了“**金融**”的紧缩对于经济和通胀的影响，即 5 月份以来的表述一直是“美国银行体系健全且有韧性。**对家庭和企业更为收紧的信用环境可能对经济活动、招聘和通胀造成压力。**这些影响的程度是不确定的。委员会仍然高度关注通胀风险。”而此次改为了“**对家庭和企业更为收紧的金融和信用环境可能对经济活动、招聘和通胀造成压力**”；其次，对于美国经济的评价方面，相较于上次议息会议评价更高，将“最近的指标显示，经济活动一直以稳健的步伐扩张”中的“**稳健的**”改为“**强劲的**”。就业方面，将“近几个月就业增长已放缓”改为“自今年早些时候以来，就业增长有所放缓”；最后，在利率决策方面和通胀目标方面，和上次会议保持一

致，“委员会坚定致力于让通胀回归其 2% 的目标”，另外缩表计划不变。

**从发布会的要点来看：首先，鲍威尔率先回答了关于金融环境收紧的问题**，他表示，长期利率的变动意义重大，也许最重要的是，美国国债收益率的上升正在体现家庭和企业的借贷成本。他同时表示，美联储留意长债收益率上升，长端利率升高不仅仅体现出市场对联储加息的预期；**其次，认为长端利率大幅抬升对于银行业影响可控**，鲍威尔强调了美联储正在确保有计划应对一切未实现的损失，金融系统时强劲且“相当有韧性的”，目前的利率上升不会改变这一趋势；**第三，对于未来是否会有再次加息仍保持开放**，一方面评价联储“在本轮加息周期中已经取得很大进展”，但也表示对于联储的紧缩政策是否达到足够的限制性“并没有信心”，并表示即使 12 月份也不加息，仍然不意味着加息周期已经结束；**最后，对于经济和通胀形式方面当前处在风险更接近均衡的阶段**，他表示薪资增速已经放缓，就业市场有一些缓和迹象，劳动力市场仍然供不应求，经济和劳动力市场都强劲，可能需要让二者进一步放缓。本次会议并未将衰退重新纳入到经济预测中，当前处于抗击通胀取得更多进展的正轨，继续保持限制性货币政策立场，直至“相信美国通胀处于朝着 2% 目标回落的正轨”。**声明发布和发布会后，市场认为美联储对于金融紧缩压力的强调表明年内再度加息的概率大幅下降**，做鸽派解读，且当天公布的 ADP 就业和薪资增长、ISM 制造业景气度以及低于预期的财政部发债拍卖规模缓解了美长债利率压力，美债利率全线回落且同时纳指大幅上涨。

### 三、市场展望— 跟踪困中破局的信号，关注金融条件的修复

9 月议息会议后我们提出未来在三个方向上跟踪宏观上得矛盾：**第一，国内的宏观逆周期政策是否会继续加码；第二，从金融稳定性、财政可持续性和通胀管理有效性三个方面继续跟踪美债利率天花板的信号；第三，关注上游通胀向下游价格的传导是否顺畅。**（《经济预测顺势调整，政策利率路径传递偏鹰信号——2023 年 9 月份美联储议息会议点评》）。从宏观状态的实际发展来看，国内的财政政策继续发力，再融资债发行提速，同时万亿国债增发打开增量的财政政策空间。其次，9 月议息会议后美债利率大幅飙升，美债流动性压力下美国金融条件快速恶化，引发了联储委员暂停加息观望的诉求。第三，巴以冲突后能源通胀的发酵程度仍有不确定性，中下游利润继续面临压力。

整体来看，9 月下旬开始，美元流动性的压力继续深化，从强势的美债利率和原油

的关系来看，二者共同呈现出波动放大的特征，前者震荡上移来到了 5% 的关口后震荡整固，后者则呈现震荡小幅下移的走势但也同样仍然偏强。推动美债利率上行的因素一方面有通胀预期的不确定性，另一方面则是投资者担心财政继续扩张的压力从而对美债形成抛售，某种程度上来看，二者都与中东的地缘局势息息相关。在美国债券市场给美国金融条件带来压力下，一方面看到了中美经贸关系有边际上的修复迹象，另一方面则看到了国内的积极财政政策进一步加码，在这样的背景下，10 月下旬后大中华区股市和工业金属有一定的低位修复。全球的制造业景气度整体仍延续了第三季度的惯性修复，不过中国 10 月份的 PMI 有所回落，体现了私人部门修复的持续性仍然薄弱的特征。另外在人民币汇率压力尚未转势下，财政融资的密集增加对货币市场流动性的压力有所增加。

**后续来看：在美联储 11 月继续暂停加息，同时希望修复前期过度紧缩的金融条件的背景下，后续可以从以下三个维度观察宏观主要矛盾的演化：第一，巴以冲突在当前阶段后续的演化仍然不明朗，继续关注其对于原油供应链的冲击和对于通胀预期的影响；第二，中美经贸关系在 11 月上旬能否继续 10 月份边际好转的方向，从而带来美债市场的稳定和中美利差的反弹；第三，关注国内财政政策的传导以及货币政策的配合能否推动 Q3 的复苏基础在 Q4 进一步延续。**

金融品方面，短期在中美经贸关系边际改善、美债利率筑顶震荡以及国内财政政策发力的背景下，股指受到提振向筑底反弹转换。中期层面，中央金融工作会议给与了资本市场发展较高的战略定位，利好对于市场信心的提振（见表格）。债市方面，近期资金面偏紧带来波动放大，发债压力释放后，关注后续央行维稳流动性的应对。

大宗商品方面，再通胀交易仍然有一定的延续性，商品呈现高位震荡分化的特征，能源价格中枢抬升后，上游的成本抬升向下游有一定的传导，关注中美经贸关系的边际向好、美元去杠杆压力的缓和以及国内财政政策的传导对于中下游商品修复的提振作用。风险方面关注中东局势的不稳定性对于能源供给压力造成的不确定性。

**风险提示:** 地缘政治风险下能源农产品安全有所反复,中美经贸关系进一步复杂化;美债流动性压力叠加美国通胀压力难以缓解,美国银行业危机再度回归;国内地产基本面压力难以缓解,人民币贬值方向难以扭转。

**表：近几次美联储 FOMC 会议会后声明对比**

	2023 年 7 月会议声明	2023 年 9 月会议声明	2023 年 11 月会议声明
经济	<ul style="list-style-type: none"> <li>最近的指标显示,经济活动一直以温和的步伐扩张。近几个月就业增长强劲,失业率保持低位。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>最近的指标显示,经济活动一直以<b>稳健</b>的步伐扩张。<b>近几个月就业增长已放缓</b>,失业率保持低位。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>最近的指标显示,经济活动在<b>第三季度</b>以<b>强劲</b>的步伐扩张。<b>自今年早些时候以来,就业增长有所放缓,但仍强劲</b>。失业率保持低位。</li> </ul>
通胀	<ul style="list-style-type: none"> <li>通货膨胀保持高企。</li> <li>美国银行体系健全且有韧性。对家庭和企业更为收紧的信用环境可能对经济活动、招聘和通胀造成压力。这些影响的程度是不确定的。委员会仍然高度关注通胀风险。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>通货膨胀保持高企。</li> <li>美国银行体系健全且有韧性。对家庭和企业更为收紧的信用环境可能对经济活动、招聘和通胀造成压力。这些影响的程度是不确定的。委员会仍然高度关注通胀风险。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>通货膨胀保持高企。</li> <li>美国银行体系健全且有韧性。对家庭和企业更为收紧的<b>金融</b>和信用环境可能对经济活动、招聘和通胀造成压力。这些影响的程度是不确定的。委员会仍然高度关注通胀风险。</li> </ul>
货币政策工具	<ul style="list-style-type: none"> <li><b>委员会决定将联邦基金利率的目标区间上调至 5.25%-5.5%。委员会将继续评估新的信息及</b></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li><b>委员会决定将联邦基金利率目标区间维持在 5.25%至 5.5%的水平不变。委员会将继续评估</b></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>委员会决定将联邦基金利率目标区间维持在 5.25%至 5.5%的水平不变。委员会将继续评估</li> </ul>

	<p><b>其对货币政策的影响。</b>为了判断可能适合使通胀率随着时间推移回到 2% 的额外政策紧缩程度，委员会将考虑货币政策的累积紧缩、货币政策影响经济活动和通胀的滞后性，以及经济和金融形势变化。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● 委员会坚定致力于让通胀回归其 2% 的目标。</li> <li>● 如之前公布的计划所述，委员会将继续减持美国国债、机构债券和机构抵押贷款支持证券。</li> </ul>	<p>新的信息及其对货币政策的影响。为判断可能适合让通胀随着时间推移回到 2% 的额外政策紧缩程度，委员会将考虑货币政策的累积紧缩、货币政策影响经济活动和通胀的滞后性，以及经济和金融形势变化。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● 委员会坚定致力于让通胀回归其 2% 的目标。</li> <li>● 如之前公布的计划所述，委员会将继续减持美国国债、机构债券和机构抵押贷款支持证券。</li> </ul>	<p>新的信息及其对货币政策的影响为判断可能适合让通胀随着时间推移回到 2% 的额外政策紧缩程度，委员会将考虑到，货币政策的累积紧缩、货币政策影响经济活动和通胀的滞后性，以及经济和金融形势变化。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● 委员会坚定致力于让通胀回归其 2% 的目标。</li> <li>● 如之前公布的计划所述，委员会将继续减持美国国债、机构债券和机构抵押贷款支持证券。</li> </ul>
--	---	---	--

表：历次金融工作会议要点梳理

时间	2023年中央金融工作会议 2023.10.30-10.31	2017年全国金融工作会议 2017.7.14-7.15	2012年全国金融工作会议 2012.1.6-1.7	2007年全国金融工作会议 2007.1.19-1.20	
会议议题	总结党的十八大以来金融工作，分析金融高质量发展面临的形势，部署当前和今后一个时期的金融工作。	遵循金融发展规律，紧紧围绕服务实体经济、防控金融风险、深化金融改革三项任务...	系统总结近年来的金融工作，分析当前金融改革开放发展面临的新形势，对今后一个时期的金融工作作出部署。	总结近年来的金融工作，分析当前金融形势，统一思想认识，全面部署今后一个时期的金融工作。	
背景及不足	金融领域各种矛盾和问题相互交织、相互影响，有的还很突出，经济金融风险隐患仍然较多， <b>金融服务实体经济的质效不高，金融乱象和腐败问题屡禁不止，金融监管和治理能力薄弱</b>	/	我国金融领域还存在一些突出问题和潜在风险。金融机构经营方式总体粗放，公司治理和风险管理仍存在不少问题，农村金融和中小金融机构发展相对滞后，金融监管能力有待提升，信贷政策与产业政策结合得还不够紧密，对实体经济的支持还不够及时有力。	当前金融领域仍存在不少矛盾和问题，主要是金融体系不健全，金融结构不合理，金融企业公司治理和经营机制不完善，国际收支不平衡加剧，金融风险隐患还不少。	
总体原则	<b>加快建设金融强国，全面加强金融监管，完善金融体制，优化金融服务，防范化解金融风险，坚定不移走中国特色金融发展之路。金融系统要切实提高政治站位，胸怀“国之大者”，强化使命担当，下决心从根本上解决这些问题，以金融高质量发展助力强国建设、民族复兴伟业。</b>	回归本源，服从服务于经济社会发展。优化结构，完善金融市场、金融机构、金融产品体系。强化监管，提高防范化解金融风险能力。市场导向，市场配置金融资源决定性作用。	要坚持金融服务实体经济的本质要求，牢牢把握发展实体经济这一坚实基础；坚持市场配置金融资源的改革导向，进一步明确政府作用的领域和边界；坚持创新与监管相协调的发展理念，支持金融组织创新、产品和服务模式创新；坚持把防范化解金融风险作为金融工作生命线，加强金融监管和调控能力建设；坚持自主渐进安全共赢的开放方针。	金融业处在一个重要转折期，也处在一个重要发展期。必须进一步增强做好金融工作的紧迫感和责任感，努力把金融改革发展推向新阶段，全面深化金融改革，促进金融业持续健康安全发展...	
具体部署	金融服务实体经济	要积极发展普惠金融，大力支持小微企业、“三农”和精准脱贫等经济社会发展薄弱环节，着力解决融资难融资贵问题。要加强对创新驱动发展、新旧动能转换、促进“双创”支撑就业等的金融支持，做好对国家重大发展战略、重大改革举措、重大工程建设的金融服务。要增强资本市场服务实体经济功能，积极有序发展股权投资，提高直接融资比重。	确保资金投向实体经济，有效解决实体经济融资难、融资贵问题，坚决抑制社会资本脱实向虚、以钱炒钱。为经济社会发展提供更多优质金融服务，金融行业要大力提升服务功能，扩大服务覆盖面，加大对薄弱领域的金融支持。重点支持经济结构调整、节能减排、环境保护和自主创新，特别要加快解决农村金融服务不足、小型微型企业融资难问题。	全面发挥金融的服务和调控功能，合理调控货币信贷总量，优化信贷结构。加大对中小企业、自主创新、社会事业和欠发达地区的金融支持。	
	金融监管	全面强化机构监管、行为监管、功能监管、穿透式监管、持续监管，消除监管空白和盲区，严厉打击非法金融活动。 <b>及时处置中小金融机构风险。建立防范化解地方债务风险长效机制，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制。健全房地产企业主体监管制度和资金监管...加快保障性住房等“三大工程”建设，构建房地产发展新模式。加强外汇市场管理，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。</b>	要把主动防范化解系统性金融风险放在更加重要的位置。早识别、早预警、早发现、早处置，着力防范化解重点领域风险，着力完善金融安全防线和风险应急处置机制。	加强和改进金融监管，切实防范系统性金融风险。银行业要建立全面审慎的风险监管体系。证券业要强化行为监管。保险业要加强偿付能力监管。防范化解地方政府性债务风险。	
	金融改革	发挥好中央金融工作委员会的作用， <b>切实加强金融系统党的建设</b> 。优化融资结构，更好发挥资本市场枢纽功能， <b>推动股票发行注册制走深走实</b> ，发展多元化股权融资。强化政策性金融机构职能定位，发挥保险业的经济减震器和社会稳定器功能。健全法人治理，完善中国特色现代金融企业制度， <b>完善国有金融资本管理，拓宽银行资本金补充渠道。</b>	要优化金融机构体系，完善国有金融资本管理，完善外汇市场体制机制。要完善现代金融企业制度，完善公司法人治理结构，优化股权结构，建立有效的激励约束机制，强化风险内控机制建设，加强外部市场约束。设立国务院金融稳定发展委员会，强化人民银行宏观审慎管理和系统性风险防范职责。	深化金融机构改革，着力加强公司治理，形成有效的决策、制衡机制，建立规范有效的激励约束机制。推进股权多元化，切实打破垄断，放宽准入，鼓励、引导和规范民间资本进入金融服务领域。政策性金融机构要坚持以政策性业务为主体，明确划分政策性业务和自营性业务，实行分账管理、分类核算。	继续深化国有银行改革，加快建设现代银行制度，稳步有序推进中国农业银行股份制改革，推进政策性银行改革。加快农村金融改革发展，完善农村金融体系。大力发展资本市场和保险市场，构建多层次金融市场体系。成立政府投资公司，加强外汇储备经营管理。
	金融对外开放	<b>着力推进金融高水平开放，确保国家金融和经济安全。</b> 坚持“引进来”和“走出去”并重， <b>稳步扩大金融领域制度型开放，提升跨境投融资便利化</b> ，吸引更多外资金融机构和长期资本来华展业兴业。增强上海国际金融中心的竞争力和影响力，巩固提升香港国际金融中心地位。加强优质金融服务，扩大金融高水平开放，服务好“走出去”和“一带一路”建设， <b>稳慎扎实推进人民币国际化。</b>	深化人民币汇率形成机制改革，稳步推进人民币国际化，稳步实现资本项目可兑换。要积极探索推动金融业对外开放，合理安排开放顺序要推进“一带一路”建设金融创新，搞好相关制度设计。	扩大金融对外开放，提高资源配置能力和金融安全保障水平。稳妥有序推进人民币资本项目可兑换，提高外汇储备经营管理水平。深化内地与港澳台金融合作，支持香港巩固和提升国际金融中心地位。加快上海国际金融中心建设。积极参与全球经济金融治理。	积极稳妥推进金融业对外开放。着力优化金融业开放结构，稳步推进资本市场对外开放...

## 免责声明

本研究报告由国投安信期货有限公司撰写,研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则,以合法渠道获得这些信息,尽可能保证可靠、准确和完整,但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据,不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证,无论是否已经明示或者暗示。国投安信期货有限公司将随时补充、更正和修订有关信息,但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本报告版权仅为国投安信期货有限公司所有,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。如引用发布,需注明出处为国投安信期货有限公司,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。国投安信期货有限公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。