

相关研究

《汇率的波动：利差的视角》2023.09.01

《存量房贷利率：怎么调？影响多大》  
2023.08.10

《与“货币”的赛跑——海通宏观研究框架》2023.08.06

分析师:梁中华

Tel:(021)23219820

Email:lzh13508@haitong.com

证书:S0850520120001

分析师:李俊

Tel:(021)23154149

Email:lj13766@haitong.com

证书: S0850521090002

## 加息周期的尾声 ——美联储 11 月议息会议点评

### 投资要点:

- **如期暂停加息。**2023年11月1日，美联储11月FOMC会议决定继续暂停加息。
- **声明变化不大。**关于经济方面，重申经济强劲；关于通胀方面，重申通胀压力；关于加息方面，重申委员会将评估货币政策的滞后影响；关于银行风险，重申美国银行稳健。
- **鲍威尔有何表态？**关于经济，韧性十足；关于通胀，任务仍未完成，目前没有明确信息确定通胀已经或将达到2%附近；关于加息，边走边看，本轮加息周期已经取得较大进展，但对于12月是否再加息、利率水平是否足够高、是否足以使通胀回到目标范围以及加息周期是否接近结束等方面，美联储正在“谨慎”看待；关于降息，暂无考虑。
- **根据CME观察显示，截至11月1日，市场预期美联储在12月大概率不加息，此后维持高利率水平到明年6月；市场预期美联储大概率在明年6月首次降息。**
- **往前看，我们预计，美联储加息周期或结束。**一方面，美国核心通胀或在未来一段时间继续延续下行的趋势；另一方面，从自然利率和实际经济增速角度考虑，目前2.5%的实际利率水平足够高。不过，降息尚早，需要耐心等待。

风险提示：美国经济超预期；美国货币政策调整超预期。

## 目 录

---

1. 如期暂停加息 .....	4
2. 声明变化不大 .....	4
3. 鲍威尔有何表态? .....	5
4. 加息周期或结束.....	7

## 图目录

图 1	美联储联邦基金目标利率水平 (%)	4
图 2	本轮加息周期是 1983 年以来最快、最多的 (%)	4
图 3	美国实际 GDP 增速与周度经济指数 (%)	5
图 4	美国通胀中位数和 16%截尾通胀平均数 (%)	5
图 5	美国家庭债务中 7 成以上是抵押贷款 (%)	6
图 6	美国抵押贷款利息支出占可支配收入比重 (%)	6
图 7	美国每个失业者对应 1.49 个职位缺口 (非农职位空缺数/总失业人数)	6
图 8	美国银行对小企业和中大型企业贷款收紧的比例大幅上升 (%)	6
图 9	市场预期美联储大概率将于明年 6 月降息	7
图 10	美国实际利率水平: 或已经明显高于自然利率 (%)	7

## 1. 如期暂停加息

**如期暂停加息。**2023年11月1日，美联储11月FOMC会议决定继续暂停加息，将联邦基金利率区间维持在5.25%-5.50%，全票通过。

**按计划缩表，**美联储将继续减持美国国债、机构债务和机构抵押贷款支持证券，每月上限为950亿美元（600亿美元国债和350亿美元MBS）。

图1 美联储联邦基金目标利率水平（%）

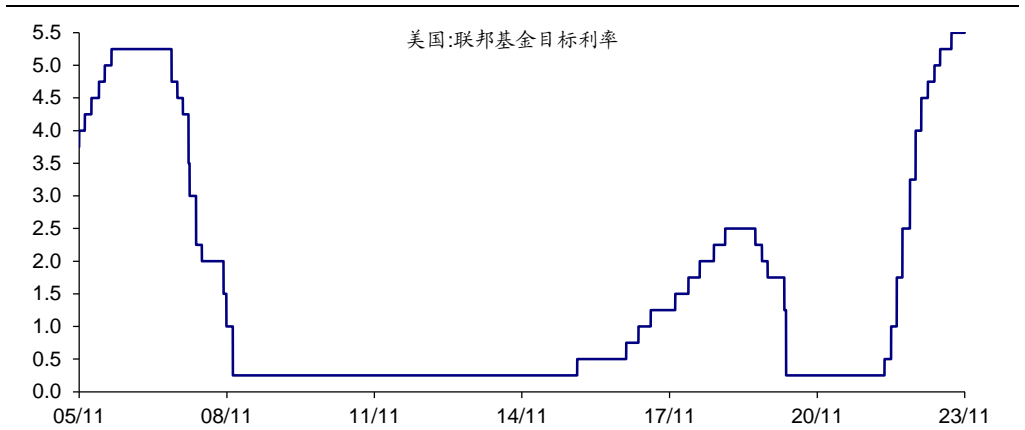
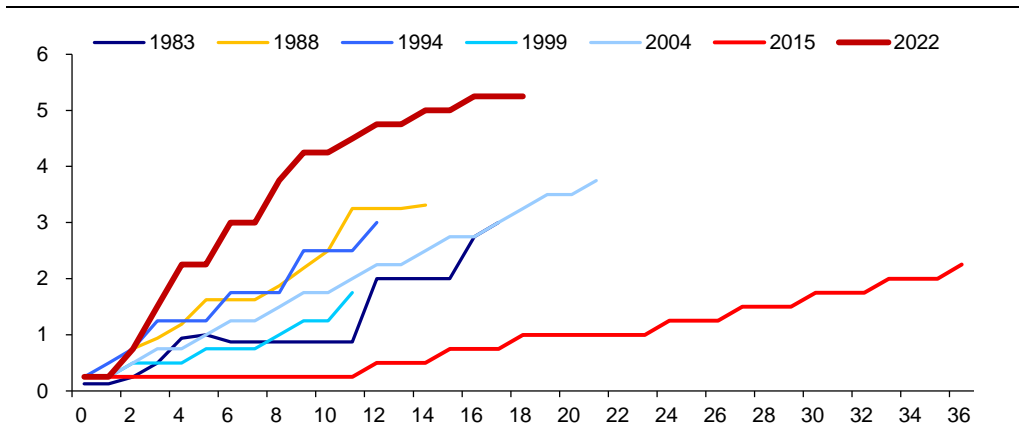
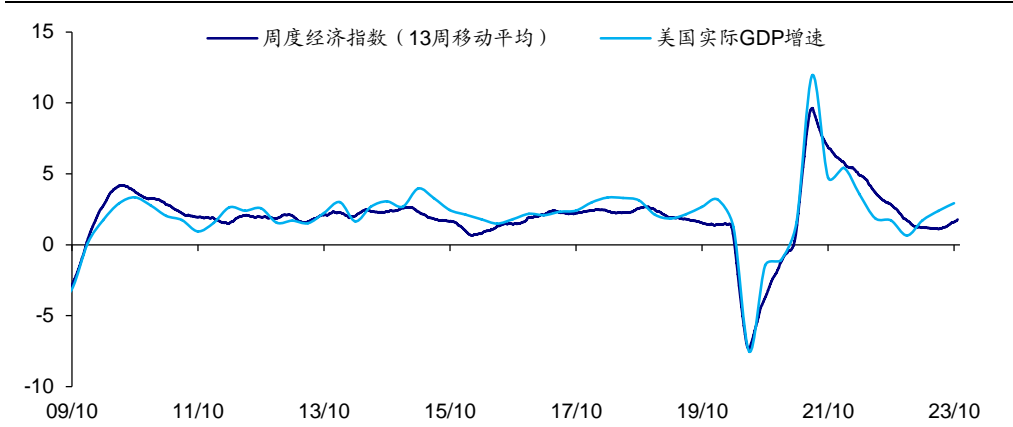


图2 本轮加息周期是1983年以来最快、最多的（%）



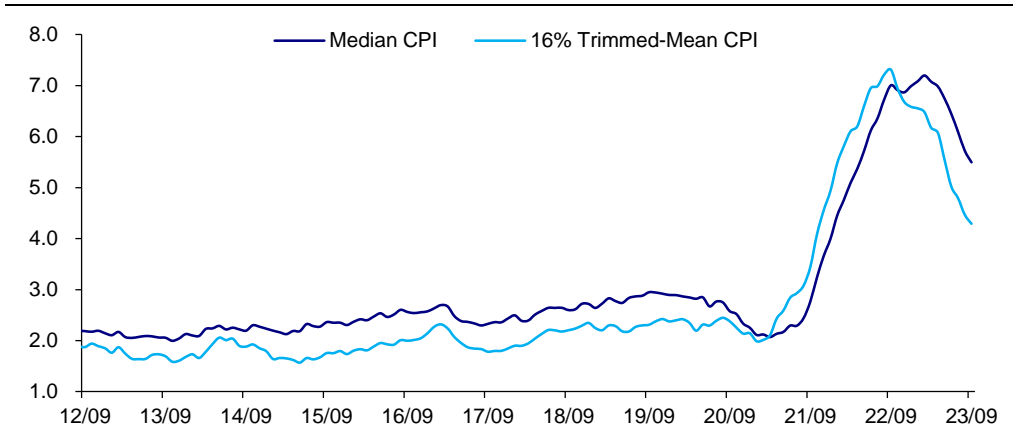
## 2. 声明变化不大

与2023年9月相比声明变化不大。关于经济方面，仍然强调经济强韧。由“经济活动一直在稳步扩张”修改为“第3季度经济活动以强劲的速度扩张”；维持“最近几个月，就业增长有所放缓，但仍然强劲，失业率也保持在较低水平”的看法。

**图3 美国实际 GDP 增速与周度经济指数 (%)**


资料来源：Wind，海通证券研究所

关于通胀方面，重申通胀压力。“通货膨胀仍然很高”、“委员会仍然高度关注通货膨胀风险”、“坚决致力于将通货膨胀率恢复到 2% 的目标”。

**图4 美国通胀中位数和 16% 截尾通胀平均数 (%)**


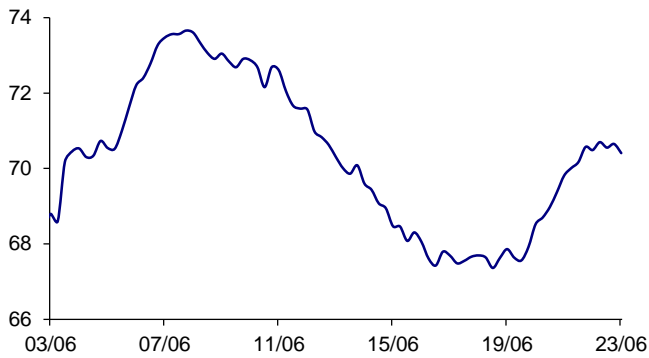
资料来源：美国克利夫兰联储官网，海通证券研究所

关于加息方面，重申委员会将评估货币政策的滞后影响。“委员会将继续评估更多信息及其对货币政策的影响”；“在确定随着时间的推移使通胀率回到 2% 的额外政策紧缩的程度时，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货膨胀的滞后，以及经济和金融发展”。

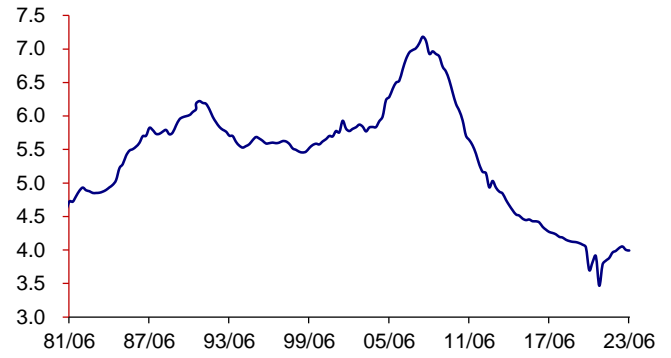
关于银行风险，重申美国银行稳健。“美国银行体系稳健且富有弹性”，“家庭和企业信贷条件收紧可能会拖累经济活动、就业和通胀，这些影响的程度仍不确定。”

### 3. 鲍威尔有何表态？

关于经济，韧性十足。美联储主席鲍威尔指出，经济的韧性表现让人意外。美联储在本次会议中没有将衰退重新纳入预测中。此外，美国公布的 3 季度 GDP 环比折年率高达 4.9%，其中消费是最主要的贡献。我们此前在报告《美国持续加息：消费为何还稳定？》中指出，美联储大幅加息后，美国消费依然稳定输出与多方面的因素影响。主要是因为美国居民家庭净资产大幅增值、财政扩张致使美国居民税负大幅下降以及债务负担仍处低位，这一定程度上与美国 2023 年财政扩张以及货币政策滞后效应还未体现有关。

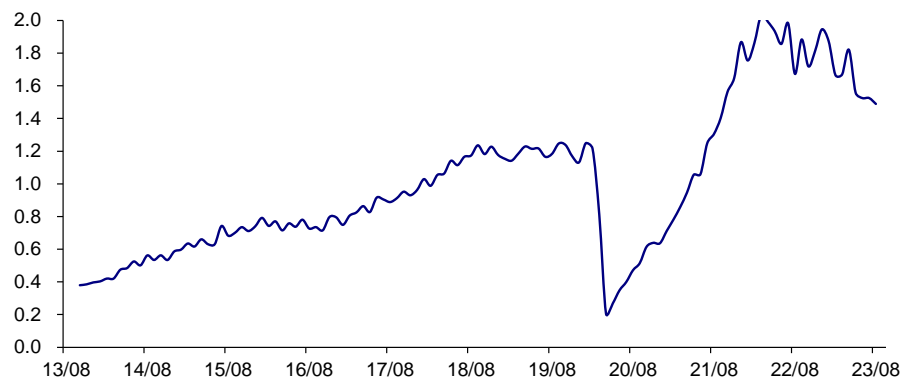
**图5 美国家庭债务中7成以上是抵押贷款 (%)**


资料来源：美国纽约联储官网，海通证券研究所

**图6 美国抵押贷款利息支出占可支配收入比重 (%)**


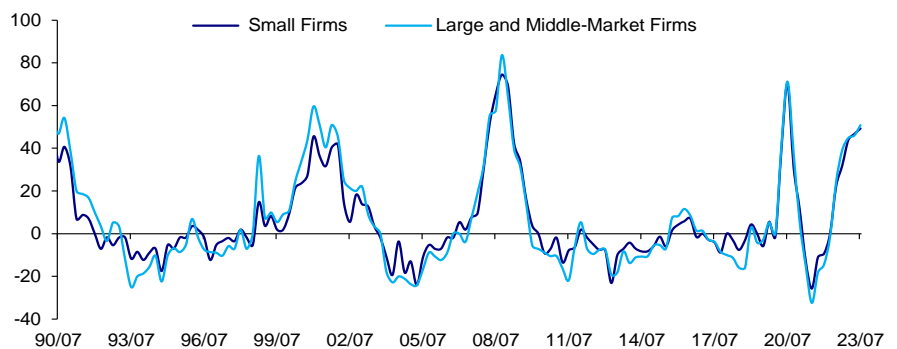
资料来源：美国圣路易斯联储官网，海通证券研究所

**关于通胀，任务仍未完成。**鲍威尔指出，最近几个月通胀的放缓是一个好的开始，纽约调查显示居民预期通胀将继续回落。但目前通胀压力仍大，通胀下行道路依然崎岖，**目前没有明确信息确定通胀已经或将达到2%附近。**并强调劳动力供需紧张有所缓解，过去18个月，薪资增速已经显著放缓，**未来劳动力市场的走势将是通胀走势的一个关键因素。**

**图7 美国每个失业者对应1.49个职位缺口（非农职位空缺数/总失业人数）**


资料来源：Wind，海通证券研究所

**关于加息，边走边看。**鲍威尔指出，货币政策具有限制性，货币政策的收紧对通胀施加了下行的压力，但是货币政策紧缩效应还没有全部体现。**在中性利率的估计范围内，目前利率水平已经高于中性利率，但中性利率的评估具有不确定性。**本轮加息周期已经取得较大进展，但对于12月是否再加息、利率水平是否足够高、是否足以使通胀回到目标范围以及加息周期是否接近结束等方面，美联储正在“谨慎”看待。

**图8 美国银行对小企业和中大型企业贷款收紧的比例大幅上升 (%)**


资料来源：FRED，海通证券研究所

关于降息，暂无考虑。鲍威尔指出，目前没有考虑降息的问题，美联储倾向于货币政策应当在多长时期内保持限制性。对于美联储而言，当前的问题在于，是否还需要再加息。且目前美联储也没有考虑调整缩表速度的计划。后续会议将逐次决定，将依据经济和通胀数据。

根据 CME 观察显示，截至 11 月 1 日，市场预期美联储在 12 月大概率不加息，此后维持高利率水平到明年 6 月；市场预期美联储大概率在明年 6 月首次降息。

图9 市场预期美联储大概率将于明年 6 月降息

CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES												
MEETING DATE	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575	575-600
2023/12/13					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	77.6%	22.4%	0.0%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	69.6%	28.1%	2.3%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	14.6%	60.9%	22.7%	1.8%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.9%	27.0%	50.7%	17.1%	1.3%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.0%	21.5%	45.1%	25.1%	5.1%	0.3%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.9%	14.6%	36.3%	32.5%	12.5%	2.1%	0.1%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.2%	9.8%	28.1%	33.9%	20.1%	6.0%	0.9%	0.0%
2024/11/7	0.5%	4.8%	17.5%	30.5%	28.1%	14.2%	3.9%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.3%	3.1%	12.5%	25.5%	29.1%	19.6%	7.9%	1.8%	0.2%	0.0%

资料来源：CME，海通证券研究所，截至 11 月 1 日。

## 4. 加息周期或结束

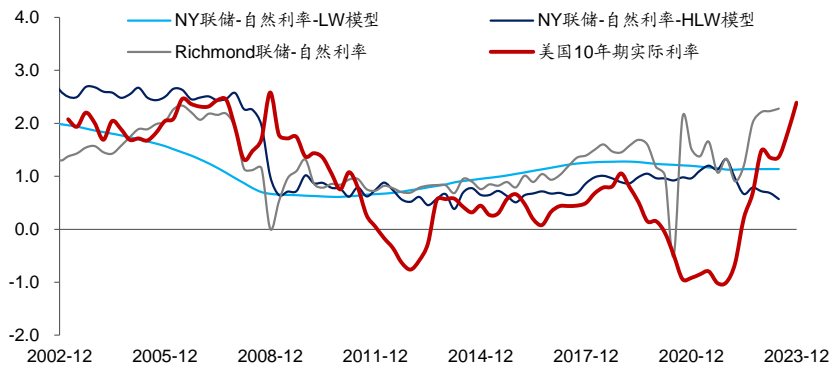
往前看，我们预计，美联储加息周期或结束。一方面，虽然美国整体通胀有所反弹，但美国核心通胀或在未来一段时间继续延续下行的趋势。

另一方面，美国的实际利率水平或已足够高。我们在此前的报告《5%的美债利率：是否偏高了？》中指出，当前 2.5% 附近的美债实际利率是否太高，可以去和自然利率去做对比，因为自然利率是经济和通胀达到稳定状态时的利率水平。

如果按照纽约联储的测算，那当前 2.5% 附近的实际利率水平已经明显高于自然利率水平，对经济已经在发挥明显的紧缩效果。即使和 Richmond 联储测算的 2% 以上的自然利率相比，当前 2.5% 附近的美债实际利率水平也足够高，也是达到了紧缩的目的。

我们预计降息尚早。考虑到美国经济短期有韧性，后续下行节奏或较慢，明年核心通胀或较长时间在 3% 以上，美联储或不会那么快转向。因而，对美联储降息要有耐心。

图10 美国实际利率水平：或已经明显高于自然利率（%）



资料来源：New York Fed, Richmond Fed, 海通证券研究所

风险提示：美国经济超预期；美国货币政策调整超预期。

## 信息披露 分析师声明

梁中华 宏观经济研究团队  
李俊 宏观经济研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。