宏观研究

【粤开宏观】美联储紧缩拐点将至，但高点或超预期：11 月美联储议息会议点评

2022 年 11 月 03 日

分析师：罗志恒
执业编号：S0300520110001
电话：010-83755580
邮箱：luozhiheng@ykzq.com

分析师：方堃
执业编号：S0300521050001
电话：010-83755575
邮箱：fangkun@ykzq.com

近期报告

《【粤开宏观】积极财政助力经济稳步回升：三季度财政数据点评》2022-10-25

《【粤开宏观】从财税视角看云南：彩云之南的“美”与西南边陲的“愁”》2022-10-31

《【粤开宏观】关于基础设施基金入股城投公司的几点思考》2022-10-31

《【粤开宏观】解读三季度中国和广东经济产业形势》2022-11-02

《【粤开宏观】从财税视角看四川：“天府之国”的烦恼》2022-11-02

事件

当地时间 11 月 2 日，美联储公布利率决议，即日起加息 75bp，缩表速度每月 950 亿美元。本次会议声明释放鸽派信号，而鲍威尔鹰派讲话引发市场波动，美股市场先涨后跌，标普 500、纳斯达克指数大跌 2.50%、3.36%。

摘要

本次议息会议受到高度关注，市场预期政策或发生转向。一是中期选举等政治因素或限制美联储紧缩的力度；二是市场担忧美联储过度紧缩引发衰退风险，期待加息放缓乃至政策转向（Fed Pivot）。

1、政策决议：美联储加息 75bp，系年内连续第四次，政策利率升至 3.75%-4.00%。本次会议依然维持加息和缩表不变，是因为经济数据“强现实”。美国通胀粘性超预期，就业市场和经济增长仍颇具韧性，尚不支持美联储放缓加息。

2、会议声明：本次会议声明鸽派程度超市场预期，特别提及了调整加息速度需要考虑的几个因素，相当于为下次会议加息放缓至 50bp 做了铺垫。主要变化体现在：一是新增了对未来调整加息速度的描述，需要考略加息的累积效应（cumulative tightening）、货币政策滞后性，以及未来经济衰退和金融风险；二是重申紧缩抗通胀的政策立场，实现 2%的通胀目标要求美联储持续加息，直至利率达到足够限制性（sufficiently restrictive）的水平。

3、答记者问：鲍威尔在开场白中，虽然重申在某个时候放缓加息是合适的，但同时强调紧缩之路还在进行，终点利率会高于此前预期，意在扭转市场过于乐观的情绪。一是淡化货币政策立场转向。鲍威尔表示加息速度放缓不太重要，更为重要的是加息周期走多远（how far to go），现在还没有过度紧缩，目前考虑暂停加息还为时过早。二是淡化美国经济疲软的担忧，美国经济仍有机会软着陆，但窗口正在变窄。三是淡化海外风险担忧，如果美联储抗通胀失败，全球形势并不会变得更好，而美国物价稳定对全球经济是好事。

4、市场反应：鸽派的会议声明刺激了市场的乐观情绪，但鲍威尔的鹰派发言让市场重回悲观。鲍威尔发言淡化了放缓加息的意义，反而暗示未来加息的终点利率高于市场预期，市场风险偏好转为下行，美股跌幅扩大，美债利率和美元指数上行。

5、本次会议标志着美联储加息进入“风险管理”的新阶段。此前加息抑制通胀是无条件，优先级是最高的。但随着经济衰退和金融风险的临近，美联储需要在抑制通胀和管理风险中求平衡。本次会议过后，市场的风险点在于加息的高度，加息终点或将继续抬升至 5%以上。

6、美联储加息速度更慢，但加息终点或更高更持久。美联储放缓加息并不

等于停止加息，似乎是在“以时间换空间”，更慢的加息速度会带来更长的加息周期。不要低估通胀的韧性，也不要低估美联储加息的决心。

7、当前美国国内金融风险尚处于可控范围，不足以引发金融危机，美联储被迫宽松的概率较低。一是美债市场流动性风险加大，美财政部已经考虑回购国债对冲风险。二是企业信用利差走阔，违约风险仅存在局部如高收益债企业部门。三是居民杠杆水平不高，房贷风险有限。

风险提示：美国经济需求超预期走弱；脆弱部门爆发流动性危机。

目 录

一、政策决议：年内第四次加息 75bp 4
二、会议声明：暗示未来放缓加息幅度 4
三、答记者问：尚未过度紧缩，终点利率或高于预期 5
四、通胀风险高于金融风险，加息的速度让位于加息的高度 6

图表目录

图表 1： 美联储连续第四次加息 75bp 4
图表 2： 2022 年 11 月和 9 月会议声明比较 5
图表 3： 鲍威尔答记者问后主要大类资产表现 6
图表 4： 美债 10 年期与 3 个月收益率利差已经倒挂 7
图表 5： 美国公司债信用利差明显走阔 8
图表 6： 美国居民信贷违约率远低于金融危机时期 8

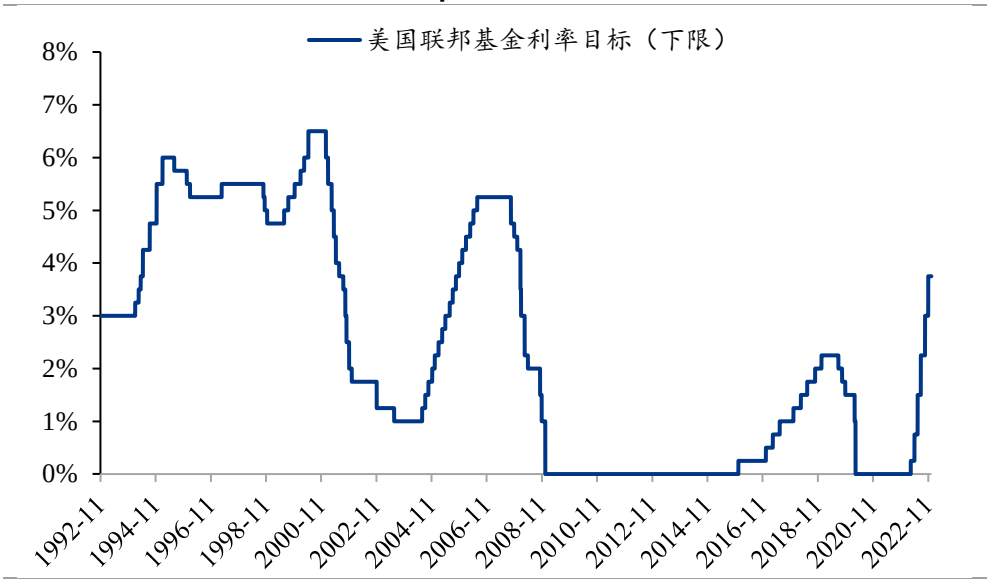
一、政策决议：年内第四次加息 75bp

美联储 11 月利率决议，加息和缩表节奏均保持不变。美联储加息 75bp，系年内连续第四次，政策利率已经达到 3.75%-4.00%。美联储维持现有缩表速度不变，每个月减持 600 亿美元的国债和 350 亿美元 MBS。

市场高度关注本次议息会议是因为存在政策转向预期。一是政治因素可能会限制美联储紧缩的力度，临近 11 月 8 日中期选举，任何政策不确定性都会刺激投资者神经，引发市场波动；二是市场对美联储风险管理的预期在升温，包括美国财长耶伦、美联储副主席在内的多位高管提及过度紧缩风险，市场期待加息放缓政策转向。

本次会议依然维持加息和缩表不变，是因为经济数据“强现实”。近期美国通胀粘性超预期，就业市场和经济增长仍颇具韧性，并不支持美联储放缓加息。一是美国 9 月 CPI 同比回落不及预期，且核心 CPI 反而创出历史新高，“工资通胀螺旋”使得服务业通胀粘性加大。二是美国三季度 GDP 环比重回正增长，主要归功于外需带动出口增长，服务消费以及私人设备投资依然较强。三是美国非农就业数据依然保持正增长，失业率重拾下行走势，职位空缺率仍处高位，表明劳动力市场依然紧俏。

图表1：美联储连续第四次加息 75bp



资料来源：美联储、粤开证券研究院

二、会议声明：暗示未来放缓加息幅度

本次会议声明鸽派超市场预期，最大变化体现在加息速度的表述。特别提及了调整加息速度需要考虑的几个因素，相当于为下次会议加息放缓至 50bp 做了铺垫，市场对紧缩政策转向更加乐观。

一是新增了对未来调整加息速度的描述。一方面承认了调整加息步伐的可能，原因是多方面的，包括超常规的加息的累积效应（cumulative tightening）、货币政策滞后性，以及未来经济衰退和金融风险；另一方面依然没有给出何时放缓加息幅度的具体指引，美联储决策还是留有余地，未来加息仍有灵活性。即使下次会议加息的幅度减少，也不意味着加息周期会提前结束，更慢的加息速度反而可能意味着更长的加息周期。

二是重申紧缩抗通胀的政策立场。实现 2%的通胀目标要求美联储持续加息，直至利率达到足够限制性（sufficiently restrictive）的水平。这进一步强化了美联储抗通胀的

决心，暗示当前利率还不足够高，本轮加息周期的终点仍有超出预期的可能。

三是本次会议并未出现反对票。近期有持鸽派立场的票委已经表态考虑放缓加息，本次会议一致的票型显示，下次会议放缓加息、政策转向或得到更多票委支持。

图表2：2022 年 11 月和 9 月会议声明比较

	2022 年 9 月会议声明	2022 年 11 月会议声明
利率	将联邦基金利率的目标区间提高至 ~~3.0-3.25%~~，并预计继续加息是适当的。	将联邦基金利率的目标区间提高至 3.75-4%，并预计继续加息是适当的，达到足够限制性的政策立场，以实现 2%的通胀目标。在确定未来加息的速度时，委员会将考虑货币政策的累积紧缩效应、货币政策对经济活动和通货膨胀影响的滞后效应以及经济与金融的进展。
经济	最近的指标表明支出和生产增长温和。近几个月就业增长强劲，失业率保持在较低水平。	最近的指标表明支出和生产增长温和。近几个月就业增长强劲，失业率保持在较低水平。
缩表	委员会将继续减少其持有的国债和机构债务以及机构抵押贷款支持证券，如 5 月份发布的缩表计划所述。	委员会将继续减少其持有的国债和机构债务以及机构抵押贷款支持证券，如 5 月份发布的缩表计划所述。
通胀	通货膨胀仍然居高不下，反映出与疫情相关的供需失衡、食品和能源价格上涨以及更广泛的价格压力。	通货膨胀仍然居高不下，反映出与疫情相关的供需失衡、食品和能源价格上涨以及更广泛的价格压力。
风险	俄罗斯对乌克兰的战争正在造成巨大的人类和经济困难。战争和相关事件正在给通胀带来额外的上行压力，并给全球经济活动带来压力。委员会高度关注通胀风险。	俄罗斯对乌克兰的战争正在造成巨大的人类和经济困难。战争和相关事件正在给通胀带来额外的上行压力，并给全球经济活动带来压力。委员会高度关注通胀风险。
投票	全票通过	全票通过

资料来源：同花顺 iFind、粤开证券研究院

三、答记者问：尚未过度紧缩，终点利率或高于预期

鸽派的会议声明刺激了市场的乐观情绪，但鲍威尔的鹰派发言让市场重回悲观。本次利率决议释放了放缓加息信号，鸽派超出市场预期，市场风险偏好提升，体现在美股标普 500、纳斯达克指数纷纷由跌转涨，而紧缩预期消退驱动美债 2 年期利率下行 10bp，美元指数也小幅下跌。但是鲍威尔发言中淡化了放缓加息的作用，反而暗示未来加息的终点利率可能高于市场预期，市场风险偏好转为下行，美股跌幅扩大，美债利率和美元指数上行。截至收盘，标普 500 指数、纳斯达克指数分别大跌 2.5%、3.36%，美债 2 年期利率上行至 4.64%，美元指数上涨 0.50%。

鲍威尔在开场白中，扭转了部分鸽派预期。鲍威尔进一步解释了加息立场的变化，与前 2 次会议相一致，他重申在某个时候放缓加息是合适的，未来需要逐次会议根据经济数据变化做决定。但是他同时强调紧缩之路还在进行，终点利率可能会高于此前预期，意在扭转市场过于乐观的情绪。

图表3：鲍威尔答记者问后主要大类资产表现

资料来源：wind、粤开证券研究院

首先，淡化货币政策立场转向。记者首先问及放缓加息的时点，鲍威尔在避免传递宽松信号，他表示加息速度放缓现在不太重要了，更为重要的是加息周期走多远（how far to go），目前来看美联储仍会持续加息，直至实际利率回到正值。这意味着，未来美联储加息的高度，将接近于通胀回落的点位，政策利率最终有可能高于 5%。记者又问道如何判断货币政策是否足够紧缩。鲍威尔定调现在还没有过度紧缩（overtightened），一方面，即使到了过度紧缩的程度，美联储仍然可以动用货币政策工具来支持经济活动。另一方面，若紧缩力度不够，一两年内可能都控制不了通胀。本次会议讨论了放慢加息速度，但目前考虑暂停加息还为时过早（premature to think about pausing rate hikes）。从风险管理的角度看，要特别警惕紧缩不够和放松过早的错误。

其次，淡化美国经济疲软的担忧。有记者问及通胀下降的证据。鲍威尔称长期通胀预期已经小幅回落，但短期通胀预期处于上升趋势，非常令人担忧。目前整体通胀回落的节奏比较慢，核心通胀仍在创新高，美联储持续加息，住房市场正在降温，租金增速会在某个时候放缓，需要实现供需平衡。还有记者关心就业的韧性。鲍威尔表态，劳动力市场仍然供需失衡，虽然一直在寻找劳动力市场逐渐复苏和经济放缓的迹象，希望看到职位空缺数和辞职人数进一步下降，但目前这些迹象还不明显。在被问及美国经济衰退风险时，鲍威尔表态谨慎乐观，美国经济仍有机会软着陆，但窗口正在变窄，目前没人知道美国经济会否衰退，也没人知道衰退程度会有多深。

再次，淡化海外风险的担忧。有记者担心强势美元给全球经济的负面溢出效应，鲍

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：
https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_48133