

斜率逐步趋缓，终点小幅上修

——美联储11月议息会议传递的信息

核心观点

11月美联储继续加息75BP，会后联储指出12月可能放慢加息但利率终点或高于9月联储预期。我们认为这一表述隐含的政策路径是：12月和1月将各加息50BP。整体来看，本次议息会议的态度相对中性，传递的信号与会前联邦基金利率期货定价一致。伴随联储“官宣”加息终点再次上修，10年期美债利率可能进一步上攻4.5%，2年期美债利率可能进一步上攻5%。

□ 联储指出12月放慢加息但终点或高于预期，隐含路径是12月、1月各加50BP利率区间方面，美联储加息75BP将基准利率区间上调至3.75%-4%区间，符合市场与我们预期。缩表方面，美联储将按950亿美元/月的原定计划继续执行（对应600亿国债+350亿MBS）。

会议声明中，美联储对未来加息节奏增加新的政策表述：一是为达到合意的紧缩水平，未来将继续加息；二是评估未来的加息速度时，美联储将综合考虑此前累计的加息幅度，紧缩政策对经济、通胀以及金融活动的滞后效应。会后的记者问答中，鲍威尔进一步指出：12月可能讨论放缓加息、终端利率可能高于此前预期。综合以上表述，我们认为：12月加息速度可能降至50BP，年内的利率路径将与9月点阵图中的指引一致，符合我们前期判断。2023年1月可能继续加息50BP，终端利率可能升至4.75%-5.0%区间，2023年的利率终点略高于9月点阵图水平。

□ 对通胀和经济表述增量信息有限，本次会议联储整体态度中性与期货定价一致
通胀方面，美联储对于通胀风险的表述并未出现明显的边际变化，认为当前通胀压力仍然较大且劳动力市场仍然较为紧张，俄乌问题仍是通胀最大的上行风险。经济方面，美联储认为四季度经济将进一步放缓，基本与9月预测一致。整体来看，我们认为鲍威尔本次议息会议的态度相对中性，且隐含的加息路径与会前联邦基金利率期货定价一致。各类资产价格在会议期间均保持宽幅震荡：美元会议期间曾跌至110.4，此后重新反弹至112附近。10年美债利率一度跌破4%，此后逐步回升至4.1%以上；美股在会议期间一度大幅上涨，截至报告时再度转为下跌，纳斯达克跌幅超过2%。

□ 中选结束或影响联储进一步推进紧缩，但核心CPI尚未拐头转向鸽派同样较难
美国时间11月8日即将迎来美国2022年中选，当前美国选民的核心诉求主要集中在通胀领域，在这一背景下预计中选后联储进一步加码紧缩对抗通胀的政治压力将有所减少。我们认为中选对于未来利率路径的影响主要体现在：未来利率终点进一步大幅上修的概率较低，但在核心CPI持续反弹的背景下美联储转向鸽派同样不易（9月核心CPI同比增速6.6%，连续两个月反弹，且罢工压力存在一定的扩散风险，详细请参考前期报告《铁路罢工后遗症初现，密切关注扩散压力》），整体来看，我们认为12月点阵图的利率终点与本次会议的指引将保持一致（预计22年末利率水平为4.25%-4.5%；2023年末利率水平位于5%附近）。

□ 财政部回购以置换形式开展概率大，不释放基础货币或干预利率曲线非宽松行为
近期财政部向一级交易商征询回购的可行性，不宜将该动作理解为宽松信号，我们认为回购老券，并以同品类新券进行置换的概率较高，不会额外投放基础货币，也不会干预利率曲线，不宜将其理解为宽松信号。

耶伦曾经在10月演讲中指出：“财政部考虑回购的一个重要原因是一级交易商的做市能力（主要是资产规模增速受到监管约束），难以匹配规模迅速膨胀的国债市场”。2008年金融危机后，金融监管加严尤其是2014年正式生效的SLR在很大程度上约束了银行的扩表能力（SLR全称补充杠杆率，主要限制美国银行在一级资本基础上可以持有的总风险敞口，主要约束银行的扩表能力，疫情后美联储的多项调查均指向SLR是银行不再吸储扩表的重要原因，详细可参考前期报告《美

分析师：李超
执业证书号：S1230520030002
lichao1@stocke.com.cn

分析师：林成炜
执业证书号：S1230522080006
linchengwei@stocke.com.cn

相关报告

国逆回购抽水, Taper 渐行渐近》), 但财政的扩张导致国债规模迅速膨胀, 银行总资本/国债总规模的比值自 2008 年以后迅速下降并在当前创下历史新低, 做市能力逐步下降。

在此背景下, 为了增强国债市场流动性, 同时借鉴 2000 年美国财政部的回购先例, 我们认为财政部回购老券, 并发行同期限新券进行置换的概率较高。美国国债二级市场的核心标的主要是财政部最近发行的不到 200 只债券, 老券的流动性会逐渐下降。财政部这一操作可以回收交易商手中流动性较差的老券并以新券进行置换, 从而在不释放流动性以及不干预利率曲线的前提下改善国债市场流动性。

- **美联储转向条件是通胀回落或金融稳定威胁, 2023 年 Q2 可能逐步释放转向信号**
展望未来, 我们认为美联储的政策转向需要的条件是: **重大金融稳定风险的威胁或通胀的实质性回落**。综合来看, 美联储最早可能在 2023 年 Q2 通过点阵图 (例如在点阵图中下修 2024 或 2025 年的远期政策预期) 或政策指引传递宽松预期。从金融稳定的角度来看, 欧债压力的风险是当前全球面临最大的金融稳定问题。我们认为这一风险可能在本轮欧洲冬季用暖季 (2023 年 Q1) 爆发并成为美联储政策立场转向的重要诱发因素。欧债风险如果爆发, 美国金融稳定压力将受明显扰动, 压力将不仅局限在部分债务压力国的主权债, 美国持有的欧洲企业债同样将面临较大的下跌压力。从风险敞口规模看, 截至 2021 年末, 从欧元区 19 国看, 美国共计持有欧债 8555 亿美元, 占美国持有所有海外债券头寸的 20%。
从通胀的角度来看, 过往联储政策存在共性规律: 每一轮降息周期启动时, 通胀水平均低于政策利率水平。考虑到其广泛适用性, 我们可以将这一规律作为美联储降息的一项“隐性标准”。从当前情况来看, 本轮美联储加息的利率终点预计位于 4.5%-4.75% 一线, 中性估计美国 CPI 可能最早在 Q2 即满足这一“隐性标准”。(详细请参考我们的年度策略报告《万里风云, 峰回路转》海外篇)。

- **伴随加息终点小幅上修, 10 年期美债利率存在进一步上攻 4.5% 的可能性**

美债方面, 我们曾于前期报告指出在核心 CPI 仍处于上行通道的背景下不宜过早交易联储转鸽预期, 近日市场表现印证我们此前判断。伴随加息终点的再次上修, 10 年期美债利率可能进一步上攻 4.5%, 2 年期美债利率可能进一步上攻 5%。

美股方面, 在盈利估值两端短期仍存不确定性的背景下, 美股短期仍应保持谨慎。

美元方面, 未来欧洲情况演变仍是关键变量。短期来看, 欧债压力仍有进一步加剧风险, 一旦危机爆发, 美元仍可能进一步反弹向 120 冲高。

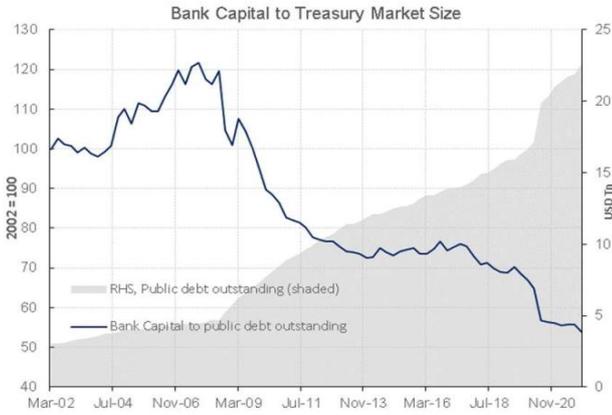
黄金方面, 我们认为当前黄金具有较高配置价值, 欧债潜在压力将利多黄金, 主要源于避险逻辑 (从 2010 年经验来看, 美元、黄金两大避险资产在欧债危机期间均有较好表现); 未来全球央行转向宽松驱动实际利率回落也将对黄金形成提振。

- **风险提示**

欧洲主权债务压力超预期; 美国通胀超预期恶化

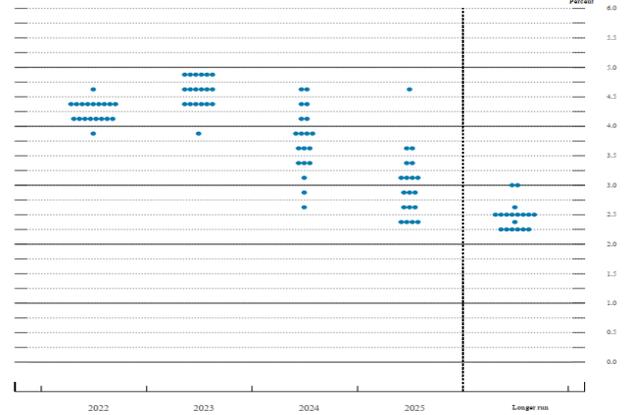
1.重要图表

图1： 银行资产规模和国债市场的比值变化



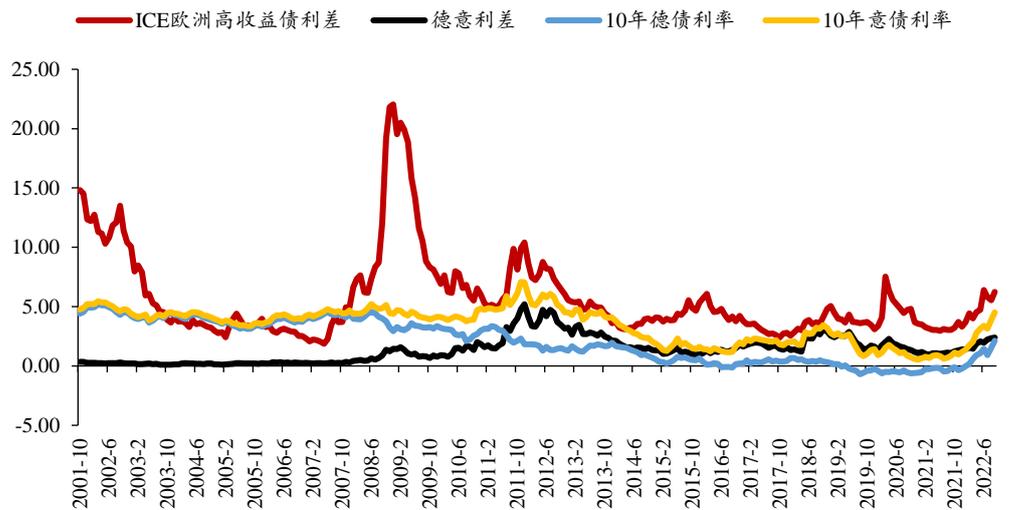
资料来源：美国财政部，浙商证券研究所

图2： 9月美联储点阵图



资料来源：美联储，浙商证券研究所

图3： 欧洲主权利差和企业信用利差走势图（%）



资料来源：Eurostat，浙商证券研究所

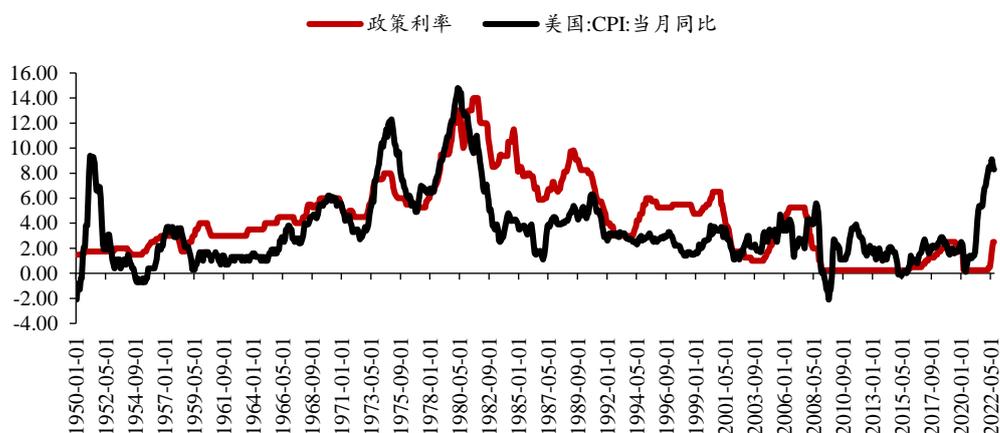
表1： 美国主体跨境持有欧债的规模及占比情况（%）

发行国家	总持有量	债券发行主体				
		银行	其他金融机构	其他	政府	非金融机构
奥地利	149.99	9.78	55.09	55.09	46.68	38.43
比利斯	119.95	4.64	1.8	1.8	69.41	44.09
塞浦路斯	7.67	0.28	0.01	0.01	6.76	0.62
爱沙尼亚	0.48	0	0	0	0	0.48
芬兰	150.85	37.37	53.77	53.77	36.3	23.41
法国	2169.03	608.35	512.26	512.26	541.94	506.48
德国	1037.91	446.18	34.95	34.95	357.55	199.24
希腊	24.41	0.16	0.03	0.03	23.74	0.48

爱尔兰	1193.23	7.79	574.04	574.04	28.85	582.55
意大利	547.31	150.6	15.78	15.78	301.44	79.49
拉脱维亚	0.98	0	0	0	0.98	0
立陶宛	5.34	0	0	0	5.23	0.11
卢森堡	714.92	74.6	178.73	178.73	12.9	448.7
马耳他	4.1	0	1.57	1.57	0	2.53
荷兰	1855.88	251.78	343.31	343.31	66.53	1194.25
葡萄牙	26.65	0.79	1.35	1.35	21.72	2.8
斯洛伐克	0	0	0	0	0	0
斯洛文尼亚	11.62	0.23	0.84	0.84	10.42	0.13
西班牙	535.05	154.49	14.6	14.6	239.12	126.83
全球债券持有量	42647.26	8638.58	10088.22	10088.22	9065.93	13189.31
欧洲债券持有量	8555.37	1747.04	1788.13	1788.13	1769.57	3250.62
欧债持有量占比	20.1%	20.2%	17.7%	17.7%	19.5%	24.6%
欧5国债券持有量	2326.65	313.83	605.8	605.8	614.87	792.15
欧5国债券持有量占比	5.5%	3.6%	6.0%	6.0%	6.8%	6.0%

资料来源：IMF，浙商证券研究所

图4：美联储政策利率和通胀的共性关系（%，1982年以前为贴现率，此后为联邦基金利率）



资料来源：Wind, Fred, 浙商证券研究所

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_48134

