平安证券

2022 年 11 月美联储议息会议解读

接纳不确定性

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号 S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

张璐 投资咨询资格编号 S1060522100001
ZHANGLU150@pingan.com.cn

研究助理

范城恺 一般证券从业资格编号 S1060120120052
FANCHENGKAI146@pingan.com.cn

事项：

美国时间 2022 年 11 月 2 日，美联储 11 月 FOMC 会议如期加息 75BP。市场感受先“鸽”后“鹰”：声明公布后，美股三大股指由跌转涨、且道指最高涨 1%以上，10 年美债利率曾跌至 3.98%，美元指数曾跌至 110.4。鲍威尔讲话后，美股三大股指转跌、纳指大跌 3.4%，10 年美债利率回升至 4.12%，美元指数回升至 112。

平安观点：

- **货币政策与声明：加息 75BP，在利率决策中将考虑货币政策的滞后影响。**加息方面，会议宣布上调联邦基金利率 75BP 至 3.75-4.00%目标区间。缩表方面，维持已经实施的缩表节奏，即每月被动缩减 600 亿美元国债和 350 亿美元机构债券和 MBS。美联储在 11 月会议声明中，有关经济和通胀的表述相较 9 月声明没有任何变化。但是，在表述货币政策的决策逻辑时，新增了“在确定今后的加息速度时，委员会将考虑货币政策的累积紧缩、货币政策对经济和通胀的滞后影响、以及经济和金融发展状况。”

- **鲍威尔讲话：“全方位”打破市场的“鸽派幻想”。首**先，鲍威尔虽然并未否认会考虑放缓加息，但却强调暂不会讨论何时停止加息，且预计加息终点会比此前预期的更高。其次，其强调如果货币政策过紧，美联储有足够的工具来帮助经济复苏；但如果紧缩不够，使通胀变得根深蒂固（entrenched），美联储将更为被动。再次，面对“房地产降温”和“全球经济衰退”两大可能阻碍美联储紧缩的风险，鲍威尔的表述比市场期望的更加淡定。最后，鲍威尔直言美国经济“软着陆”的空间更窄，进一步表现出美联储宁可制造衰退，也要坚决抗击通胀的决心。

- **接纳不确定性：美联储加息路径仍存在较大不确定性，12 月加息 50BP 或 75BP 都是可能选项。**1）美联储新增“前瞻指引”，可能考虑放缓加息但终端利率或更高。这可以从三个方面理解：一是，今年以来“前瞻指引”的可信性受到质疑，美联储需要占据更多主动。二是，在市场原来的预期中，12 月加息决策对终端利率或有较大影响，美联储需要对此进行弱化。三是，美债收益率曲线平坦化（甚至倒挂）压力亟需缓解。但正如美联储提到“滞后影响”，如果未来经济下行的节奏过快，又或者是通胀超预期反弹，即便美联储在 12 月选择加息 50BP，未来加息的幅度和次数，仍是难以预测的。2）遏制通胀仍是美联储的首要任务；目前的经济放缓信号和金融压力，尚不足以成为货币紧缩的掣肘。3）展望未来 1-2 个月，市场波动风险仍存：不排除美债利率创新高，美股或难大幅反弹。

- **风险提示：**美国通胀超预期、经济下行超预期、货币政策超预期等。

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

美国时间 2022 年 11 月 2 日，美联储 11 月 FOMC 会议如期加息 75BP，并新增前瞻指引，提到货币政策对经济和通胀的滞后影响，市场短暂交易未来加息速度放缓；但鲍威尔讲话暗示加息终点会更远，打破了市场的“鸽派幻想”。我们认为，美联储加息路径仍存在较大不确定性，12 月加息 50BP 或 75BP 都是可能选项。在此背景下，未来 1-2 个月的市场波动风险仍存，不排除美债利率创新高，美股或难大幅反弹。

一、货币政策与声明：第四次加息 75BP；在利率决策中将考虑货币政策的滞后影响

美联储 2022 年 11 月议息会议，宣布上调联邦基金利率 75BP 至 3.75-4.00%目标区间。同时，为配合新的联邦基金利率区间，美联储同时上调了其他多个政策利率：1）将存款准备金利率由 3.15%上调至 3.9%；2）将隔夜回购利率由 3.25%上调至 4%；3）将隔夜逆回购利率由 3.05%上调至 3.8%；4）将一级信贷利率由 3.25%上调至 4%。**缩表方面，美联储维持已经实施的缩表节奏，即每月被动缩减 600 亿美元国债和 350 亿美元机构债券和 MBS。**

图表1　美联储 2022 年 11 月和 9 月议息会议声明比较

2022 年 11 月美联储 FOMC 声明
美联储已做出以下决定，以实施联邦公开市场委员会在 2022 年 11 月 2 日的声明中宣布的货币政策立场：
■ 美联储系统理事会一致投票决定将准备金余额支付的利率提高至 ~~3.15%~~**3.9%**，自 2022 年 11 月 3 日起生效。
■ 作为其政策决定的一部分，联邦公开市场委员会投票授权和指示纽约联邦储备银行的公开市场服务台，除非另有指示，否则根据以下国内政策在系统公开市场账户中执行交易指示：
■ "自 2022 年 11 月 3 日起，联邦公开市场委员会指示：
● 必要时进行公开市场操作，以将联邦基金利率维持在 ~~3-3.25%~~**3.75-4%**的目标范围内。
● 进行隔夜回购协议操作，最低投标利率为 ~~3.25%~~**4%**，总操作限额为 5000 亿美元；主席可酌情暂时增加总操作限额。
● 以 ~~3.05%~~**3.8%**的发行利率和每天 1600 亿美元的每个交易对手限额进行隔夜逆回购协议操作；主席可酌情暂时提高每个交易对手的限额。
● 在拍卖中展期美联储持有的每个日历月到期的美国国债的本金支付金额，只针对每月超过 600 亿美元的部分。赎回不超过此上限的国库券，以及在息票本金支付低于每月上限的情况下赎回国库券。
● 将每个日历月收到的美联储持有的机构债务和机构 MBS 的本金支付金额再投资到机构 MBS，只针对每月超过 350 亿美元的部分。
● 如果出于运营原因需要，允许适度偏离规定的再投资金额。
● 必要时参与美元展期和息票掉期交易，以促进美联储机构 MBS 交易的结算。”
■ 在一项相关行动中，美联储系统理事会一致投票批准将初级信贷利率提高 3/4 个百分点至 **4%**，自 2022 年 11 月 3 日起生效。

资料来源: iFinD，美联储，平安证券研究所

美联储在 11 月会议声明中，有关经济和通胀的表述相较 9 月声明没有任何变化，仍然强调美国经济温和增长，就业市场格外强劲，通胀仍然处于高位，地缘冲突的影响仍在持续等。但是，**在表述货币政策的决策逻辑时，新增了两句重要的话：一是，美联储预计仍将继续加息，以达到“足够限制性（sufficiently restrictive）”水平使通胀重回 2%的目标。**9 月会议时鲍威尔在讲话中已经首次使用“足够限制性”的描述，本次将其纳入声明，说明这一表述更能贴合一个大幅超过“中性利率”（2.5%左右）的政策利率目标水平。

二是，**“在确定今后的加息速度时，委员会将考虑货币政策的累积紧缩、货币政策对经济和通胀的滞后影响、以及经济和金融发展状况。”**正如我们在报告《强数据”与“弱预期”——美联储会放慢加息脚步么？》中提到，当前美国经济正面临“强数据”（三季度 GDP 环比明显回升、失业率仍处于历史低位）和“弱预期”（经济高频数据走弱、美债收益率曲线平坦化乃

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

至倒挂）的窘境，市场对美国经济前景的担忧升温，继而也对美联储放缓加息抱有很强期待。因此，**该声明一度被市场解读为美联储加息速度即将放缓的信号**：声明公布后，美股三大股指由跌转涨、且道指最高涨 1%以上，10 年美债利率曾跌至 3.98%，美元指数曾跌至 110.4。

图表2　美联储 2022 年 11 月和 9 月议息会议声明原文比较

2022 年 11 月美联储 FOMC 声明（中文）	2022 年 11 月美联储 FOMC 声明（英文）
■ 最近的支出和生产指标温和增长。近几个月就业增长强劲，失业率保持在较低水平。通货膨胀仍然很高，反映了与大流行、食品和能源价格上涨和以及更广泛的价格压力相关的供需失衡。 ■ 俄罗斯对乌克兰的战争正在造成巨大的人类和经济困难。战争和相关事件对通胀造成了正在给通胀带来额外的上行压力，并对给全球经济活动造成了带来压力。委员会高度关注通胀风险。 ■ 该委员会的目标是在较长时期内以 2%的增长率实现最大的就业率和通货膨胀率。为支持这些目标，委员会决定将联邦基金利率的目标范围提高至 3.75-4%，并预计目标范围的持续增加将是适当的，以实现货币政策的立场，使其具有足够的限制性，使通货膨胀率随着时间的推移回到 2%。 在确定目标利率范围今后增加的速度时，委员会将考虑到货币政策的累积紧缩、货币政策对经济活动和通货膨胀的滞后影响、以及经济和金融发展。此外，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 月份发布的缩减美联储资产负债表规模的计划所述。委员会坚定地致力于将通货膨胀率恢复到 2%的目标。	■ Recent indicators point to modest growth in spending and production. Job gains have been robust in recent months, and the unemployment rate has remained low. Inflation remains elevated, reflecting supply and demand imbalances related to the pandemic, higher food and energy prices, and broader price pressures. ■ Russia's war against Ukraine is causing tremendous human and economic hardship. The war and related events are creating additional upward pressure on inflation and are weighing on global economic activity. The Committee is highly attentive to inflation risks. ■ The Committee seeks to achieve maximum employment and inflation at the rate of 2 percent over the longer run. In support of these goals, the Committee decided to raise the target range for the federal funds rate to 3-3/4 to 4 percent. The Committee anticipates that ongoing increases in the target range will be appropriate in order to attain a stance of monetary policy that is sufficiently restrictive to return inflation to 2 percent over time. In determining the pace of future increases in the target range, the Committee will take into account the cumulative tightening of monetary policy, the lags with which monetary policy affects economic activity and inflation, and economic and financial developments. In addition, the Committee will continue reducing its holdings of Treasury securities and agency debt and agency mortgage-backed securities, as described in the Plans for Reducing the Size of the Federal Reserve's Balance Sheet that were issued in May. The Committee is strongly committed to returning inflation to its 2 percent objective.

资料来源: iFinD，美联储，平安证券研究所

二、鲍威尔讲话："全方位"打破市场的"鸽派幻想"

鲍威尔在声明发布半小时后发表讲话并接受采访。在本月声明疑似释放转向信号的背景下，记者会十分关注任何放缓加息的信号。但是，**鲍威尔的发言"全方位"打破了市场的"鸽派幻想"：首先，鲍威尔虽然并未否认会考虑放缓加息，但却强调暂不会讨论何时停止加息，且预计加息终点会比此前预期的更高；其次，其强调如果货币政策过紧，美联储有足够的工具来帮助经济复苏；但如果紧缩不够，使通胀变得根深蒂固（entrenched），美联储将更为被动；再次，面对"房地产降温"和"全球经济衰退"两大可能阻碍美联储紧缩的风险，鲍威尔的表述比市场期望的更加淡定；最后，鲍威尔直言"软着陆"的空间更窄，进一步表现出美联储宁可制造衰退，也要坚决抗击通胀的决心。**

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

具体来看：

1）关于加息及加息路径。记者们在开场时就迫不及待地询问，12 月会议如何加息，是否会考虑再加 75BP。鲍威尔并未直接回应，而是提到目前**美联储加息决策要思考三个维度：多快、多高和多持久。**他认为，美联储已经做到了“快加息”，就目前而言，**“速度”可能没有那么重要了，后两个问题（加息至多高、维持多长时间）更加重要。**同时，其否认目前货币政策过紧（overtight），只不过美联储内部认为需要开始就何时放缓加息进行讨论了。但他强调，**本轮加息的终点应该高于此前（9 月会议时）的判断；而且现在讨论何时停止加息为时尚早（very premature）。**

2）关于“滞后影响”。本次声明中提到，美联储将思考货币紧缩对经济和通胀的滞后影响，记者们也就此寻求更详细的解释。鲍威尔称，货币政策的滞后影响一直以来已受到学术界广泛讨论。以往的经验是，货币政策影响金融市场、再影响经济与通胀。但这一次的不同之处是，金融市场（通过“预期”的作用）早于货币政策做出反应。只不过，目前尚不清楚金融市场对经济的影响有怎样的滞后效应，不确定会否有更快的影响。但是，（或是为了打消市场的“鸽派幻想”），鲍威尔作了一个非常重要的补充：**如果货币（被证实）过紧（而影响了经济），美联储有足够的工具来帮助经济复苏；但如果紧缩不够，使通胀变得根深蒂固（entrenched），美联储将更为被动。**这说明，即便货币紧缩可能带来双向风险（过紧或过松），但现阶段美联储宁可选择过紧、也不愿承受过松的风险，这与 9 月会议传递的信息一致（参考我们报告《美联储信誉保卫战》）。

3）关于就业。鲍威尔认为，尽管职位空缺从历史高位回落、工资增速也略有放缓，但当下美国就业市场整体图景仍然是供需失衡、格外紧俏的。有记者问工资与通胀的关系。鲍威尔称，工资和通胀之间存在相互作用，不过其不认为工资上涨是通胀上升的主要驱动（因通胀还有其他驱动因素），但美联储不愿看到工资和通胀螺旋上升的风险。

4）关于通胀。有记者问现在是否有迹象显示，通胀已经变得根深蒂固。鲍威尔称，长期通胀预期仍然比较稳定，短期通胀预期在近一个月有所反弹，这可能会影响工资。总之，目前美国通胀已经连续 18 个月高于目标水平，通胀预期的演绎还需观察。

5）关于房地产。有不少记者关心加息对房地产业的影响，这是因为房地产对利率最为敏感，而近期数据显示美国房地产销售、施工、价格等都明显降温。对于房地产市场的关注，本质上是关心加息的负面影响，继而寻求加息放缓的信号。鲍威尔承认，房地产市场受到了较大影响，但其试图淡化其对货币政策的掣肘。其强调，**美联储不仅只看一件事（房地产）；**而且重申，因没有紧缩到位而“犯错”的风险仍较（紧缩过度的风险）大。

6）关于“软着陆”。有记者问，目前美国经济“软着陆”的空间是否更窄、是否还有可能。鲍威尔称，“软着陆”的空间更窄了，但仍有可能。记者追问为何说空间更窄。鲍威尔直言，因为**还没看到通胀下来，尤其核心服务价格仍在上升，因而货币政策需要更加“限制性”，所以软着陆的空间更窄。**此外，其称就业数据对经济强弱的指示作用可能下降；目前不知道是否会衰退、以及衰退程度多深。由于鲍威尔直言“软着陆”前景更加悲观，美股跌幅也进一步加深。

7）关于全球经济风险。全球央行紧缩和经济衰退风险，也可能是美联储紧缩的掣肘之一。有记者问如何看待全球经济衰退风险。鲍威尔称，美联储密切关注全球经济和地缘政治风险，但不仅提到经济衰退风险，也提到了国际能源紧缺的风险、及对美国的外溢效应，并强调了美联储更加重视国内的通胀风险（因此仍需要积极紧缩而不是过早放缓）。有记者质疑美联储难以管控国际能源和食品价格。鲍威尔称，美联储通过管控需求，可以间接控制商品价格，况且除了能源和食品价格，还有更多环节的通胀压力需要缓解。鲍威尔的发言又一次打破了可能的“鸽派幻想”。

三、接纳不确定性

1、美联储新增“前瞻指引”，可能考虑放缓加息、但终端利率或更高，实际加息决策仍存较大不确定性。

本次会议中，美联储实质上新增了“前瞻指引”：一方面，告诉市场美联储的决策不像原来那样只依赖于即期数据，而会更加思考货币紧缩的滞后影响，为今后放缓加息节奏作了铺垫；另一方面，鲍威尔讲话暗示了本轮终端利率可能比预期得更高更远。

我们认为可以从三个方面理解这一举措：

一是，今年以来“前瞻指引”的可信性受到质疑，美联储需要占据更多主动。今年以来，美联储的前瞻指引已经被频繁推翻：

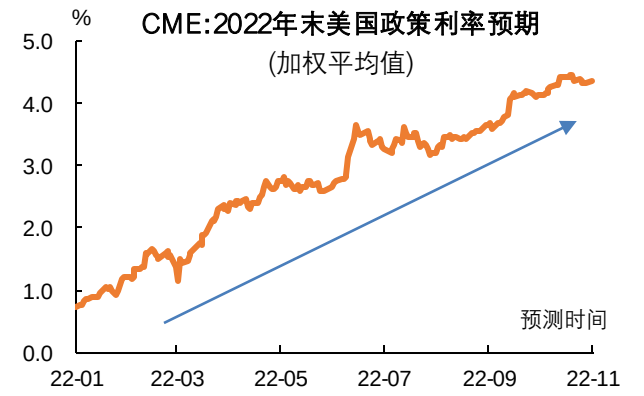
CME 利率期货市场预计 2022 年累计加息水平，几乎随着时间推移不断上升，反映出市场不断接收“鹰派意外”、加息预期不断上调。美联储理事鲍曼在 10 月 12 日的最新演讲中提到，“前瞻指引”可能限制了货币政策响应的速度，容易导致美联储紧缩力度不足、落后于曲线。

二是，在市场原来的预期中，12 月加息决策对终端利率或有较大影响，美联储需要对此进行弱化。假设加息放缓的节奏需要是循序渐进的（如果骤然放缓或停止加息，可能释放过于强烈的鸽派信号，使美联储前期的努力功亏一篑），那么 12 月加息 75BP 或意味着，明年终端利率至少要到 5.25-5.5%（即明年 2 月和 3 月分别加息 50BP、25BP），加息 50BP 对应的终端利率最少可以是 4.75-5.00%（即明年 2 月仅加息 25BP），继而两种情形下的终端利率至少相差 50BP。此外，考虑到美联储已经连续四次加息 75BP，在任何一个时点从 75BP 调整至 50BP，都将具有较强的信号意义。然而，在某一个节点放缓加息是必然的，美联储需要提前铺垫，以弱化这种变化带来的（鸽派）影响。本次美联储通过强化加息终点可能更远的预期，一定程度上可以对冲放缓加息节奏的影响，防止金融市场条件过快放松。

三是，美债收益率曲线平坦化（甚至倒挂）压力亟需缓解。近期美债收益率曲线更加平坦化，尤其 10 年与 3 个月期美债利率倒挂，不仅强化了市场对美国经济的悲观预期，也进一步加深了金融体系压力。在此背景下，暗示放缓加息节奏、而强化加息的可持续性，或可减缓短端利率上行幅度、抬升中长端利率，以缓解关键期限美债利率的倒挂压力。

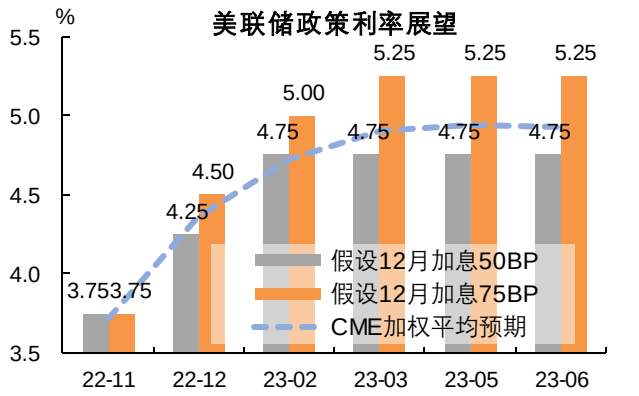
但是，正如美联储提到“滞后影响”，如果未来美国经济下行节奏过快，又或者是通胀超预期反弹，那么即便美联储在 12 月选择加息 50BP，未来加息的幅度和次数，仍是难以预测的。

图表3　今年以来市场加息预期不断被上调



资料来源：Wind,平安证券研究所

图表4　12 月加息决策对终端利率或有较大影响



资料来源：Wind,平安证券研究所

2、遏制通胀仍是美联储的首要任务；目前的经济放缓信号和金融压力，尚不足以成为货币紧缩的掣肘。

通胀方面，正如鲍威尔本次强调，当前核心通胀压力（因住房、运输服务等）仍在上升，通胀预期也有失控风险，美联储需

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_48138