

总量研究

比鹰派更可怕的是不确定性

——2022 年 11 月 FOMC 会议点评

要点

事件：美东时间 2022 年 11 月 1-2 日，美联储召开 11 月 FOMC 会议，宣布 11 月加息 75bp 至 3.75%-4%。

核心观点：

11 月加息 75bp 基本符合市场预期，但鲍威尔“鹰派”言论超市场预期。虽然美联储声明暗示 12 月或放缓加息幅度，但鲍威尔表明，本轮加息的高点会超过此前预期（4.6%）。这说明市场此前对美联储加息即将步入尾声的预期依然太过于乐观，市场必须忍受更长期的高利率环境。

向前看，如果通胀回落幅度符合预期、新增非农就业人数下滑，那么美联储或会考虑放缓 12 月加息幅度，让前期的连续大幅加息“再飞一会”。但是，1.75 万亿美元超额储蓄依然在支撑美国居民消费，通胀粘性指数在 9 月继续上升，2023 年通胀中枢也将远高于目标，美联储或执行“更长更远”的加息路径。考虑到明年美国经济或出现实质性的衰退风险，明年市场对于美联储加息预期的博弈也将更为激烈。

11 月加息 75bp 符合预期，但对本轮加息终点指引则超过预期。

11 月加息 75bp 基本已经被市场充分认知，符合预期。但 10 月市场围绕着 12 月是否会如 9 月点阵图所指引，将加息幅度放缓至 50bp 做了多轮博弈。然而，虽美联储声明和鲍威尔均表示，会考虑放缓 12 月加息幅度，但鲍威尔发表更强鹰派宣言，表明考虑通胀粘性和强劲就业，最终利率将会高于此前的预期（Ultimate Interest Rates May Be Higher Than Previously Expected），美联储加息路径尚未走完（have a ways to go）。

发布会后，市场预期 2023 年加息终点在 5%-5.25%，也即还有 125bp 的加息空间。据 CME，市场对于 12 月加息 50bp 的概率为 61.5%，加息 75bp 概率回落至 38.5%。对明年 2 月利率达到 4.75% 至 5%（意味 12 月加息 50bp、2 月再加 50bp）的概率为 52.3%。

1.75 万亿美元超额储蓄支撑消费，通胀粘性指数持续上升，筑基“鹰派路径”。

美国居民持有的超额储蓄额度从去年年末的 2.33 万亿美元高点回落至今年 9 月末的 1.75 万亿美元，虽然其边际效率减弱、但对消费依然有支撑效应，白宫积极推进的“削减学贷计划”也在影响居民开支预期。而劳动力供给始终存在缺口，这部分缺口主因 55 岁以上人群退出劳动力市场、短期难以补充。因此供需不平衡问题尚未解决，美国粘性通胀（亚特兰大联储粘性 CPI、克利夫兰联储截尾 CPI）在 9 月继续上行，显示价格普遍上涨的压力。预计 2022 年美国通胀中枢在 8% 左右，2023 年将小幅回落至 4%-5%，依然远高于美联储 2% 的预期目标。

12 月或放缓加息幅度，但美联储或执行“更长更远”的加息路径。

下半年以来，美联储持续释放不惧经济短期压力、也要抗击通胀的坚定决心。考虑到明年美国通胀依然高于美联储目标，因此美联储或会拉长本轮加息的时间，直到看到通胀的实质性回落。而随着美国经济各项指标持续回落，明年年中或存在实质性的经济衰退风险，届时市场对于美联储加息路径的博弈也会更为激烈。

风险提示：四季度俄乌局势进一步升级，导致国际大宗商品价格波动。中期选举后拜登政府财政开支计划存在不确定性，经济硬着陆风险提升。

作者

分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002

010-56513108

gaoruidong@ebsecn.com

分析师：赵格格

执业证书编号：S0930521010001

0755-23946159

zhaogege@ebsecn.com

相关研报

Long Shadows：中期选举的长尾效应——《大国博弈》系列第三十六篇（2022-12-02）

就业供需依然紧张，美联储难“转向”——2022 年 9 月非农数据点评兼光大宏观周报（2022-10-08）

美联储短期将维持大步加息——2022 年 9 月 FOMC 会议点评（2022-09-22）

拜登学贷计划：美国新一轮财政刺激？——《大国博弈》系列第三十三篇（2022-09-12）

美国 8 月非农降温，加息节奏是否会放缓？——2022 年 8 月美国非农数据点评兼光大宏观周报（2022-09-04）

鲍威尔的坚定不移——2022 年 8 月杰克逊霍尔全球央行年会点评（2022-08-27）

芯片法案、削减通胀法案，透视民主党手牌——《大国博弈》系列第二十九篇暨光大宏观周报（20220814）

目 录

一、比鹰派更可怕的是不确定性	3
二、鸽派美联储声明，鹰派鲍威尔	3
三、1.75 万亿美元超额储蓄筑基“鹰派路径”	6
四、风险提示	7

图目录

图 1：10 月下旬以来，市场就 12 月加息幅度激烈博弈	4
图 2：目前市场对于本轮加息终点预期在 5%-5.25%	5
图 3：通胀粘性持续走高	6
图 4：目前全美居民拥有约 1.75 万亿美元超额储蓄	6
图 5：9 月美国个人实际消费同比增速 2.5%	6
图 6：劳动力参与率始终与疫情之前有 1%左右的缺口	6

一、比鹰派更可怕的是不确定性

事件：美东时间 2022 年 11 月 1-2 日，美联储召开 11 月 FOMC 会议，宣布 11 月加息 75bp 至 3.75%-4%。本次会议决定为全票通过，不公布点阵图和经济相关预测数据。

截至 11 月 2 日收盘，美股三大股指均大幅下挫，道琼斯工业平均指数、标准普尔 500 指数、纳斯达克综合指数分别下跌 1.55%、2.5%、3.36%。美债收益率和美元指数上涨。

核心观点：

11 月加息 75bp 基本符合市场预期，但鲍威尔“鹰派”言论则极大超过市场预期。10 月市场对于 12 月是否会放缓加息幅度至 50bp 的预期做了多轮博弈。然而鲍威尔的发言比“12 月加息 75bp”的鹰派预期更为鹰派，表明即使 12 月放缓加息幅度、但考虑经济韧性、通胀粘性，本轮加息的高点会超过此前预期（4.6%）。这说明市场之前对于美联储抗击通胀的决心估计依然不充分，对于美联储本轮加息即将步入尾声的预期依然太过于乐观，市场必须忍受更长的高利率环境。

向前看，如果通胀数据回落幅度符合预期、新增非农就业人数下滑，那么美联储或会考虑放缓 12 月加息幅度，让前期连续的大幅加息“再飞一会”。但是，美国目前 1.75 万亿美元超额储蓄对消费依然有支撑效应、而劳动力供给始终存在缺口，这部分缺口主因 55 岁以上人群退出劳动力市场、短期难以补充，因此美国通胀粘性指数依然在持续上升。

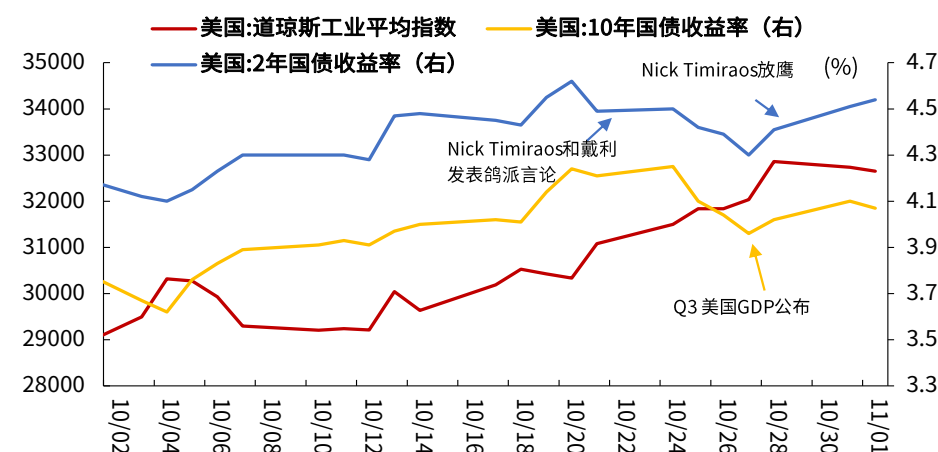
预计 2023 年通胀中枢将远高于 2% 的目标，美联储或执行“更长更远”的加息路径。考虑到明年美国经济或出现实质性的衰退风险，明年市场对于美联储加息预期的博弈也将更为激烈。

二、鸽派美联储声明，鹰派鲍威尔

10 月以来，市场就 12 月加息预期不断博弈。10 月以来，市场对 11 月加息 75bp 的预期基本没有松动，已经有充分预期。但是就 12 月加息是否放缓，市场激烈博弈，预期出现多次反转。10 月初多位美联储官员发表鹰派预期，强调现有经济条件不足以让美联储放缓加息；但 10 月 21 日，有“新美联储通讯社”之称的记者 Nick Timiraos 暗示美联储可能考虑缩小 12 月加息幅度，旧金山联储主席戴利(拥有投票权)发表鸽派言论，叠加 10 月 27 日公布的三季度美国 GDP 增速不及预期，引发 10 年期美债收益率在 10 月 27 日跌穿 4%、美股上扬。

然而，10 月 30 日 Timiraos 态度发生巨大转变，其表示美国消费者依然拥有约 1.75 万亿美元超额储蓄，“支出对加息的敏感度降低意味着需要更高利率”。这再度引发市场对于 12 月大幅加息的担忧，10 月底美债收益率也再度回升，美股受挫。10 月 31 日和 11 月 1 日，道琼斯指数分别下跌 0.39% 和 0.24%。

图 1：10 月下旬以来，市场就 12 月加息幅度激烈博弈



资料来源：WIND，光大证券研究所

然而，本次美联储会议声明和鲍威尔讲话，虽然符合了市场对于 12 月放缓加息的预期，但对本轮加息终点的表态，则超过市场预期，整体表达了偏鹰派的立场。

一是，“偏鸽”的美联储声明，指向 12 月或考虑放缓加息幅度。

美联储声明表示，委员会在决定“未来（利率）增速”时，会考虑“货币政策的累积效应、货币政策对经济和通胀的滞后性，以及经济和金融发展”。该条声明也被市场在发布会之前，解读为鸽派表态。

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.

12 月议息会议是否会放缓加息幅度到 50bp，我们认为还需要观察 10 月和 11 月的非农就业和通胀数据。如果通胀回落幅度符合预期、新增非农就业人数下滑，那么美联储或考虑放缓加息幅度，让前期连续的大幅加息“再飞一会”。但是，12 月加息幅度已经不是重点，重点是美联储对于接下来路径的修正。

二是，“鹰派”的鲍威尔讲话，指向即使考虑 12 月放缓加息，本轮加息周期的终点会“更高”。

根据 9 月 FOMC 会议点阵图，2022 年末联邦基金利率中值达 4.4%，2023 年继续小幅攀升至 4.6%，意味着 11 月和 12 月共计加息 125bp，2023 年再小幅加息 25bp，2024 年将进入降息周期。相对 6 月点阵图，9 月点阵图对于利率中枢的预期已经出现了大幅调高，并且引发了市场恐慌。

但是，鲍威尔本次发言预示，本轮加息终点将会有可能会高于此前预期。这也是让市场感到最为不确定的和恐慌的地方。鲍威尔在新闻发布会上表示，虽然经济软着陆的可能性在下降（the path has narrowed），但是他还没有看到劳动力市场降温的势头。虽然美联储有必要放慢加息速度，但距离结束加息“仍有一段路要走”，而且最终利率将会高于此前的预期（Ultimate Interest Rates May Be

Higher Than Previously Expected)，并宣布现在谈论暂停加息还“为时过早”。此番言论，是美联储对于心存侥幸的市场再度发出的强力声明，表达了其不惧短期经济成本、抗击通胀的坚定信心。这也意味着，市场此前并没有完全充分估计美联储此番加息的决心，对于美联储加息要步入尾声的预期依然过于乐观，高利率环境所维持的时间会更长。

“It is very premature to be thinking about pausing. People when they hear ‘lags’ think about a pause. It is very premature, in my view, to think about or be talking about pausing our rate hikes. We have a ways to go.”

——Jerome Powell

在本次发布会上，关于经济衰退的问题，鲍威尔也提到，如果经济因为“过度加息”陷入衰退，则“有足够的工具来支持经济活动”。这一方面表明，美联储是不惧怕短期因为加息可能会导致的经济衰退问题。另一方面也表明，正因为经济还未陷入衰退的时候美联储连续大幅加息，如果经济出现衰退风险，美联储后期政策腾挪的空间也存在。

*if we overtighten, then we have the ability with our tools, which are powerful, as we showed at the **beginning of the pandemic episode**. We can support economic activities strongly if that happens, if that's necessary.*

——Jerome Powell

根据 CME fedwatch，新闻发布会后市场对于本轮加息终点预期在 5%-5.25%，也即认为还有 125bp 的加息空间。据 CME，市场对于 12 月加息 50bp 的概率为 61.5%，加息 75bp 概率回落至 38.5%。对明年 2 月利率达到 4.75%至 5%（意味 12 月加息 50bp、2 月再加 50bp）的概率为 52.3%。

图 2：目前市场对于本轮加息终点预期在 5%-5.25%

MEETING DATE	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575	575-600

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_48284

