

还差一点点

——2023 年 11 月美联储议息会议点评

接连两次暂停，美联储还会继续加息吗？去年以来我们一直强调，双目标制之下，最终将由就业（恶化）打败通胀（约束）令美联储结束加息，本次 FOMC 中鲍威尔表达了类似看法。当然，鲍威尔强调了美国经济与消费韧性，并猜测或与私人部门资产负债表实力超预期有关。但，我们观察到疫后美国“居民资产负债表改善→优化现金流量表→提振消费”的逻辑似有逆转，罢工也令 10 月 ISM 制造业 PMI 骤降。但就业是慢变量，12 月 FOMC 前仍有两期就业数据，短期内不确定性仍高。相对确定的是，加息周期临近尾声且缩表仍然持续，10 年期美债收益率与 2 年期的利差有望进一步收敛并将在加息结束后转正。另外，美股大概率延续跌势。

- **美联储加息周期第三次节奏放缓：结束加息的必经之路，但 12 月仍有悬念。**
美联储再次宣布暂停一次加息，维持 950 亿美元/月缩表计划，均符合市场预期。这是美联储加息周期中第三次放缓节奏，也是结束加息的必经之路。进而，虽然符合预期且 12 月仍有悬念，但美股、美债仍在会后表现强劲。
- **关于鲍威尔讲话，有四点值得关注。**1) 尽管经济数据强劲，但美联储亦存担忧。鲍威尔提到利率上升抑制了地产与投资等领域。2) 强调了美联储的双目标，就业转弱似乎是美联储不再收紧的前提。鲍威尔认为“劳动力市场仍然吃紧，但供需状况继续趋于平衡”、“若经济增长持续高于潜在水平，或者劳动力市场的紧张状况不再缓解，可能会使通胀面临进一步上升的风险，并可能导致进一步收紧货币政策”。3) 从“担心做得不够”到“已经走得够远”。在实施紧缩周期的第一年左右，美联储所认为的风险完全在于做得不够。而现在已经走得够远了，风险已经变得更加双向。4) 美联储并不认为出现了“工资-通胀”螺旋。
- **鲍威尔提到美国经济韧性特别是消费超预期可能是低估了私人部门资产负债表实力的结果，目前这一逻辑正在逆转。**2020-2022 年美国出现了“居民资产负债表优化→现金流量表改善→提振消费”逻辑。疫后美国居民资产负债表改善或受益于两因素：一方面是遗产继承；另一方面则是股市与房地产带来的财富效应。上述变化使得 2020-2022 年很多人丧失工作意愿导致美国就业缺口较大、推升了时薪，进而令参与就业群体的现金流量表得以改善。资产负债表与现金流量表改善逻辑又持续提振消费。今年以来劳动力参与率上升，且失业率亦小幅走高，表明目前这一逻辑正在逆转。
- **距离结束加息还差一点点。**从鲍威尔讲话所透露的信息来看，若就业数据恶化，通胀上行风险就有望降温，美联储就可以结束紧缩政策。正如我们去年以来一直强调的，基于美联储的双目标，最终将由就业（恶化）打败通胀（约束）令美联储结束加息甚至转向降息。美国 10 月 ISM 制造业 PMI 就业分项由前值 51.2 跌落至 46.8，表明汽车等行业罢工已经对就业及产出产生了极大负面影响。进而，即将公布的美国 10 月就业数据转弱的概率不低。若罢工进一步向其他行业蔓延并引发更多裁员，那么，美联储就有望正式转向。但就业是慢变量，且 12 月 FOMC 前还有两期就业数据，因此 12 月 FOMC 的悬念不低。耐心等待比着急下定论要更稳妥。
- **美债、美股怎么走？**首先，12 月议息会议仍有悬念意味着暂时无法判断 10 年期美债收益率的短期走势，但因加息周期临近尾声且缩表仍然持续，10 年期美债收益率与 2 年期的利差有望进一步收敛并将在加息结束后转正。另外，美股大概率延续跌势。

风险提示：美国经济与通胀形势超预期，美联储货币政策超预期；美国银行业风险超预期。

张静静	S1090522050003
zhangjingjing@cmschina.com.cn	
张一平	S1090513080007
zhangyiping@cmschina.com.cn	
张岸天	S1090522070002
zhangantian@cmschina.com.cn	
赵宏鹤	S1090522070005
zhaohonghe@cmschina.com.cn	
马瑞超	S1090522100002
maruichao@cmschina.com.cn	

正文目录

一、加息周期中第三次放缓节奏.....	3
二、关于鲍威尔讲话，我们认为有四点值得关注.....	3
三、疫后美国经济与消费韧性的逻辑正在逆转.....	4
(一)2020-2022 年美国出现了“居民资产负债表优化→现金流量表改善→提振消费”逻辑.....	4
(二)个税调整对 2023 年消费形成额外助力.....	6
(三)就业已然转弱、消费也有望在明年降温.....	6
四、距离结束加息还差一点点.....	7
五、美债、美股怎么走？.....	8

图表目录

图 1：美国粗死亡率及遗产与赠与税收规模.....	5
图 2：美 25-34 岁/35-44 岁/45-54 岁/55 岁以上劳动力参与率.....	5
图 3：标普 500 指数.....	5
图 4：美国实际房价指数.....	5
图 5：美国居民（包括非营利机构）部门资产负债率.....	5
图 6：美国个人实际有效税率.....	6
图 7：有无个税调整下，Q1、Q2 美国名义 GDP 环比折年率.....	6
图 8：美国劳动力参与率与失业率.....	7
图 9：美国信用卡拖欠率.....	7
图 10：美国 ISM 制造业 PMI 及其就业分项.....	7
图 11：美国 10 年期国债与 2 年期国债收益率差值.....	7
图 12：标普 500 指数风险溢价.....	8
图 13：美联储银行定期融资计划.....	8
表 1：11 月 1 日（议息会议前夕）CME 给出的未来一年美联储升降息概率（单位：BP）.....	3

一、加息周期中第三次放缓节奏

美联储再次宣布暂停一次加息，维持 950 亿美元/月缩表计划，均符合市场预期。

美联储发布 11 月议息会议声明，暂停一次加息令联邦基金目标利率保持在 5.25%-5.50% 区间，并表示维持减持 600 亿美元/月美债和 350 亿美元/月 MBS 的缩表节奏不变。但从鲍威尔讲话可以看出，美联储仍保留了未来加息的可能性。

加息节奏进一步放缓令市场气氛偏暖。尽管美联储议息会议声明开头就强调了最近指标表明 Q3 经济增长强劲（9 月表述为“经济以温和速度扩张”），但连续两期议息会议暂停加息是去年 3 月开启加息周期以来的首次。这一节奏放缓的变化堪比 2022 年 12 月 FOMC 将单次加息幅度从 75BP 降至 50BP 以及今年 6 月由每次 FOMC 均加息变为每两次 FOMC 加息 25BP，是美联储加息周期中第三次放缓节奏，也是结束加息的必经之路。进而，虽然这一结果符合预期，但美股、美债仍在会后表现强劲。

表 1：11 月 1 日（议息会议前夕）CME 给出的未来一年美联储升降息概率（单位：BP）

MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575	575-600
11/1/2023			0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	97.20%	2.80%	0.00%
12/13/2023	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	73.10%	26.20%	0.70%
1/31/2024	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	64.00%	32.00%	3.90%
3/20/2024	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	7.70%	60.20%	28.60%	3.40%
5/1/2024	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	3.00%	28.10%	47.90%	18.80%	2.10%
6/12/2024	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	1.30%	14.10%	36.90%	35.00%	11.40%	1.20%
7/31/2024	0.00%	0.00%	0.00%	0.70%	8.30%	26.60%	35.90%	22.10%	5.80%	0.60%
9/18/2024	0.00%	0.00%	0.40%	4.90%	18.40%	31.70%	28.30%	13.10%	2.90%	0.30%
11/7/2024	0.00%	0.20%	2.50%	11.10%	24.50%	30.10%	21.30%	8.40%	1.70%	0.10%
12/18/2024	0.10%	1.60%	7.80%	19.40%	28.00%	24.70%	13.30%	4.30%	0.70%	0.10%

资料来源：CME，招商证券

二、关于鲍威尔讲话，我们认为有四点值得关注

第一点，尽管经济数据强劲，但美联储亦存担忧。比如，鲍威尔指出，在夏季有所回升之后，房地产行业的活动趋于平缓，仍远低于一年前的水平，很大程度上反映了抵押贷款利率的上升，利率上升似乎也对企业固定投资造成了压力。

当然，鲍威尔也指出了经济韧性可能的原因。在被问及“是什么让你对紧缩的金融环境充满信心，将减缓高于趋势的增长？”时，鲍威尔表示，这是一个有弹性的经济。它的恢复力令人惊讶，这可能有很多原因。随后，他又提及消费确实很强大。美联储可能低估了家庭和小企业的资产负债表实力（可能是原因之一）。

第二点，强调了美联储的双目标，就业转弱似乎是美联储不再收紧的前提。首先，他肯定了打压通胀的成果，但表示仍需继续努力。“自去年年中以来，通胀有所缓和，今年夏天的数据相当有利。但几个月的良好数据只是建立信心的开始，通

胀正朝着我们的目标持续下降。将通胀持续降至 2% 的过程还有很长的路要走。”关于就业，鲍威尔认为“劳动力市场仍然吃紧，但供需状况继续趋于平衡”。此外，他强调，美联储正在关注近期显示经济增长弹性和劳动力需求的数据。若经济增长持续高于潜在水平，或者劳动力市场的紧张状况不再缓解，可能会使通胀面临进一步上升的风险，并可能导致进一步收紧货币政策。换言之，我们可以理解为，若劳动力市场不再紧张（就业转弱甚至恶化），那么通胀上行风险将明显变小、美联储也就可以不再收紧。这一表述非常符合我们一直以来的理解。

第三点，从“担心做得不够”到“已经走得够远”。鲍威尔强调在实施紧缩周期的第一年左右，美联储所认为的风险完全在于做得不够。而现在美联储已经走得够远了，风险已经变得更加双向了。此外，他还提到货币政策是限制性的。美联储已经看到了它的影响，特别是在敏感型消费和其他领域。

第四点，美联储并不认为出现了“工资-通胀”螺旋。在答记者问环节中，他提到“到目前为止，工资并不是通胀的主要驱动因素。”

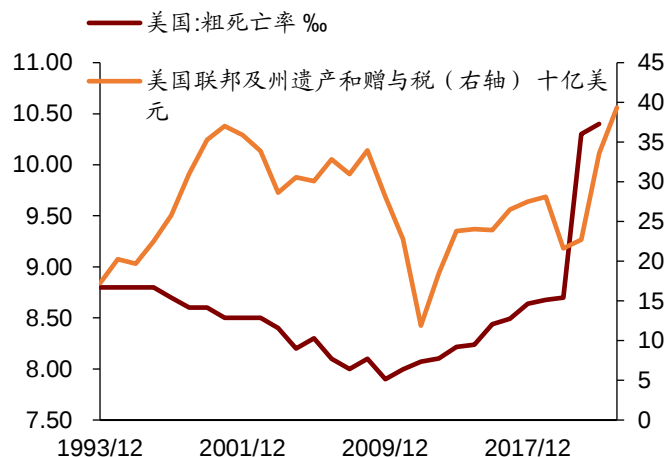
三、疫后美国经济与消费韧性的逻辑正在逆转

既然鲍威尔认为，美国经济韧性特别是消费超预期可能是低估了私人部门资产负债表实力的结果，那我们就来简单探讨一下疫后美国居民部门资产负债表乃至现金流量表的变化。2020-2022 年美国出现了“居民资产负债表优化→现金流量表改善→提振消费”逻辑，但目前这一逻辑正在逆转。

（一）2020-2022 年美国出现了“居民资产负债表优化→现金流量表改善→提振消费”逻辑

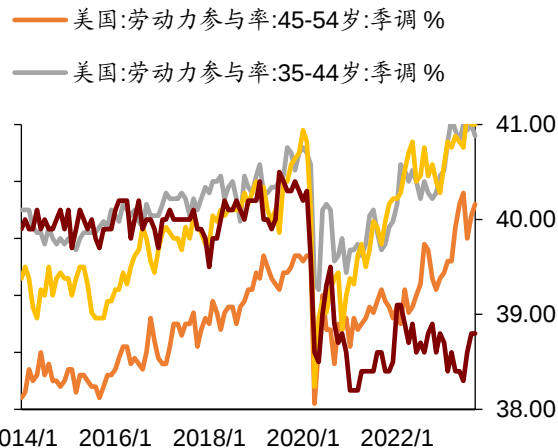
疫后两个因素对美国居民资产负债表产生了积极影响。首先也是很容易被忽略的一点，**遗产继承**。2020-2022 年美国遗产与赠与税收规模持续走高并在 2022 年创了新高，由于新冠导致美国粗死亡率大幅攀升，因此新冠导致部分老年人去世后令其后代继承了遗产，该因素也可能是疫后美国部分 55 岁及以上群体（见图 2）提前退出就业市场的原因之一。第二个因素是**股市与房地产带来的财富效应**。2020 年 4 月-2021 年美股大涨，2020 年下半年至去年 Q2 美国房价大涨，2020-2021 年财富效应进一步优化了美国居民资产负债表（见图 5），即便 2022 年开始加息但居民资产负债率水平仍低于疫前。上述变化使得 2020-2022 年很多人丧失工作意愿导致美国就业缺口较大，而劳动力市场的供不应求推升了就业者时薪，进而令参与就业群体的现金流量表得以改善。资产负债表与现金流量表改善逻辑又持续提振消费。

图 1：美国粗死亡率及遗产与赠与税收规模



资料来源：Wind，招商证券

图 2：美 25-34 岁/35-44 岁/45-54 岁/55 岁以上劳动力参与率



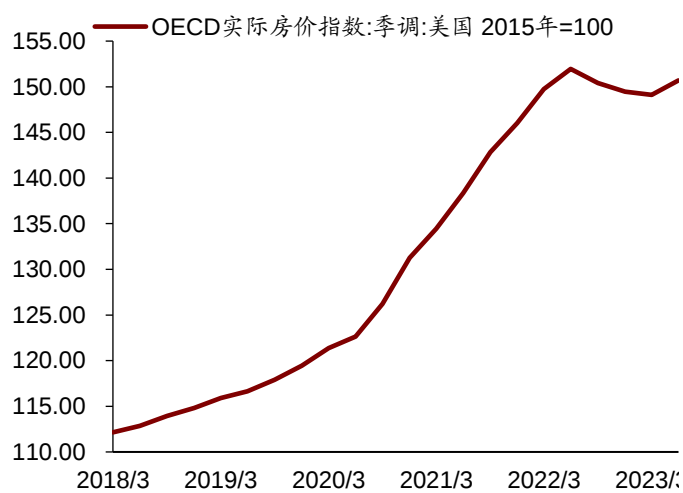
资料来源：Wind，招商证券

图 3：标普 500 指数



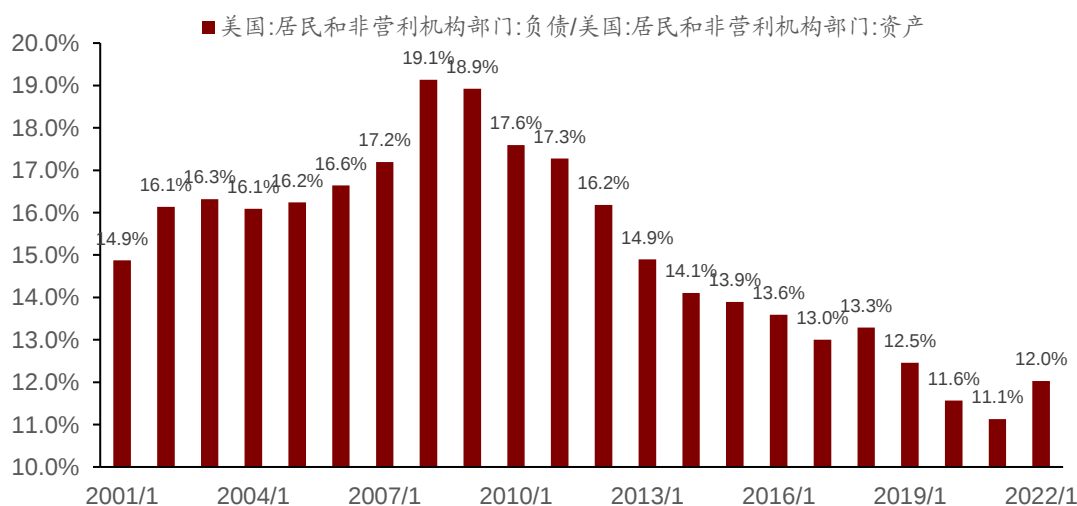
资料来源：Wind，招商证券

图 4：美国实际房价指数



资料来源：Wind，招商证券

图 5：美国居民（包括非营利机构）部门资产负债率



资料来源：Wind，招商证券

（二）个税调整对 2023 年消费形成额外助力

美国国税局（IRS）会根据通胀调整个税起征点，理论上只要通胀波动不大，那么该因素对于消费的影响就不明显，但今年是个例外，也是此前我们一直低估今年美国消费与经济韧性的关键。美国去年通胀水平较高，2022 年 10 月 18 日 IRS 公布的《2023 纳税年度税收通货膨胀调整》¹显示从 2023 年 1 月 1 日起，国税局将执行最新的税收通胀调整，将 2023 年的纳税标准扣除额提高大约 7%。加上今年通胀中枢明显低于去年，进而，今年个人实际有效税率下降对美国居民部门消费支出的提振就显著高于通胀对于购买力的侵蚀。

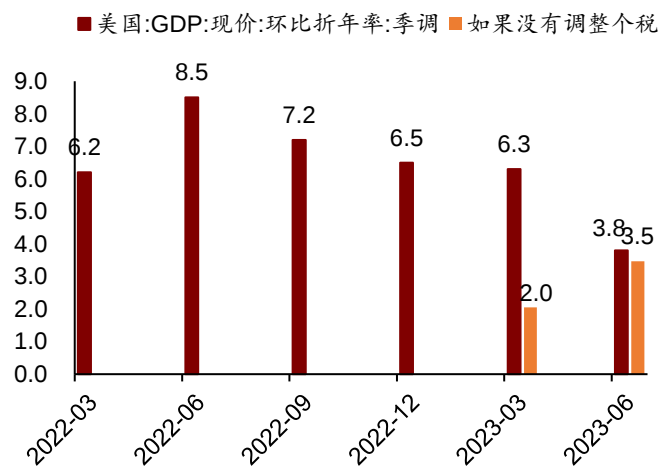
简单来看，用个人所得税与总收入可以算得美国个人实际有效税率，今年 1-9 月均值为 12.1%，去年同期为 14.4%，下降 2.3 个百分点。由此推算，若无该因素 Q1-Q2 美国名义 GDP 环比折年率将分别降至 2.0%、3.5%（如图 7）。

图 6：美国个人实际有效税率



资料来源：Wind，招商证券

图 7：有无个税调整下，Q1、Q2 美国名义 GDP 环比折年率



资料来源：Wind，招商证券

（三）就业已然转弱、消费也有望在明年降温

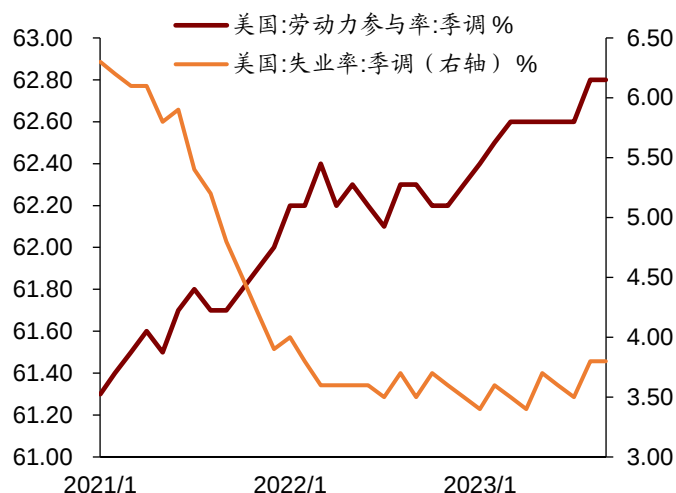
资产负债表与现金流量表已然边际恶化。2022 年美股全年重挫、2022 年下半年美国房价调整，今年这两类资产表现也是差强人意，预计今年美国居民部门资产负债率或较去年进一步小幅攀升。这一变化说明今年以来美国劳动力参与率再度攀升可能是此前因财富效应丧失工作意愿的部分群体在财富效应消退后重回职场的结果，但也因此压低了时薪增速，并遏制了就业群体现金流量表的优化进程。此外，在上次点评中我们就提到今年 Q2 美国中小银行信用卡拖欠率创出 1991 年有数据以来的新高，亦表明美国部分中低收入群体的现金流量表已然边际恶化。

此外，劳动力参与率上升的同时失业率也小幅走高，表明就业市场供需格局已经反转。若罢工影响扩大并导致裁员量上升，则失业率进一步走高的可能性就很大。

再者，今年通胀中枢下移，进而即便个税起征点再度上移，该因素对明年美国消费的影响也将远不及今年。加上，资产负债表与现金流量表边际恶化，明年美国消费降温或为大概率。

¹ <https://www.irs.gov/zh-hans/newsroom/irs-provides-tax-inflation-adjustments-for-tax-year-2023>

图 8：美国劳动力参与率与失业率



资料来源：Wind，招商证券

图 9：美国信用卡拖欠率



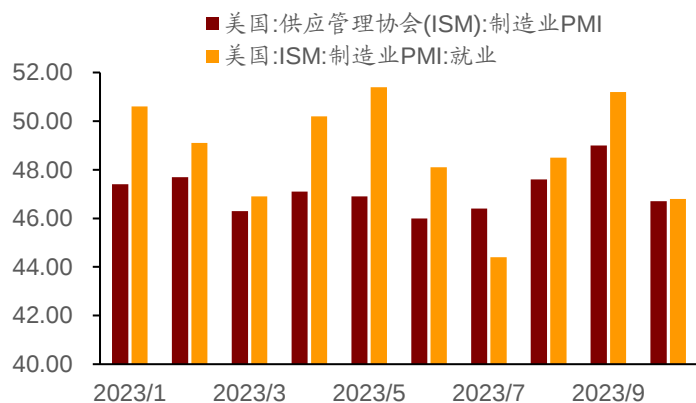
资料来源：Wind，招商证券

四、距离结束加息还差一点点

加息节奏再度放缓本身就是结束加息的必经之路，但基于前文，12 月 FOMC 仍存悬念。从鲍威尔讲话所透露的信息来看，若就业数据恶化，通胀上行风险就有望降温，美联储就可以结束紧缩政策。正如我们去年以来一直强调的，基于美联储的双目标，最终将由就业（恶化）打败通胀（约束）令美联储结束加息甚至转向降息。

11 月 1 日公布的美国 10 月 ISM 制造业 PMI 结束三连升并骤降至 46.7，且就业分项由前值 51.2 跌落至 46.8，表明汽车等行业罢工已经对就业及产出产生了极大负面影响。进而，即将公布的美国 10 月就业数据转弱的概率不低。若罢工进一步向其他行业蔓延并引发更多裁员，那么，美联储就有望正式转向。12 月 FOMC 之前，还有两期就业数据，数据结果就将决定美联储下次会议的态度。

图 10：美国 ISM 制造业 PMI 及其就业分项



资料来源：Wind，招商证券

图 11：美国 10 年期国债与 2 年期国债收益率差值



资料来源：Wind，招商证券

五、美债、美股怎么走？

首先，12月议息会议仍有悬念意味着暂时无法判断10年期美债收益率的短期走势，但因加息周期接近尾声且缩表仍然持续，10年期美债收益率与2年期的利差有望进一步收敛并将在加息结束后转正。

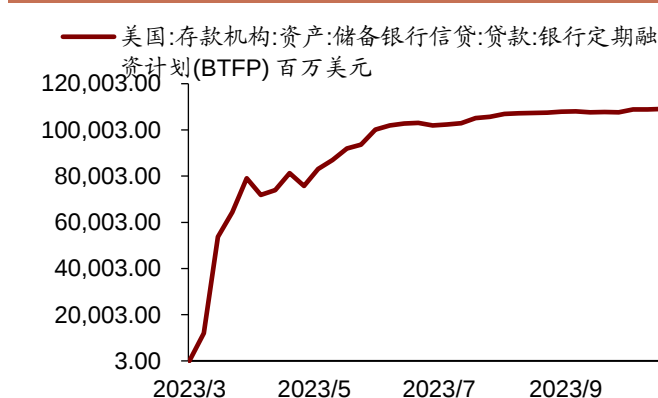
另外，美股大概率延续跌势。如图12所示，我们用标普500指数席勒十年期调整市盈率与10年期美债收益率计算得到的标普500指数风险溢价10月值为-1.27%，表明目前美股相对美债并无投资价值，进一步下挫概率不低。当然，今年3-7月在风险溢价亦为负值的阶段美股也曾大涨，但由图13可知，彼时美联储曾因硅谷银行倒闭而增设银行定期融资计划（BTFP）为市场投放流动性，8月以来BTFP规模未再扩张、美股也由涨转跌。假定BTFP保持现状，那么美股等风险资产调整的压力也将随着美国就业与消费转弱而加剧。

图 12：标普 500 指数风险溢价



资料来源：Wind，招商证券

图 13：美联储银行定期融资计划



资料来源：Wind，招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。