

美联储11月议息会议如期加息75个基点，联邦基金利率上升至3.75~4.00%区间。鲍威尔暗示加息节奏或放缓，但利率高点将更高（go to higher），且利率在高位停留的时间将更长（high for longer）。

这种

“更高、更长”的表态意味着货币紧缩远未结束，利率拐点也远未到来。

持续更久的紧缩也会让金融条件进一步收紧，对风险资产的反弹形成制约。此外，美联储放缓加息也并非没有风险，过去两年对通胀的误判已使美联储信誉严重受损，如今在通胀依旧很高的情况下计划放缓加息，不由让人想起上世纪70年代美联储所犯过的错。议息会议结束后美股大跌，美债收益率普遍上行，除了反映货币紧缩远未结束外，也蕴藏着市场对美联储的不信任。

美联既抗通胀、又要稳增长、还要防风险，这种“既要、又要、还要”很容易让美联自己成为风险的来源，今天市场的表现就是一个例证。

? 首先，美联暗示或放缓加息，最快将在下一次会议。

美联在11月的货币政策

声明中增加了一段新的表述，称“在确定未来加息幅度时，美联将考虑此前货币政策紧缩的累积影响，以及货币政策对于经济活动、通胀、金融发展等方面影响的滞后性”，以此暗示货币政策既要抗通胀，也要防止过度紧缩。鲍威尔在记者会上也称，最快将在下一次会议或之后的会议上放慢加息步伐，并称通胀下行并非美联放缓加息的必要条件。这些表述与此前货币政策“逐会决定”（meeting by meeting）和“完全以经济数据为准（data-dependent）”的态度已大不相同，这或意味着美联放缓加息之路已较为坚决。

? 其次，放缓加息不代表暂停加息，货币紧缩远未结束。

鲍威尔认为，随着政策利率已升至4%，未来比加息的速度更为重要的是加息的高度和持久度。鉴于就业与通胀数据依旧强劲，未来利率的高点将更高（go to higher），利率停留在高位的时间也将更长（high for longer）。

鲍威尔也反复强调，加息步伐的放缓不应该被视为美联即将完成加息的信号，“现在考虑或讨论暂停加息是非常不成熟的[4]”。这些表述被市场解读为更为鹰派的信号，美联虽有计划放缓加息步伐，但加息的“战线”却被拉长了。货币紧缩从

“大干快上” 转为 “小步快跑” ，对风险资产来说似乎也并非好事。

? 第三，产出缺口被低估，合意的利率高点或在5%左右。

根据泰勒法则（Taylor rule），目标政策利率不仅取决于通胀的偏离度，也受产出缺口影响。所谓产出缺口，就是实际需求与潜在产出之间的缺口，产出缺口越高，目标利率也越高。全球疫情以来美国经济遭受了一连串供给冲击，特别是劳动力供给收缩，直到现在还依旧存在。这或意味着经济潜在产出已经下降，产出缺口被低估，对货币的含义是，此前预计的目标利率也被低估了。正如鲍威尔所说，“自上次会议以来的数据表明，利率终点水平将高于先前的预期”。在9月议息会议上，美联储官员们对2023年利率高点的预期中值为4.6%，我们估计当前美联储合意的目标利率水平或在5%左右。

? 第四，放缓加息也并非没有风险，美联储自己或成波动的来源。

议息会议结束后美股三大股指大跌，美债收益率普遍上行。我们认为资产价格的表现除了反映货币紧缩远未结束外，还蕴藏了市场对美联储政策决策的不信任。过去两年美联储误判通胀已对其信誉带来损害，如今在通胀依旧很高的情况下计划放缓加息，不由让人想起上世纪70年代美联储所犯过的错。

不可否认，当前美联储并没有停止加息的意思，但其表露出来的对货币政策“滞后性风险”的担忧很容易让人觉得美联储在抗通胀和稳增长之间开始向后者倾斜，而这正是最危险的地方。从现在到12月14日的议息会议还有一段时间，期间市场还将得到两份非农就业和两份CPI通胀数据，如果数据表明通胀韧性依旧很强，或将引发市场对美联储的质疑，资产价格也将面临更大波动。