

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号: S1500521040002
联系电话: 010-83326858
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

张云杰 宏观研究助理
联系电话: +86 13682411569
邮箱: zhangyunjie@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

美联储加息幅度将继续收窄

2022 年 12 月 15 日

- **12 月议息会议，美联储如期加息 50bp。**与会官员态度强硬，对 2023 年利率终值的预测由 9 月的 4.6%调高至 5.1%。鲍威尔在发布会上的表态也偏中性，新增表述不多，未因 11 月通胀数据回落而转鸽。一是强调首要目标仍是推动通胀率重返 2%的长期目标；二是将继续加息以确立足够紧缩的政策立场；三是降低通胀需要一段时间的经济放缓，以及劳动力市场的紧张状况出现软化。表明美联储当前政策目标仍以控通胀为优先。
- **预计美国通胀将进一步回落，届时美联储政策立场也将出现更多松动。**一是核心商品项延续下行趋势，11 月同比增速已较 2 月峰值大幅回落 8.7 个百分点。二是住房租金项拐点将至，新房租赁价格已出现明显回调。随着租约到期、新合同签订，住房租金通胀率终将开始下降。时点上，我们判断住房租金最早或于今年末或明年初见顶。三是核心服务项已出现回落迹象，该项受劳动力市场和工资涨幅的影响最为直接。这意味着一旦劳动力市场软化，美国通胀下行将十分通畅。随着美国经济动能进一步放缓，需求降温，劳动力缺口趋于弥合。
- **12 月会议进一步调低未来经济和就业预测。**相比 9 月预测，12 月会议上修了 2022 年实际 GDP 增速至 0.5%，同时大幅下调 2023 年的经济增长预测至 0.5%。此外，2023 年失业率的预测中值调高至 4.6%，未来三年失业率中值预计都将高于 4%的长期预测值。当前美国经济已明显放缓，叠加美联储鹰派指引，市场衰退预期强化。我们预计美国经济或将出现越来越多的放缓迹象。
- **交易逻辑将如何演绎？**基于我们对美国通胀形势的判断，未来美联储加息幅度将继续收窄。预计“经济衰退+加息放缓”将成为下一阶段交易的主要逻辑，美债利率存在进一步下行空间。相应地，美元指数或继续回落，中美利差趋于收窄，利好人民币资产。此外，黄金等避险资产也有望迎来配置机会。对于国内政策而言，央行“以我为主”的政策基调或进一步强化，理论上的降息空间随之打开。关注本月中央经济工作会议定调，以及可能出现的 LPR 下调等。
- **风险因素：**防疫政策调整早期感染率上升，国内政策推出不及预期，美欧经济衰退等。



目录

一、12月FOMC如期加息50基点.....	3
二、美联储转向的前提是通胀进一步下行.....	4
三、美国经济将出现越来越多的放缓迹象.....	8
四、交易逻辑将如何演绎?.....	9
风险因素.....	9

图目录

图 1: 11月FOMC会议后,市场对于12月加息预期基本锁定在50bp.....	3
图 2: 12月FOMC经济预测中的加息点阵图.....	4
图 3: 市场加息路径预期(截至2022年12月15日).....	4
图 4: 核心PCE仍需进一步回落.....	5
图 5: 核心商品项通胀率延续下行趋势.....	5
图 6: 新房租赁价格已出现明显回调.....	6
图 7: 历史上美国房价往往领先住房租金约16个月.....	6
图 8: 核心服务项通胀率已出现回落迹象.....	7
图 9: 需求降温是促进劳动力缺口弥合的关键.....	7
图 10: 11月新增非农就业与工时指标均创下新低.....	8
图 11: 12月FOMC经济预测表.....	8
图 12: 美债10Y-3M与10Y-2Y利差倒挂幅度进一步加深.....	9
图 13: 近期美元兑人民币汇率明显升值.....	9

事件：

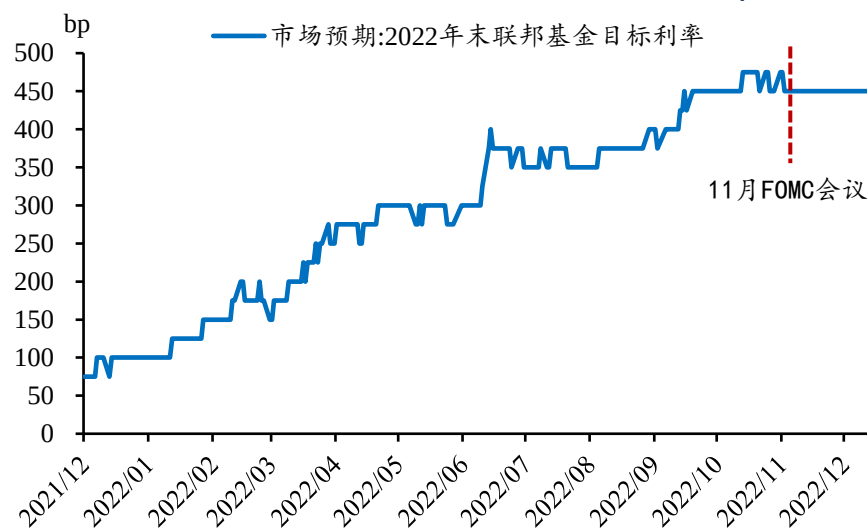
北京时间 12 月 15 日凌晨 2:00，美联储公布 12 月利率决议。凌晨 2:30，美联储主席鲍威尔召开新闻发布会。

一、12 月 FOMC 如期加息 50 基点

12 月议息会议，美联储如期加息 50bp。11 月会议上，美联储给出了“更慢、更高、更久”的加息指引（详见 11 月 3 日报告《加息放慢就是好消息》），此后市场对于 12 月的加息预期基本锁定在 50bp。真正令市场存在分歧的是利率终值水平，一方面鲍威尔表态“最终利率水平可能需要略高于 9 月会议的预测值”，另一方面 11 月 CPI 同比超预期回落至 7.1%，市场对于 2023 年基准利率的预期在 4.75-5.00% 和 5.00-5.25% 之间摇摆不定。

其他操作上，美联储同步上调各项基准利率。包括存款准备金利率调高至 4.4%；隔夜回购利率调高至 4.5%，总操作限额维持 5000 亿美元不变；隔夜逆回购利率调高至 4.3%，操作限额维持 1600 亿美元（单个交易对手/日）不变；一级信贷利率上调至 4.5%。继续执行每月 600 亿国债、350 亿 MBS 的缩表计划。

图 1：11 月 FOMC 会议后，市场对于 12 月加息预期基本锁定在 50bp



资料来源: CME, 信达证券研发中心

与会官员态度强硬，最新点阵图上调了对 2023 年利率终值的预测。根据 12 月加息点阵图和 FOMC 经济预测，与会官员调高了对于 2023 年利率终值的预测。最新预测中位数为 5.1%，较 9 月的 4.6% 进一步抬高。集中预测范围也由 9 月的 4.4-4.9% 升至 5.1-5.4%（参见图 11），反映出官员们态度强硬，依然主张保持紧缩政策以抗击通胀。

鲍威尔表态偏中性，未因 11 月通胀数据回落而转鸽。

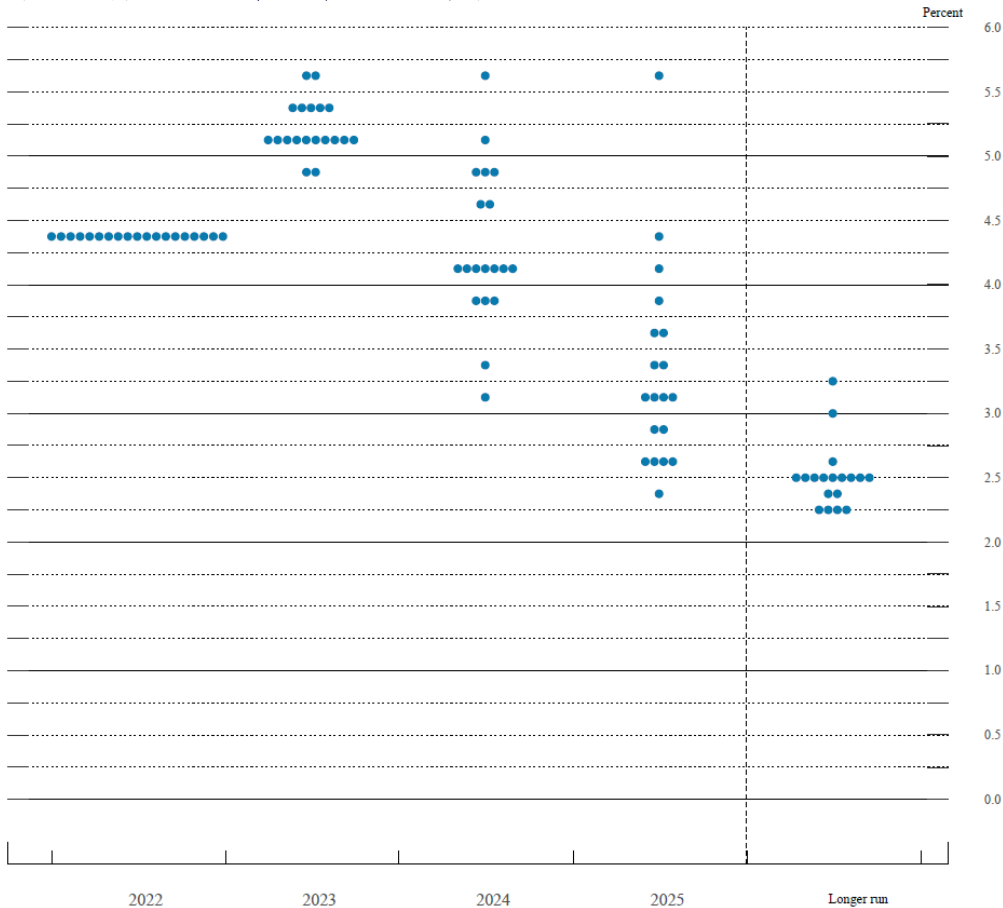
一是强调首要目标（overarching focus）仍是推动通胀率重返 2% 的长期目标。

二是关于未来加息路径，仍有一段路要走（still have some ways to go），预计持续提高（ongoing increases）利率将是适当（appropriate）的，以确立足够紧缩（sufficiently restrictive）的政策立场。

三是降低通胀或需要一段时间的经济增长持续低于趋势水平（below-trend growth），以及劳动力市场的紧张状况出现一定软化（softening）。表明美联储当前政策立场仍以控通胀为优先。

会后，市场预计 2023 年 1 月、3 月会议将各加息 25bp，随后停止降息，并将联邦基金目标利率维持在 4.75-5.00% 的区间至三季度末。最早或于 2023 年 11 月会议上首次降息。

图 2：12 月 FOMC 经济预测中的加息点阵图



资料来源：美联储官网，信达证券研发中心

图 3：市场加息路径预期（截至 2022 年 12 月 15 日）

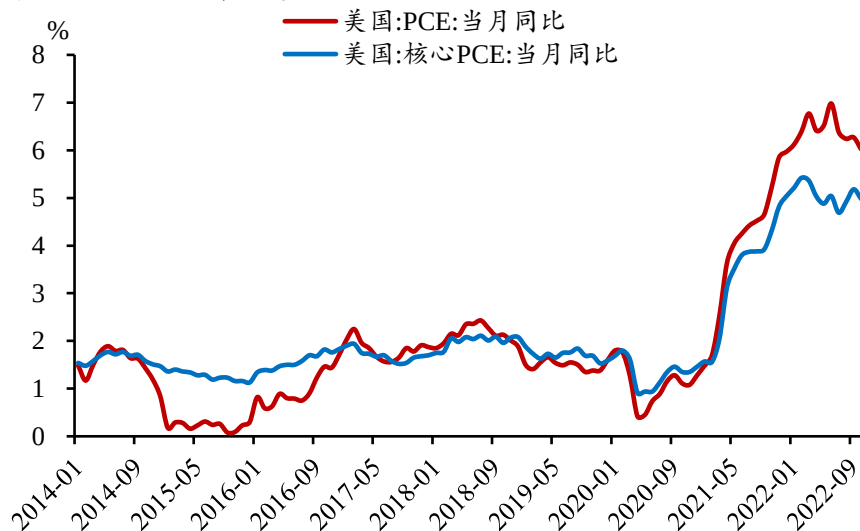
MEETING PROBABILITIES								
MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2023/2/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	74.0%	26.0%	0.0%	0.0%
2023/3/22	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	28.1%	55.8%	16.1%	0.0%
2023/5/3	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	21.9%	49.6%	24.9%	3.6%
2023/6/14	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	22.0%	49.5%	24.8%	3.6%
2023/7/26	0.0%	0.0%	0.0%	4.4%	27.4%	44.6%	20.6%	2.9%
2023/9/20	0.0%	0.0%	1.6%	12.7%	33.6%	36.0%	14.2%	1.8%
2023/11/1	0.0%	0.9%	7.7%	24.1%	34.9%	24.1%	7.5%	0.8%
2023/12/13	0.7%	6.1%	20.4%	32.5%	26.6%	11.2%	2.3%	0.2%

资料来源：CME，信达证券研发中心

二、美联储转向的前提是通胀进一步下行

鲍威尔原话，确认通胀持续下行还需要更加强有力（substantially more evidence）的证据。6 月份美国 CPI 同比触顶 9.1% 后进入下行通道，初期的回落较为缓慢，10 月、11 月以来降幅连续超预期。但从美联储重点关注的 PCE 指标来看，历史上数据出现连续回落后，往往会有所反弹。2022 年，核心 PCE 在 5% 的位置企稳后，连续横盘移动，尚未出现明显回落，这也就不难解释为何通胀数据的短期回落难以打动美联储。

图 4：核心 PCE 仍需进一步回落



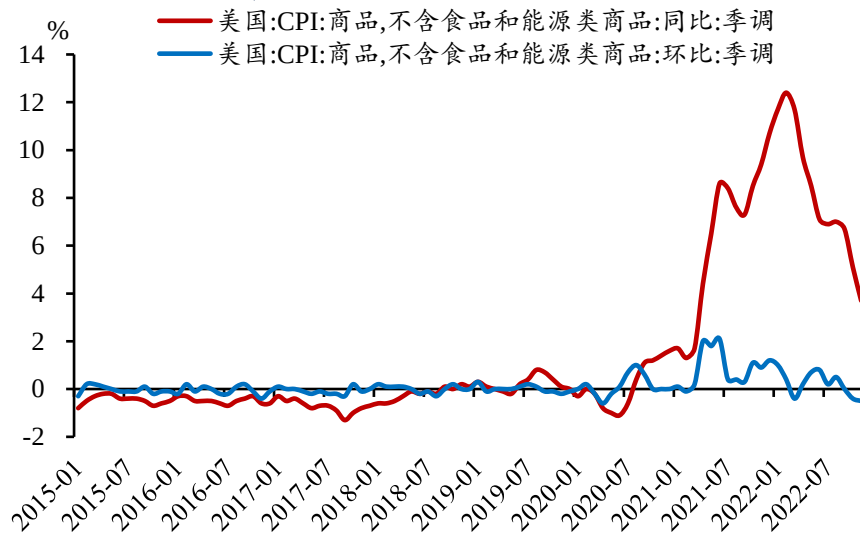
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

我们预计未来美国通胀将进一步回落，届时美联储的政策立场也将出现更多松动。

一是核心商品项延续下行趋势。核心商品项即不含食品和能源的商品分项，权重约 21%，与食品和能源项的权重之和基本相当，对 CPI 走势有显著影响。截至 2022 年 11 月，核心商品项同比已较 2 月峰值大幅回落 8.7 个百分点。该的环比增速也已连续 2 个月出现回落，对于整体通胀进一步降温是积极的信号。

核心商品项持续回落，原因包括供应链问题趋于缓解，全球商品价格（尤其是能源和粮食价格）降温，制造商采购价格有所下降。

图 5：核心商品项通胀率延续下行趋势

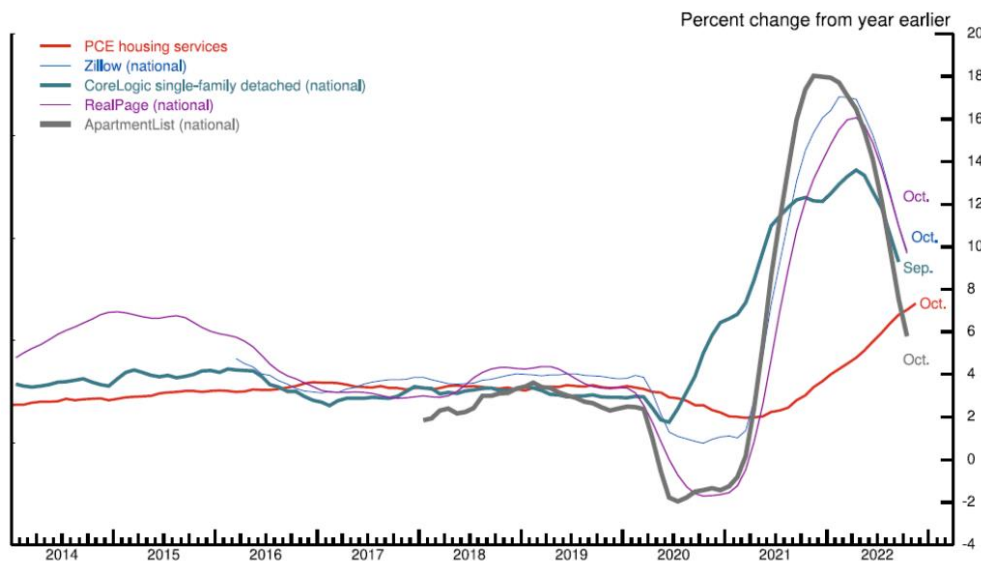


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

二是住房租金项拐点将至。2021 年 2 月以来，住房租金项同比增速持续上涨，今年 11 月升至 7.2%。该项权重约 32%，是造成美国高通胀的一大因素。针对这一分项，鲍威尔在 11 月 30 日布鲁金斯的讲话中给予了乐观判断，认为该的通胀率或早或晚将出现下降。其研判逻辑在于，新租房市场的租赁价格是更加领先的指标。随着美联储大幅加息，美国住房抵押贷款利率明显抬升，房地产市场景气度持续回落，新房租价格也随之下落（参见图 6）。考虑到住房租赁市场的周转速度较慢，随着租约到期、新合约签订，住房租金的通胀率终将开始下降。

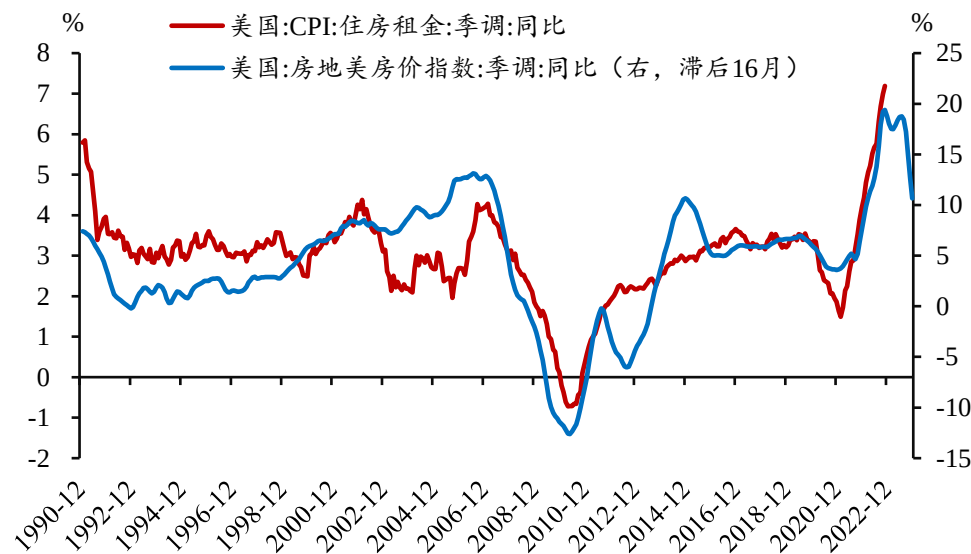
我们判断住房租金最早或于今年末或明年初见顶。历史经验显示，美国房价往往领先住房租金约 16 个月。2021 年 7 月，美国房地美房价增速见顶，按照房价与住房租金的领先规律，今年末或明年初住房租金增速或将见顶，随后进入下行通道。

图 6：新房租价格已出现明显回调



资料来源：美联储官网，信达证券研发中心

图 7：历史上美国房价往往领先住房租金约 16 个月



资料来源：Wind，信达证券研发中心

三是核心服务项已出现回落迹象。核心服务项即不含住房服务在内的服务项，其中包括医疗保健、教育、运输服务等细项，权重约 28%，同样对于 CPI 有重要影响。截至 2022 年 11 月，核心服务项同比增速连续 2 个月回落，但 11 月降幅有所收窄，环比增速由下降转为持平。

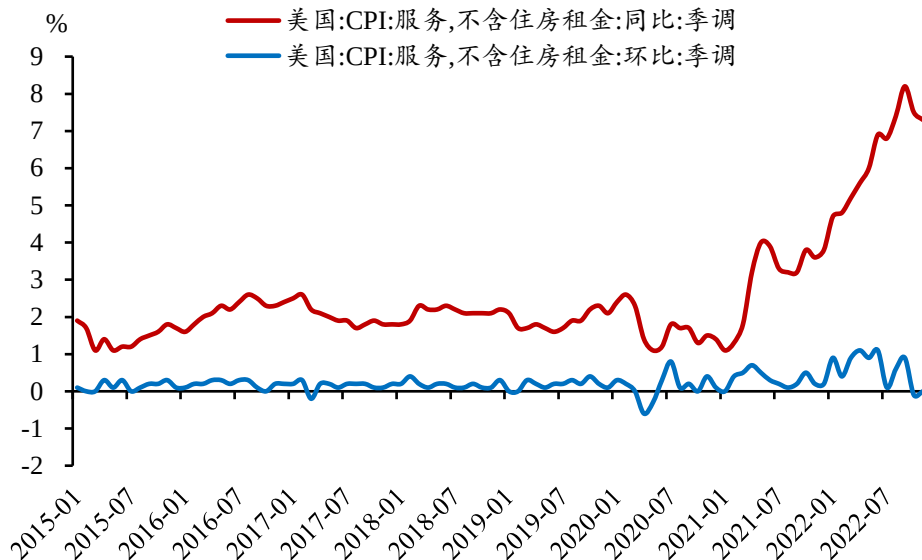
该项受劳动力市场和工资涨幅的影响最为直接。工资是核心服务项最主要的成本，11 月美国非农时薪同比增速小幅反弹至 5% 以上，解释了核心服务项通胀率的降幅放缓。从当前劳动力市场的供需格局来看，依然是用工需求超过劳动力供给，导致了工资成本难降。

综合上述，一旦劳动力市场软化，美国通胀下行将十分通畅。但同时，劳动力市场的未来形势依然存在较多不确



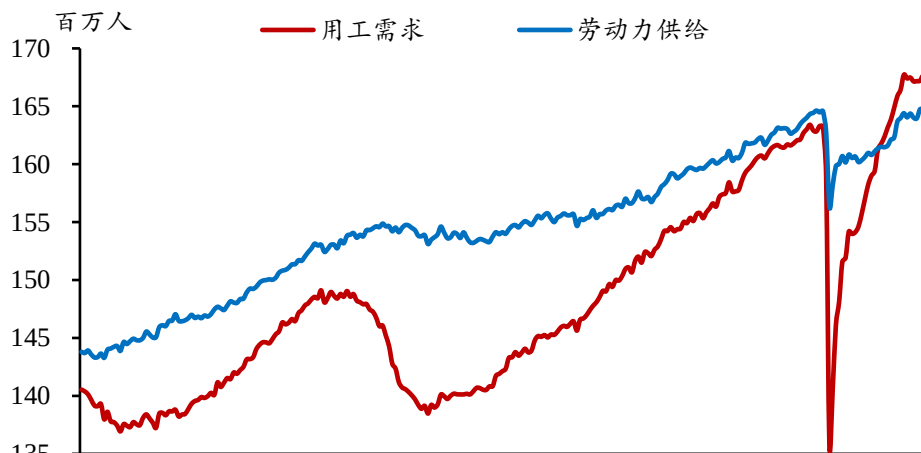
定性。美联储经济学家最近的研究发现，劳动参与率低迷或与“过度退休（excess retirements）”有关，原因包括新冠疫情对老年人生命健康构成极大威胁、疫情爆发早期的大幅裁员、净移民人数骤降等。这或许会造成一部分永久性的劳动力缺口，进而劳动力市场的供给偏紧或持续存在。11月新增非农就业人数创下2021年4月以来新低，反映出劳动力供给的增长乏力。此时更应关注需求端的情况，11月工时指标录得2020年4月后新低，我们此前反复强调，工时是衡量劳动力市场更加领先的指标（详见11月3日报告《加息放慢就是好消息》）。

图 8：核心服务项通胀率已出现回落迹象



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 9：需求降温是促进劳动力缺口弥合的关键



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_50208

