



宏观点评

证券分析师

芦哲

资格编号: S0120521070001

邮箱: luzhe@tebon.com.cn

联系人

张佳炜

资格编号: S0120121090005

邮箱: zhangjw3@tebon.com.cn

相关研究

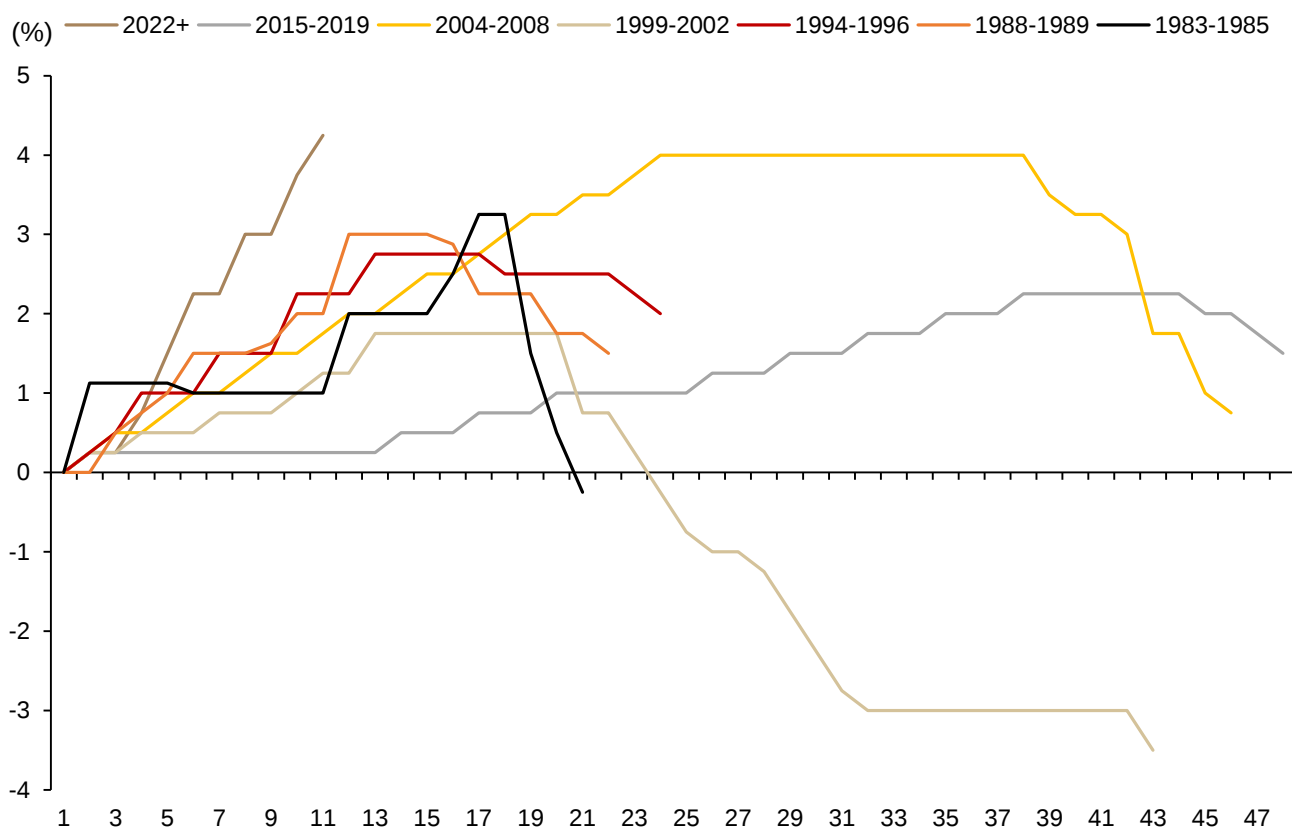
点阵图显示 2023Q4 利率在 5%以上

2022 年 12 月 FOMC 会议点评

投资要点:

- **核心观点。**如期加息 50bps，政策进入紧缩减码期。点阵图上调加息终点，拉长紧缩久期，预测政策利率到 2023Q4 仍然维持 5%以上，但联邦基金期货没有对其进行相应校准，我们预期其或向点阵图指引的政策利率预期修正。SEP 经济预期指引 2023 年更滞胀的经济形势，并继续暗示美联储官员们对总供给收缩、通胀中枢上调的判断，但对长期总供给收缩→通胀中枢上移的交易或需要更长时间酝酿。
- **12 月 FOMC 决议：如期加息 50bps，政策进入紧缩减码阶段。**12 月 FOMC 决议美联储如期加息 50bps 至 4.25-4.50% 区间，结束了连续四次 75bps 的非常规的大幅加息。由此，美联储货币政策正式从紧缩加码期切换至紧缩减码期。12 月 FOMC 声明较 11 月略有修改，将俄乌冲突对供应链的影响由“增量 (creating additional)”改为“贡献 (contributing to)”，一定程度暗示其对商品通胀的上行压力边际改善。
- **点阵图：上调加息终点，拉长紧缩久期。**12 月点阵图显示，19 名委员中有 17 人预期政策利率到 2023Q4 将升至 5% 以上，其中预期区间为 5-5.25%、5.25-5.5%、5.5-5.75% 的人数分别为 10、5、2 人，中位数与众数预期均为 5-5.25%，即美联储内部主流预期 2023 年仍将加息 75bps 至 5-5.25% 区间并持续至 2023Q4。Powell 在发布会 Q&A 环节确认了上述点阵图所示的指引。从路径上看，取决于届时的通胀读数，美联储的加息路径有较大概率在 2→3→5 月各加息 25bps 与 2→3 月加息 50→25bps 之间选择。发布会结束后，联邦基金期货并未根据点阵图指引进行相应校准，仍然预期美联储加息路径最大概率为 2→3 月各加息 25bps，利率终点维持 4.75-5%，并预期在 2023 年 9 月开启降息。尽管 2023 年美国经济与通胀前景仍然面临较高的不确定性，但我们预期市场预期会向本次点阵图指引的政策利率预期靠拢修正。
- **经济预测：SEP 指引 2023 年经济前景更加滞胀。**SEP 将 2023Q4 的 GDP 增速预期由 1.2% 下修至 0.5%，失业率预期由 4.4% 上修至 4.6%，PCE 通胀同比预期由 2.8% 上调至 3.1%，核心 PCE 通胀同比预期由 3.1% 上调至 3.5%，展示出对经济更加“滞胀”的预期。
- **发布会 Powell 否认上调通胀目标，回避经济衰退问题。**发布会上，Powell 否认了上调通胀目标的可能性。我们认为，Powell 或担忧在通胀目标实现前就对其进修改，存在向市场释放“美联储无法恪守物价稳定承诺”的信号，易导致通胀预期失控。但考虑到美国长期总供给大概率收缩的趋势，这将意味着：①美联储将不得不通过一场经济衰退兑现通胀平均增速 2% 的目标；②上调通胀目标的时间点或出现在下一轮复苏周期中，彼时通胀相对于经济增速更早更快的增长或让美联储重新审视货币政策目标。此外，SEP 预测中也存在类似的暗示——SEP 预测 2024Q4 的 PCE 通胀同比增速为 2.5%，但联邦基金利率预期则为 4.1%，较 2023Q4 的 5.1% 下降了 100bps，即 SEP 显示美联储将在通胀目标达成前提前降息，这与 Powell 发布会上的讲话矛盾。当然，考虑到 2024 年点阵图离散程度高、委员们意见分歧大，其参考意义或较为有限。
- **策略启示。**通胀下行与紧缩减码是既定事实，但市场“不买账”点阵图的行为或意味着短期流动性风险仍然存在，短期加息终点与中期紧缩久期仍未被市场充分计价。另外，对长期总供给收缩→通胀中枢上移的交易或需要更长时间酝酿。
- **风险提示：**美国通胀读数与预测数据出现偏差；美联储过早开启降息周期引发通胀反弹；全球供应链修复延后。

图 1：本轮美联储加息路径与历史对比



资料来源：彭博，德邦研究所；横轴单位为月

图 2：美国金融条件指数与美国国债流动性指数



资料来源：彭博，德邦研究所

图 3：2022 年 12 月 FOMC 会议 SEP

Table 1. Economic projections of Federal Reserve Board members and Federal Reserve Bank presidents, under their individual assumptions of projected appropriate monetary policy, December 2022

Variable	Median ¹					Central Tendency ²					Range ³				
	2022	2023	2024	2025	Longer run	2022	2023	2024	2025	Longer run	2022	2023	2024	2025	Longer run
Change in real GDP	0.5	0.5	1.6	1.8	1.8	0.4-0.5	0.4-1.0	1.3-2.0	1.6-2.0	1.7-2.0	0.2-0.5	-0.5-1.0	0.5-2.4	1.4-2.3	1.6-2.5
September projection	0.2	1.2	1.7	1.8	1.8	0.1-0.3	0.5-1.5	1.4-2.0	1.6-2.0	1.7-2.0	0.0-0.5	-0.3-1.9	1.0-2.6	1.4-2.4	1.6-2.2
Unemployment rate	3.7	4.6	4.6	4.5	4.0	3.7	4.4-4.7	4.3-4.8	4.0-4.7	3.8-4.3	3.7-3.9	4.0-5.3	4.0-5.0	3.8-4.8	3.5-4.8
September projection	3.8	4.4	4.4	4.3	4.0	3.8-3.9	4.1-4.5	4.0-4.6	4.0-4.5	3.8-4.3	3.7-4.0	3.7-5.0	3.7-4.7	3.7-4.6	3.5-4.5
PCE inflation	5.6	3.1	2.5	2.1	2.0	5.6-5.8	2.9-3.5	2.3-2.7	2.0-2.2	2.0	5.5-5.9	2.6-4.1	2.2-3.5	2.0-3.0	2.0
September projection	5.4	2.8	2.3	2.0	2.0	5.3-5.7	2.6-3.5	2.1-2.6	2.0-2.2	2.0	5.0-6.2	2.4-4.1	2.0-3.0	2.0-2.5	2.0
Core PCE inflation ⁴	4.8	3.5	2.5	2.1		4.7-4.8	3.2-3.7	2.3-2.7	2.0-2.2		4.6-5.0	3.0-3.8	2.2-3.0	2.0-3.0	
September projection	4.5	3.1	2.3	2.1		4.4-4.6	3.0-3.4	2.2-2.5	2.0-2.2		4.3-4.8	2.8-3.5	2.0-2.8	2.0-2.5	
Memo: Projected appropriate policy path															
Federal funds rate	4.4	5.1	4.1	3.1	2.5	4.4	5.1-5.4	3.9-4.9	2.6-3.9	2.3-2.5	4.4	4.9-5.6	3.1-5.6	2.4-5.6	2.3-3.3
September projection	4.4	4.6	3.9	2.9	2.5	4.1-4.4	4.4-4.9	3.4-4.4	2.4-3.4	2.3-2.5	3.9-4.6	3.9-4.9	2.6-4.6	2.4-4.6	2.3-3.0

NOTE: Projections of change in real gross domestic product (GDP) and projections for both measures of inflation are percent changes from the fourth quarter of the previous year to the fourth quarter of the year indicated. PCE inflation and core PCE inflation are the percentage rates of change in, respectively, the price index for personal consumption expenditures (PCE) and the price index for PCE excluding food and energy. Projections for the unemployment rate are for the average civilian unemployment rate in the fourth quarter of the year indicated. Each participant's projections are based on his or her assessment of appropriate monetary policy. Longer-run projections represent each participant's assessment of the rate to which each variable would be expected to converge under appropriate monetary policy and in the absence of further shocks to the economy. The projections for the federal funds rate are the value of the midpoint of the projected appropriate target range for the federal funds rate or the projected appropriate target level for the federal funds rate at the end of the specified calendar year or over the longer run. The September projections were made in conjunction with the meeting of the Federal Open Market Committee on September 20-21, 2022. One participant did not submit longer-run projections for the change in real GDP, the unemployment rate, or the federal funds rate in conjunction with the September 20-21, 2022, meeting, and one participant did not submit such projections in conjunction with the December 13-14, 2022, meeting.

1. For each period, the median is the middle projection when the projections are arranged from lowest to highest. When the number of projections is even, the median is the average of the two middle projections.

2. The central tendency excludes the three highest and three lowest projections for each variable in each year.

3. The range for a variable in a given year includes all participants' projections, from lowest to highest, for that variable in that year.

4. Longer-run projections for core PCE inflation are not collected.

资料来源：美联储，德邦研究所

图 4：2022 年 9 月和 12 月 FOMC 点阵图对比

Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate

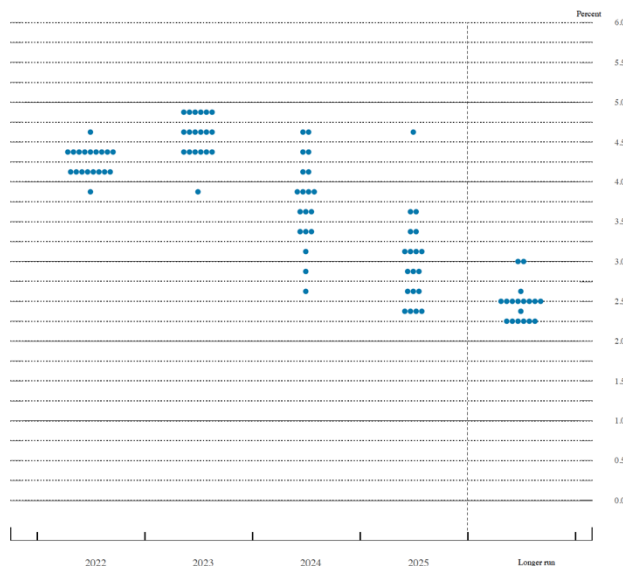
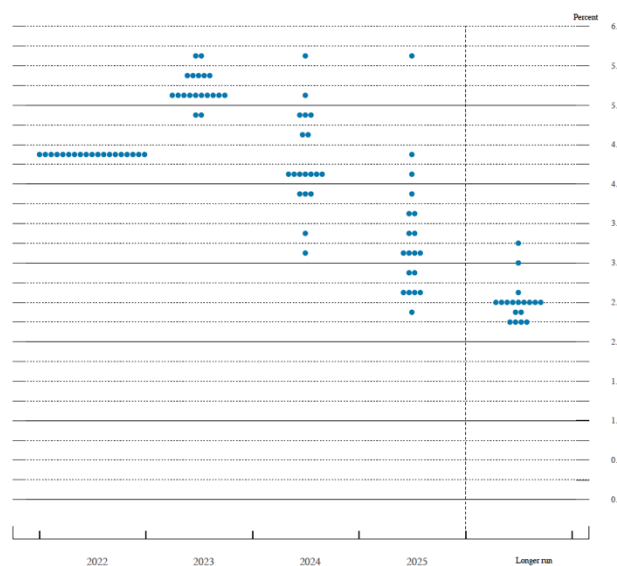


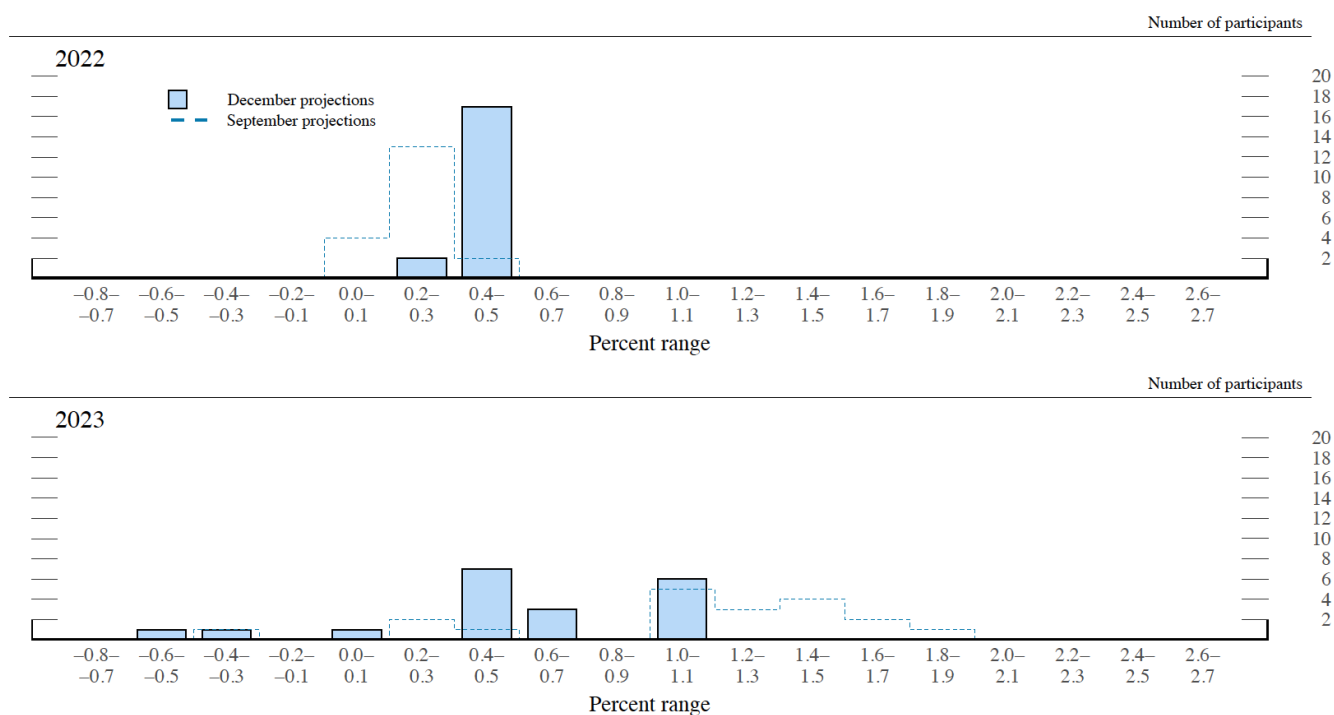
Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



资料来源：美联储，德邦研究所

图 5：2022 年 12 月 SEP 对 2022 年和 2023 年 GDP 预测

Figure 3.A. Distribution of participants' projections for the change in real GDP, 2022–25 and over the longer run



资料来源：美联储，德邦研究所

图 6：美联储 SEP 对 2022-2025Q4 的 GDP 预测分布

Figure 3.A. Distribution of participants' projections for the change in real GDP, 2022–25 and over the longer run

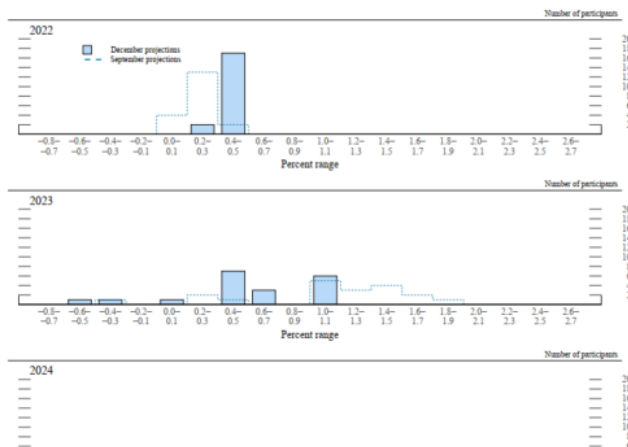
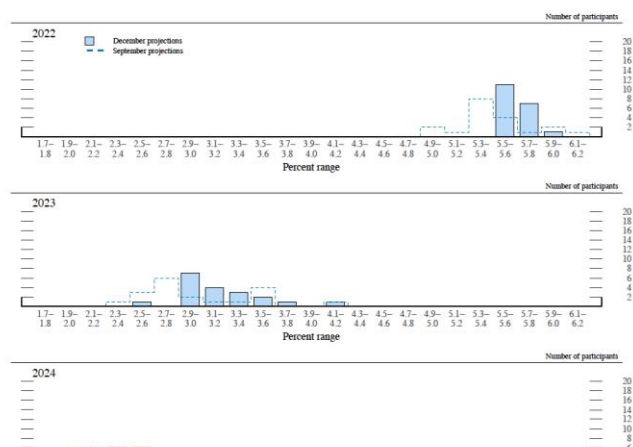


图 7：美联储 SEP 对 2022-2025Q4 的 PCE 通胀预测分布

Figure 3.C. Distribution of participants' projections for PCE inflation, 2022–25 and over the longer run



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_50216

