

2022年12月15日



华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

# 加息节奏如期放缓，但降息还为时尚早

—宏观点评报告

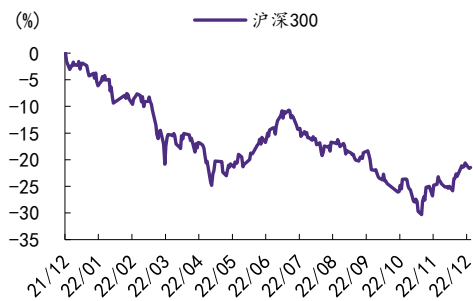
## 事件

分析师：朱珠 S1050521110001  
 zhuzhu@cfsc.com.cn  
 分析师：谭倩 S1050521120005  
 tanqian@cfsc.com.cn  
 联系人：杨芹芹 S1050121110002  
 yangqq@cfsc.com.cn

12月15日，美联储公布了2022年最后一次的加息决议，美联储将联邦基金利率目标提升50BP至4.25%-4.5%的水平。

## 投资要点

### 最近一年大盘表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

### 相关研究

- 1、《12月政治局会议的十大重磅信号》2022-12-08
- 2、《经济放缓就业背离，对美联储加息有何影响？》2022-12-04
- 3、《10月工业企业：盈利再度承压，中游制造景气改善》2022-11-28

### ■ 联储放缓加息步伐

12月美联储加息50BP符合市场预期，标志着连续4次加息75BP后，加息步伐正式开始放缓，美联储迎来第一个加息拐点。

### ■ 下调经济预期&上调通胀预期

美联储下调2023年经济预期，从1.2%下修至0.5%；上调通胀预期，2023年PCE和核心PCE分别上调至3.1%和3.5%；加息顶点上浮50BP，配合更鹰派的2023年FOMC委员，加息进程预计最早2023年5月结束。

### ■ 再次强化抗通胀决心

宁肯错杀不肯错过是联储对于通胀的强硬态度，主要是当前依然强劲的非农就业以及相对平稳的经济给了联储进一步鹰派的底气。

### ■ 非农和通胀是转向的前瞻信号

鲍威尔暗示2023年降息可能不大。往后来看，通胀能否下行至联邦目标、失业率是否出现超预期上行将是2023年联储货币政策转向的重要判断信号。

### ■ 风险提示

美国经济超预期下行，通胀韧性超预期。

## 正文目录

事件: .....	3
评论: .....	3
1、 联储预期有何变化? .....	3
2、 联储再次强化鹰派态度 .....	4
3、 双重暗示 2023 年降息可能缺席 .....	4
4、 如何观察联储真正的降息信号? .....	5
5、 风险提示.....	5

## 图表目录

图表 1: 美联储下调 2023 年经济预期, 并上调通胀预期.....	3
图表 2: 2007 年和 2018 年均出现了高利率的维持 .....	5

## 事件：

12月15日，美联储公布了2022年最后一次的加息决议，美联储将联邦基金利率目标提升50BP至4.25%-4.5%的水平，符合市场预期。

## 评论：

### 1、联储预期有何变化？

12月议息会议上美联储公布了对2023年的各项数据的预期，进一步下调对于2023年经济的预期（9月预期GDP增速1.2%，12月0.5%），上调了对于失业率的预期（9月4.4%，12月4.6%）。对于通胀的预期也进一步上调，PCE预期和核心PCE预期分别较9月上调0.3和0.4个百分点来到3.1%和3.5%。对于联邦基金利率的预期也较9月4.6%的水平上升至5.1%，超过了市场5%的预期，打破了市场联储快速结束加息进程的预期。

从点阵图变化也能看出联储官员的态度，对于2023年的利率预测仅有两名官员支持5%以下的利率水平，大部分的官员利率观点都保持在5%以上，其中有10人支持加息至5.25%，5人支持加息至5.5%的水平，也有两位超鹰派官员认为应该将利率终点调整至5.75%。

图表1：美联储下调2023年经济预期，并上调通胀预期

Variable	Median <sup>1</sup>				
	2022	2023	2024	2025	Longer run
Change in real GDP	0.5	0.5	1.6	1.8	1.8
September projection	0.2	1.2	1.7	1.8	1.8
Unemployment rate	3.7	4.6	4.6	4.5	4.0
September projection	3.8	4.4	4.4	4.3	4.0
PCE inflation	5.6	3.1	2.5	2.1	2.0
September projection	5.4	2.8	2.3	2.0	2.0
Core PCE inflation <sup>4</sup>	4.8	3.5	2.5	2.1	
September projection	4.5	3.1	2.3	2.1	
Memo: Projected appropriate policy path					
Federal funds rate	4.4	5.1	4.1	3.1	2.5
September projection	4.4	4.6	3.9	2.9	2.5

资料来源：Fed，华鑫证券研究

从 2023 年 FOMC 票委构成来看，也是鹰派的居多。联储主席中，新任的芝加哥联储主席、纽约联储主席、费城联储主席和明尼阿波利斯联储主席均是相对鹰派的。从联储官员的角度来看，除鲍威尔之外明年的 6 名联储官员整体来说也是鹰派偏多，：Waller 沃勒、Bowman 波曼、Cook 库克、Barr 巴尔、Jefferson 杰斐逊都偏鹰派，认为持续加息才能降低通胀，仅有 Brainard 布雷纳德保持了相对的鸽派。鹰派 FOMC 委员加上更高更远的加息顶点指引，意味着后续至少还需加息 3 次 25BP，加息最早于 2023 年 5 月结束。

## 2、联储再次强化鹰派态度

美联储对于通胀的态度与 11 月 FOMC 会议时宁肯错杀不肯错过的态度一样，与其选择过早降息导致通胀反复，联储官员宁愿选择进行更长久的货币收紧来确保通胀压力切实缓解。鲍威尔认为最大的痛苦将是未能将利率提升至足够高的水平。由此来看，虽然鲍威尔当前无法跟市场建立沃尔克一样的铁腕抗通胀的形象，但至少表明他并不会想要重复伯恩斯时期通胀反复的悲剧，这也是鲍威尔反复强调“历史经验告诫我们不要过早放松货币紧缩”的原因。

美联储强硬态度有两点支撑：一方面劳动市场仍处在强劲的位置，11 月美国非农就业 26.3 万人，远超 26.1 万人的前值和 26 万人的预期，职位空缺率虽然有所下行：10 月录得 6.3%，但当前仍处在远高于疫情前的水平。高职位空缺率支撑工资上行，当前美国非农时薪同比增速 5.1%，环比增速 0.55%，是 2022 年 1 月以来的最高值。鲍威尔解释当前的高职位空缺率一部分原因是疫情后的劳动市场本身减少了 350 万人，使得空缺率一直处在相对的高位。强劲的劳动市场本身与降低需求压低通胀的目标相违背，推动了服务消费的通胀上行，这也是联储在这次会议中对于核心通胀的上调要高于名义通胀的原因，劳动市场的好数据将持续成为资本市场的坏消息。

另一方面，美国经济仍处在相对较平稳的走势，虽然 12 月美联储下调了 2023 年的经济预期至 0.5%，与 2022 年持平，但更多的是经济增速的放缓而非严重的经济衰退，鲍威尔表示当前仍有经济软着陆的可能。如我们之前对美国经济的判断，当前美国经济虽然出现了一定的走弱：制造业 PMI 下行至收缩区间。但更多的是对疫情后经济部门之间的复苏不均衡的回调，商品消费开始降温而服务消费开始复苏。从当前的服务消费水平来看，预计 2023 年一季度末服务消费将回归至正常趋势，标志着经济结构调整的结束，经济走弱的开始。

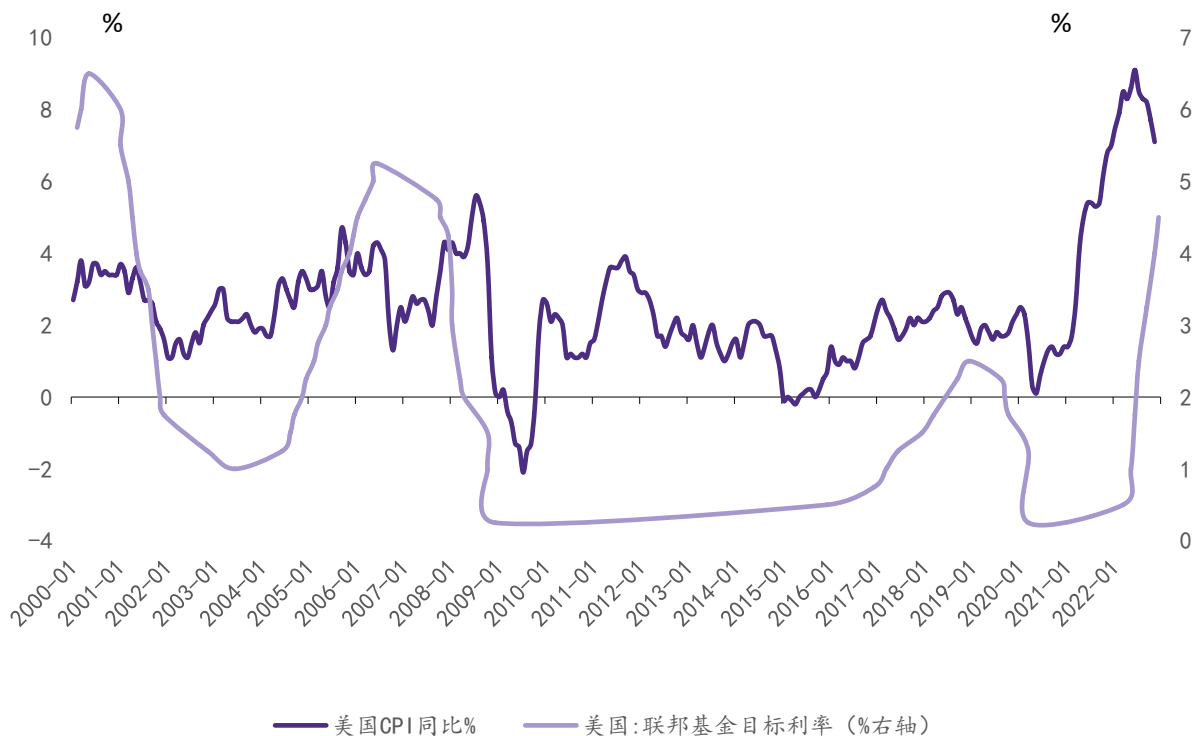
## 3、双重暗示 2023 年降息可能缺席

与市场的期待相反，鲍威尔在这次议息会议上双重间接否认了 2023 年降息的可能。首先其不保证不会在下一次的经济预测（2023 年 3 月）中再次上调利率的顶点，现在货币紧缩已经从重速转变为重量，利率终点变得更加重要。如若再次上调加息顶点，则会进一步推迟降息的时间，使得 2023 年降息可能性下降。另一方面，鲍威尔认为即使失业率达到 4.7%，劳动市场依然相对强劲，而联储在发布的经济预期中预计 2023 年美国失业率将达到 4.6%，同样暗示 2023 年劳动市场可能不会恶化至倒逼联储降息的水平。

## 4、如何观察联储真正的降息信号？

从历史经验来看，2007年和2018年加息进程中，联储均实现了长时间维持在高利率水平，期间CPI也均实现了回落至2%以下的联邦目标水平。因此通胀是否能持续降低到2%以下将是货币政策转向的重要判断标准。但是当前的情况又有所不同，跟过去的通胀水平相比（2007年最高4.3%和2018年最高2.9%），当前的通胀水平更高，距离2%的目标水平更远更难：美联储预期PCE水平至少要到2025年才能恢复至2%的水平。因此我们认为联储或将适当的提高联储的通胀中枢至2.5%-3%左右的水平，使得最晚2024年降息成为可能。但是本轮会议上鲍威尔并未提及提高长期利率水平，仍需关注后续的联储官员发言。

图表 2：2007 年和 2018 年均出现了高利率的维持



资料来源：Fed，华鑫证券研究

从经济情况来看，就业市场是联储当前最关注的另一个指标，按照鲍威尔的预期，劳动市场的降温会沿着雇工需求降低-空缺率下行-工资增速回落-失业上行的路径演绎，如若

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\\_50223](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_50223)



云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>