

总量研究

加息转入小步慢跑，美联储警惕未松

——2022 年 12 月 FOMC 会议点评

要点

事件：美联储召开 12 月 FOMC 会议，宣布 12 月加息 50bp 至 4.25%-4.50%，美股先涨后跌，盘中道琼斯指数一度跳水近 700 点，尾盘跌幅有所收窄。

核心观点：

12 月 FOMC 会议显然令乐观的市场有所失望。通胀数据连续两月快速走低，催化市场释放 2023 年下半年降息的乐观预期。但是，12 月点阵图在落实“更高”的加息终点之余，显示降息时点会滞后到 2024 年开启，鲍威尔本人也未对降息时点“松口”。这预示着明年 3 月或 5 月加息结束后，美联储会继续耐心观察通胀和经济降温趋势，市场也需忍受更久的高利率环境。

美联储保持谨慎的原因在于，超额储蓄尚未耗尽，就业供需缺口依然存在，家庭杠杆率居于历史低位，三大因素赋予美国消费韧性。美联储货币政策委员会调高对明年美国经济增速的预测，表明其认为在高利率环境下，美国经济也将实现“更软”的“软着陆”。然而 CME 数据显示，议息会议后市场对 2023 年降息依然抱有期待。美联储与市场预期的分歧，也将使得明年二季度市场对于降息预期的博弈更为激烈。

12 月加息幅度如期放缓，迈入加息“第二阶段”，明年 3 月或 5 月加息将结束。

考虑到 10 月和 11 月通胀快速回落，美联储将加息幅度，从非常态化的 75bp，下调至 50bp，符合市场预期。点阵图落实此前调高加息终点的指引，2023 年利率中枢上行至 5.1%，预示还有 75bp 加息空间。鲍威尔暗示未来加息幅度会考虑调整至 25bp，指向 2023 年 2 月、3 月、5 月各有一次加息 25bp 的操作，而后加息停止。

美联储对降息时点表态强硬，市场需要忍受长期的高利率环境。

点阵图显示 2024 年有望进入降息周期，利率中值为 4.1%（比 9 月调高 20bp），降息时点比市场此前预期的 2023 年下半年，更为滞后。鲍威尔本人在答记者会上发出强硬表态“在对通胀回落至 2% 有信心之前，美联储不会降息。”这意味着即使明年加息动作结束，美联储也难以快速走入降息周期，而是要维持一段时间的高利率环境，直到确认通胀的实质性回落。

消费韧性和薪资粘性让美联储保持谨慎，加息尾声将出现激烈博弈。

美联储调低 2022 年经济预测，调高 2023 年经济预测，表明其认为经济有望实现“更软”的“软着陆”。美联储对经济保持信心的原因在于，1.7 万亿美元超额储蓄，家庭杠杆率居于历史低位，劳动就业供需缺口依然存在，三大因素支撑私人消费保持韧性，薪资增速具备粘性。

因此，面对市场的热烈期待，美联储保持谨慎，尚未释放宽松预期，导致美股高开低走。预计明年上半年，美联储等待连续多月的数据验证后，才会谨慎释放宽松预期，经济也要忍受相当长的高利率环境。届时，尤其在明年二季度，随着失业率逐步上行，市场对于美联储何时进入降息窗口的博弈也将更为激烈。

风险提示：四季度俄乌局势进一步升级，导致国际大宗商品价格波动。中期选举后拜登政府财政开支计划存在不确定性，经济硬着陆风险提升。

作者

分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002

010-56513108

gaoruidong@ebscn.com

分析师：赵格格

执业证书编号：S0930521010001

0755-23946159

zhaogege@ebscn.com

相关研报

非农超预期，为何美股反应温和？——2022 年 11 月非农数据点评兼光大宏观周报（2022-12-04）

就业需求降温，但供需缺口犹在——2022 年 10 月非农数据点评兼光大宏观周报（2022-11-05）

比鹰派更可怕的是不确定性——2022 年 11 月 FOMC 会议点评（2022-11-03）

Long Shadows：中期选举的长尾效应——《大国博弈》系列第三十六篇（2022-11-02）

就业供需依然紧张，美联储难“转向”——2022 年 9 月非农数据点评兼光大宏观周报（2022-10-08）

美联储短期将维持大步加息——2022 年 9 月 FOMC 会议点评（2022-09-22）

拜登学贷计划：美国新一轮财政刺激？——《大国博弈》系列第三十三篇（2022-09-12）

美国 8 月非农降温，加息节奏是否会放缓？——2022 年 8 月美国非农数据点评兼光大宏观周报（2022-09-04）

鲍威尔的坚定不移——2022 年 8 月杰克逊霍尔全球央行年会点评（2022-08-27）

芯片法案、削减通胀法案，透视民主党手牌——《大国博弈》系列第二十九篇暨光大宏观周报（2022-08-14）

目 录

一、加息速度放缓，但加息终点“更高”	3
二、加息小幅放缓，美联储警惕未松	3
三、美联储为何依然保持谨慎？	5
四、风险提示	7

图目录

图 1：会议之前，市场对 2023 年加息高点的预测在 5%至 5.25%区间波动	4
图 2：9 月 FOMC 会议点阵图	4
图 3：12 月 FOMC 会议点阵图	4
图 4：CME 显示，市场依然对 2023 年降息抱有期待	5
图 5：从分项环比拉动率看，11 月商品和服务价格普遍性回落	6
图 6：职位空缺率自 7 月触顶回落，失业率止跌企稳，底部震荡	6
图 7：美联储预计 2022 年、2023 年美国 GDP 增长 0.5%	7
图 8：国际组织对于美国、欧洲、东盟、日韩等经济体的预测情况	7

一、加息速度放缓，但加息终点“更高”

事件：

北京时间 12 月 15 日凌晨 3 点，美联储货币政策委员会 FOMC 会后宣布，将政策利率联邦基金利率的目标区间从 3.75% 至 4.00%，上调到 4.25% 至 4.50%，加息幅度 50 个基点。美联储将在 2023 年 2 月 1 日（北京时间 2 月 2 日凌晨）召开下一次议息会议。

市场反应：

美股先涨后跌。盘中，道琼斯指数一度跳水近 700 点，纳斯达克指数、标普 500 指数亦迅速转跌，跌幅一度超 1%。截至收盘，美股三大指数的跌幅有所收窄，道指、纳指、标普 500 指数分别下跌 0.42%、0.76% 和 0.61%。

核心观点：

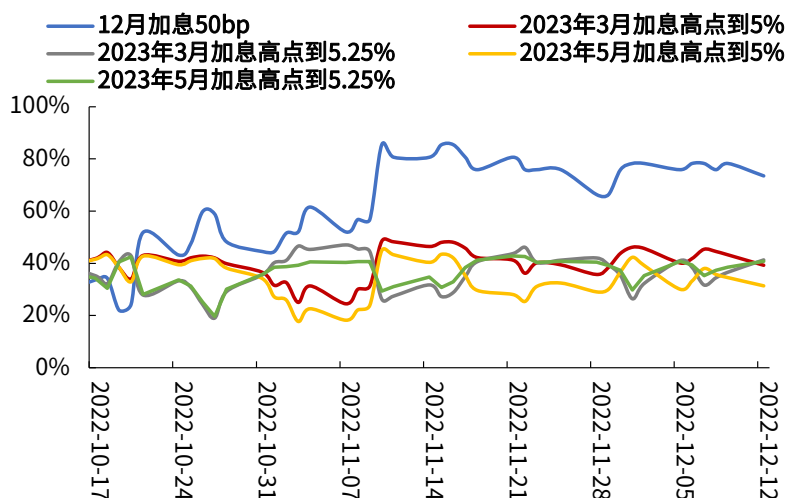
12 月 FOMC 会议显然令乐观的市场有所失望。通胀数据连续两月快速走低，令市场加大对 2023 年下半年降息的乐观预期。但是，12 月点阵图在落实“更高”的加息终点之余，显示降息时点会滞后到 2024 年开启，鲍威尔本人也未对降息时点“松口”。这预示着明年 3 月或 5 月加息结束后，美联储会继续耐心观察通胀和经济降温趋势，市场也需忍受更久的高利率环境。

美联储保持谨慎的原因在于，超额储蓄尚未耗尽，就业供需缺口依然存在，家庭杠杆率居于历史低位，三大因素赋予美国消费韧性。美联储货币政策委员会调高对明年美国经济增速的预测，表明其认为在高利率环境下，美国经济也将实现“更软”的“软着陆”。美联储与市场就经济衰退的分歧，也将使得明年二季度市场对于降息预期的博弈更为激烈。

二、加息小幅放缓，美联储警惕未松

会议之前，市场对于 12 月放缓加息幅度至 50bp 已有充分预期，核心关切在于加息终点，和终点高利率维持的时间。12 月 4 日发布的 11 月非农就业数据，显示了就业市场进一步降温的趋势；12 月 14 日发布的 11 月 CPI 环比及同比数据均大幅走低，加速了市场乐观预期释放。市场预计 12 月加息 50bp 概率在 8 成左右，对 2023 年加息终点的预测在 5% 至 5.25% 区间内波动。对于降息，市场则预期有望最早在 2023 年下半年，开始进入降息周期。

图 1：会议之前，市场对 2023 年加息高点的预测在 5%至 5.25%区间波动



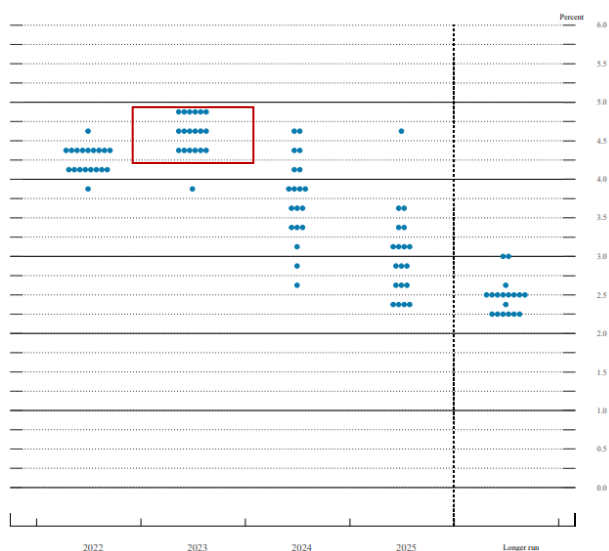
资料来源：CME，光大证券研究所（数据更新至 2022 年 12 月 12 日）

然而，美联储虽然如期下调 12 月加息幅度，迈入了加息“第二阶段”，但是对于何时进入降息周期，美联储却依然保持警惕和谨慎。

一是，点阵图显示，2023 年利率中枢达到 5.1%，预示还有 75bp 加息空间。

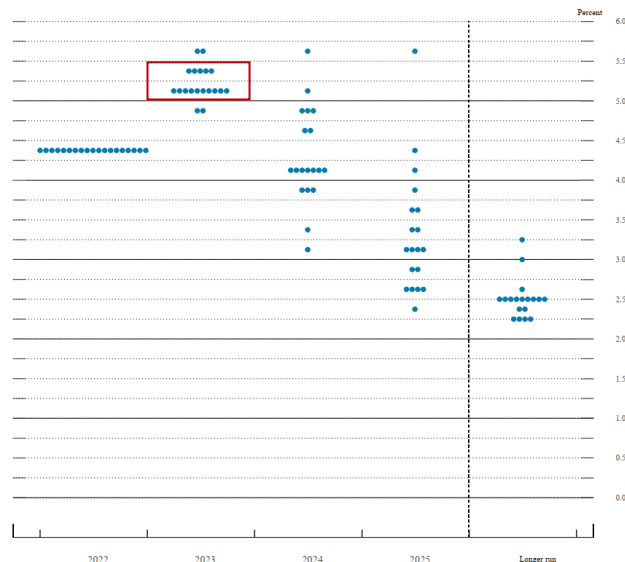
整体来看，12 月 FOMC 会议点阵图落实了鲍威尔此前就“调高终点”的表态，基本符合市场预期。点阵图显示，2022 年末联邦基金利率中值达 4.4%（与 9 月一致），2023 年继续小幅攀升至 5.1%（比 9 月调高 50bp），意味着未来还有 75bp 加息空间。如果考虑鲍威尔在发布会上所言，“美联储考虑下次加息幅度调整到 25 个基点”指向 2023 年 2 月、3 月、5 月各有一次加息 25bp 的操作，而后加息停止。

图 2：9 月 FOMC 会议点阵图



资料来源：FED

图 3：12 月 FOMC 会议点阵图



资料来源：FED

二是，关于降息时点，美联储体现出更为鹰派立场。

一方面，点阵图显示，2024 年才会进入降息周期，利率中值为 4.1%（比 9 月调高 20bp），2025 年利率中值进一步降至 3.1%（比 9 月调高 20bp），预示着 2024 年及 2025 年，各有 100bp 的降息空间。这一降息时点比市场此前预期的 2023 年下半年，要更为滞后。

另一方面，在答记者会上，当被问及到降息问题时，鲍威尔表示经济预测摘要里面没有显示降息，并发出强硬表态“在对通胀回落至 2% 有信心之前，美联储不会降息。”此番言论，继续表达了美联储对于抗击通胀的坚定信心。这也意味着，即使是明年 3 月或 5 月，加息动作结束，美联储也难以快速走入降息周期，而是要维持一段时间的高利率环境，直到确认通胀的实质性回落。

The war and related events are contributing to upward pressure on inflation and are weighing on global economic activity. The Committee is highly attentive to inflation risks. ... The Committee is strongly committed to returning inflation to its 2 percent objective.

——12 月 FOMC 声明

然而，CME 数据显示，即使在会议之后，市场对于 2023 年降息依然抱有期待。CME fed watch 工具显示，截至 2022 年 12 月 15 日，市场预计 2023 年 3 月加息至 4.75%-5.0% 之后，加息将停止，且最快于 11 月和 12 月可以连续两次小幅降息。显然，市场当前并未完全相信美联储的强硬表态。

图 4：CME 显示，市场依然对 2023 年降息抱有期待

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%	21.3%	49.1%	25.7%	3.9%
2023/6/14	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	21.4%	49.0%	25.6%	3.9%
2023/7/26	0.0%	0.0%	0.0%	4.3%	26.9%	44.4%	21.3%	3.1%

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_50276

