

更高的终点，转向的前夜——12月份美联储议息会议点评

点石成金

事件： 12月FOMC议息会议召开，货币政策操作方面，美联储宣布联邦基金利率的目标区间上调至4.25%-4.5%，加息50bp符合市场预期。点阵图显示23年利率峰值预期进一步上调至5.1%，鲍威尔并未释放更多的鹰派信息，并未引起市场对于未来加息路径定价的过大变化，市场有所波动，美股整体略承压，美元小幅走弱。

点评：

一、会前关注点：12月放缓已是定局，“更高的终点”会有多高

11月份的议息会议上，美联储宣布加息75bp，符合前期市场主流预期，将基准利率抬升至3.75~4%。主席鲍威尔重申回归2%的长期通胀目标以及自身保持限制性紧缩的政策立场，表示现在讨论何时可能暂停加息还为时过早。发布会内容鹰派意味尚较为强烈。这主要是由于会议前夕已公布的通胀数据尚未表现出掉头迹象，而其他各项经济数据中除PMI数据反应出衰退风险日益上升，大部分都强于预期，支持美联储继续紧缩。美联储不得不仍然将管理通胀作为首要任务，仍然聚焦于降低或者说牺牲一部分总需求来管理通胀。

从11月份会议以后的美国数据来看，一方面美国劳动力市场依然偏紧，11月非农就业人口今年以来连续第七次超出预期，失业率维持在3.7%的低位，仅劳动参与率小幅下跌。虽然大多数其他经济指标都在指向衰退，但劳动力市场的韧性强于预期，超预期的就业数据意味着美联储还有能力继续遏制通胀。另一方面，尽管PPI数值超出预期（但仍低于前值），在商品项集体回落尤其是汽油、二手车等前期通胀的主要推手大幅回落的带动下，美国11月CPI以及核心CPI数据均进一步回落且同环比低于市场预期，延续了10月超预期回落的势头，也强化了12月加息降速的预期。与此同时，通胀预期近期也出现回落态势：美国12月密歇根大学消费者信心指数系列数据显示，美国1年通胀预期初值意外下降至4.6%，创2021年9月以来新低，前值为4.9%。消费者对美国的长期通胀预期保持在3%，通胀预期的回落落在各个群体中都很普遍，也是对美联储可以放缓加息的另一个有力支撑。

整体来看，通胀压力已从高位回落，商品价格、房屋租金等均不同程度下降，且经济衰退的预期正在不断强化。12月会议放缓加息步伐至50个基点基本没有悬念，尤其是11月货币政策会议纪要中显示，在美联储内部，12月放缓加息已成为主流意见。

因此本次会议前市场的关注点在于：首先，市场更关注美联储如何指引后续加息路径，本轮加息的终点水平及持续的时间，甚至何时开始降息。此前，鲍威尔已经表示，下次会议的加息步伐可能会有所缓和，表明会是50个基点的加息，但他也表示更重要的是利率峰值和停留时间。12月3日，鲍威尔在布鲁金斯学会就美国的通胀和劳动力市场形势发表演讲时表示，与11月议息会议声明一致，美联储认为继续加息是合适的，并且最终利率会高于美联储9月预测，“历史强烈告诫我们不要过早放松。”因此，市场关注美联储是否会进一步上调加息终点到5%以上（11月FOMC没有点阵图，当时市场预期在4.75~5%附近）。其次，本次会议将是美联储召开的今年最后一次FOMC议息会

议，除公布新的利率决议也会公布新的经济预测。与9月份的预测相比，美联储本次发布的经济预测可能显示出决策者对美国经济增速的预期下降、失业率的预期上升；最后，关注2%通胀目标的坚守问题的表述也是市场关心的热点。

二、会议内容- 加息幅度放缓至50bp，抬高明年的加息终点

货币政策操作方面，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，幅度符合市场预期。相比于9月份议息会议发布的点阵图，本次会议决策者预计明后年利率水平都高于9月预期，即“更高的加息终点”。9月会议无1名委员预计明年利率会超过5.0%，而本次会议中共有19位中的17人预计明年利率超过5.0%（中位数为5.0%-5.25%，比如在此次会议后，明年上半年的两次会议上有50bp+25bp的两次加息），因此这构成了本次会议上相对比较“鹰”的元素。

在经济预测方面，继续把明后年经济数据朝着“滞”和“胀”的方向做了调整。在“滞”的层面，比较明显地下调了明后年的GDP增速，未来三年的失业率有所上调，在“胀”的层面，则将未来三年的PCE与核心PCE进行了上调。对于当期（2022年）的经济数据而言，一方面将通胀预期上调，另一方面则将GDP增速上调同时失业率下调。这样的数据预测组合表达了，美联储认为短期通胀水平和中期潜在通胀的压力仍然较大，同时美国经济短期的增长和就业市场仍然能够承受更高的加息终点，这和利率决议是相吻合的。并且紧缩带来的滞后效应将在明后年的经济增长中体现。

从发布会的其它内容来看，主要有以下几个看点：首先，仍然坚定致力于将通胀恢复至2%的目标。对于通胀的展望而言，强调了近两个月通胀的下行和通胀预期的稳定并不是自满的理由，目前还没有考虑改变2%通胀目标，**这可能是个“翻工程”**；其次，强调了加息还有一段路要走，即50个bp的加息幅度仍然是较大幅度的加息，维持了此前的基调，即从历史经验来看不应过早放松货币政策，**目前的货币政策正接近充分限制性**，放慢步伐收窄至50bp是合适的，同时指出点阵图显示明年不会降息；第三，**预计服务业通胀不会迅速下降**，即明年某个时候住房通胀会回落，但是很多非住房市场相关的服务业通胀会滞后回落，因此有必要提高利率峰值；最后，**当前劳动力市场仍然紧俏**，即尽管空缺职位比早些时候缓解，但美国的劳动力市场仍然偏短缺，并且目前薪资增速水平仍然过高。

整体来看，市场对于通胀增速放缓带来的加息放缓有充分预期，而点阵图调高终端利率水平略超出此前市场的预期属于偏鹰的元素，美元上升同时贵金属受到明显打压，而随着鲍威尔的发言美元再度下跌，风险资产出现反弹。整体来看的综合结果中性，美股震荡承压为主，会议前后市场隐含的明年2月和3月各加息25bp的定价未变。

三、市场展望— 弱美元与“复苏交易”延续，跟踪宏观情绪变化

11月议息会议后的点评《转向尚早，战术调整》我们提到：由于9月份的鹰派加息产生了两个效果，一个是全球发达债市的大幅波动，另一方面则是全球经济增长的共振回落，因此美联储有再平衡的诉求，但与此同时美国的就业和通胀仍然有韧性，政策仍然需要维持一定的偏鹰派的基调，因此美联储选了“转向尚早，战术调整”的模式，即放缓短端的加息节奏，同时也释放出了加息时间周期可能延长的信号展示出偏鹰的姿态。因此后续来看，重点是关注接下来12月份之前是否有通胀进一步降温的信号。另外就是对于全球宏观流动性的判断，接下来俄乌局势和中美经贸关系的发展方向应是重点。国内金融品而言，汇率压力和资本外流压力缓解前聚焦中小市值，一旦资金回流迹象显现关注价值的补涨。商品市场

方面，需求端仍然偏弱，以结构分化为主，后续重点关注国内疫情防控政策的走向，同时在国际层面重点关注原油供给问题的的发展。（详细内容请查看《转向尚早，战术调整——11月份美联储议息会议点评》）

总的来看，在11月份议息会议结束后，全球的宏观经济形势发生两点重要变化：首先，俄乌地缘局势风险得到了一定的管控，能源危机达到了一定压制，同时中美经贸关系现缓和迹象，中国加速疫情防控政策优化的速度，经济政策转向刺激内需为主，综合来看，国际局势朝着有利于美联储压力缓解的方向发展；其次，美国的核心通胀开始有一定的“降温”信号，叠加此前政策引发的衰退效应带来的商品价格的降温，以及能源价格的降温，核心和非核心通胀的共振下行引发了美国CPI水平的超预期回落，因此从“数据导向”的角度而言，也具备了一定放缓加息节奏的条件，但由于服务业消费的数据的韧性和劳动力市场的韧性，美联储暂时又有能力不明确转向，我们看到了点阵图进一步上调了政策利率，但发布会上鲍威尔亦没有更偏鹰言论，市场反应相对平稳。整体来看，美债收益率和美元构成的政策组合对于非美的紧缩外溢效应的递减格局仍在延续中。近期来看，虽然紧缩周期延续短端利率回调幅度有限，但是美元回调幅度较大。市场对于美联储的政策利率终点有一定消化，那么未来1-2个月，在下次议息会议前，重点关注美国基本面降温进一步明确以及联储政策转向进一步明确的信号。

就近期全球股指运行来看，在11月份议息会议之后，全球股指迎来了9月份议息会议后的“逆过程”，在美元逐步弱势下，全球股指普遍反弹，欧洲和亚太的股指表现更为强劲。进入到12月份后，随着国内疫情防控政策加速转变，亚太股市占优。国内股指结构上迎来了比较明显的范式转换，交易主要的是地产金融的困境反转以及疫情防控政策优化后消费股的重估，基本上呈现了大市值价值领涨，其余板块相对补涨的格局。后续来看，在人民币汇率偏强状态下，这一基础格局有一定延续性，也要跟踪海外市场尤其是美股降温可能对于国内的传导，国债债市释放完一轮压力后，预计在政策维稳和配置型资金的回流下以震荡为主。

商品市场而言，11月份后围绕着宏观叙事的转变，商品的结构也发生比较明确的变化：地缘政治风险类资产出现了明显的管控，即和非核心通胀密切相关的能源和农产品相对比较弱势；和美元流动性改善密切相关的贵金属和有色金属偏强势；在中国稳地产以及疫后经济重启预期之下，部分中国需求定价的黑色、建材、化工和软商品偏强势。商品市场整体偏强，同时结构再平衡特征较为明显。弱势美元和中国宏观政策的推进是这一结构的推动力，当前仍在延续，后续维持一段时间后，海外衰退压力的惯性和国内内需修复难以一蹴而就或使得波动会再次回归，持续跟踪宏观情绪的演变。

风险提示：俄乌战事升级和能源制裁进一步加码；地缘政治博弈下中美经贸进一步复杂化，人民币波动继续放大，贬值压力继续增加；地产基本面压力进一步增加。

表：近几次美联储 FOMC 会议会后声明对比

	2022 年 9 月会议声明	2022 年 11 月会议声明	2022 年 12 月会议声明
经济	● 最近的经济指标表明支出和生产温和增长。近几个月来，就业增长强劲，失业率一直保持在低位。 ● 俄罗斯对乌克兰的入侵正在造成巨大的人道与经济困难。	● 最近的经济指标表明支出和生产温和增长。近几个月来，就业增长强劲，失业率一直保持在低位。 ● 俄罗斯对乌克兰的入侵正在造成巨大的人道与经济困难。	● 近期指标显示支出和生产小幅增长。最近几个月就业增长强劲，失业率保持在低位。 ● 俄罗斯对乌克兰的入侵正在造成巨大的人道与经济困难。
通胀	● 通货膨胀率仍然居高不下，反映出与疫情有关的供需失衡、粮食和能源价格上涨以及更广泛的价格压力。 ● 俄乌相关事件正在给通货膨胀带来额外的上行压力，并给全球经济活动带来了压力。委员会高度重视通货膨胀风险。	● 通胀依然高企，体现了新冠疫情、食品和能源价格上涨以及更大范围价格压力相关的供需失衡。 ● 俄乌冲突相关事件正在对通胀制造新的上行压力，并正在对经济活动施压。委员会高度重视通货膨胀风险。	● 通胀居高不下，反映出与疫情相关的供需失衡、食品和能源价格上涨以及更广泛的价格压力。 ● 俄乌冲突正给通胀带来额外的上行压力，并拖累全球经济活动。委员会高度关注通胀风险。
货币政策	● 委员会决定将联邦基金利率的目标区间范围提高到 3%至 3.25%（75 个基	● 委员会决定将政策利率联邦基金利率的目标区间从 3.00%至 3.25%上调到 3.75%至 4.00%。为判断未	● 委员会决定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 4.00%至 4.50%。为判断未
工具	点），并预计将继续提高利率区间。 ● 此外，委员会将继续减少其持有的国债、机构债务和 MBS，如	来加息的步伐，将考虑到，货币政策的累积紧缩、货币政策影响经济活动和通胀的滞后性，以及经济和	来加息的步伐，将考虑到，货币政策的累积紧缩、货币政策影响经济活动和通胀的滞后性，以及经济和

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_50421

