



# 程实美联储 12 月议息会议点 评：加息接力 从 2022 到 2023



意见领袖 | 程实（工银国际首席经济学家） 张弘頔（工银国际资深经济学家）



美联储 12 月议息会议如期加息 50 个基点。鲍威尔指出尽管整体通胀和房租价格或将趋势性下行，但劳动供需不平衡仍然显著，核心服务业和广泛的通胀压力仍强。这反映了短期通胀回落不足以影响美联储中长期持续加息的立场。另一方面，美联储进一步解释了减缓加息节奏的主要原因。具体来看，考虑到累计加息和货币收紧对经济活动的时滞效应，放缓加息节奏有助于防止居民支出和经济生产活动快速滑落。为了更好的平衡通胀压力和经济增长，我们认为未来美联储加息进程将呈现“步幅减小、周期拉长、终点更高”的特点。值得注意的是，本次议息会议美联储大幅下调了 2023 年美国实际 GDP 增长预测（23 年实际 GDP 预测值仅为 0.5%，较 9 月下调 0.7 个百分点）。与此同时，联储上调了对 2023 年失业率的预

测，这意味着美国 23 年迈入经济衰退的概率将进一步抬升。而投资者此前普遍乐观的市场预期在鲍威尔宣布下调 23 年实际 GDP 后同步发生逆转。关于加息转向，联储认为现在讨论为时过早。但联储指出 2023 年联储政策框架的目标侧重将通胀逐步转向就业和增长。这意味着围绕明年联储政策的宏观叙事将以经济衰退展开。

商品通缩和房租回落不会影响联储持续加息。尽管美国通胀率连续回落，但鲍威尔在议息会议上仍然谨慎表示通胀回归至目标区间还有很长的路要走。一方面，中国防疫政策优化可能会推升全球商品通胀；另一方面，美国服务类通胀粘性在劳动供需不平衡的影响下仍然较强。我们认为美联储未来将进一步淡化房租通胀和耐用品通胀，转而集中针对服务类通胀的变化。服务类通胀的变化实质由劳动力市场供需决定。从当前就业市场来看，目前美国劳动力市场供需仍不平衡。造成美国劳动缺口长期存在的原因：一是疫情导致医药行业基础服务人员存在较大缺口；二是疫情造成了超过 3 百万美国人选择永久性提前退出劳动市场；三是美国移民政策造成消费类服务行业面临服务人员短缺；四是育儿护理成本抬升导致部分女性选择辞职。在这种情况下，即便加息抑制整体消费放缓，供应链瓶颈加速恢复，服务类通胀在“工资价格”螺旋支持下仍将处于高位。关于“工资价格”螺旋何时回落。根据 1970 年以来 7 次经济衰退的数据来看，服务类通胀的粘性将持续至经济衰退结束前后才会显著减弱。这意味着“工资价格”螺旋对通胀的支持将伴随总需求衰退而下滑。从我们对美国经济衰退的预测模型来看，美国出现经济衰退最快是在 2023 年 2-3 季度，最慢

为 2024 年 2 季度。在一般情景下，美国经济衰退将发生在 23 年 4 季度和 24 年 1 季度。根据以上的逻辑，美联储通胀最终回落 2% 的目标最快将发生在 24 年 2-3 季度（假定经济衰退至少持续两个季度）。因此，在美国经济实质性衰退前，美联储仍将持续加息，尽管联储预测终端利率获将接近或超过 5.1%，但我们认为联储的终端利率水平可能接近 5.25-5.5%。

美国经济衰退概率增加，警惕未来市场逆转风险。由于总体通胀和核心通胀持续回落，美联储放缓加息节奏，市场开始普遍预期美联储将由“鹰”转“鸽”。本轮议息会议前，美元下跌和近期美股反弹正在助推投资者不断押注联储政策转向。然而，联储认为持续加息的时滞影响可能将逐步作用于经济活动，导致美国经济陷入衰退。基于我们的研究，加息影响尚未显著的原因与居民部门的消费支出存在显著相关性。居民的消费支出则由居民部门的超额储蓄决定。具体来看，居民部门超额储蓄大致由三个部分组成：1) 薪酬收入 2) 财政支持性收入（财政支付转移收入）3) 支出（消费支出和其他支出）。我们估算 2020 年美国疫情爆发以来，美国财政部通过美联储直接向美国居民账户进行转移支付高达 2.3 万亿美元，这部分转移支付堆积在居民账户形成超额储蓄，并最终支撑居民个人消费支出，推

**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\\_50244](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_50244)

