

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 ¹				
	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 ⁴	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。

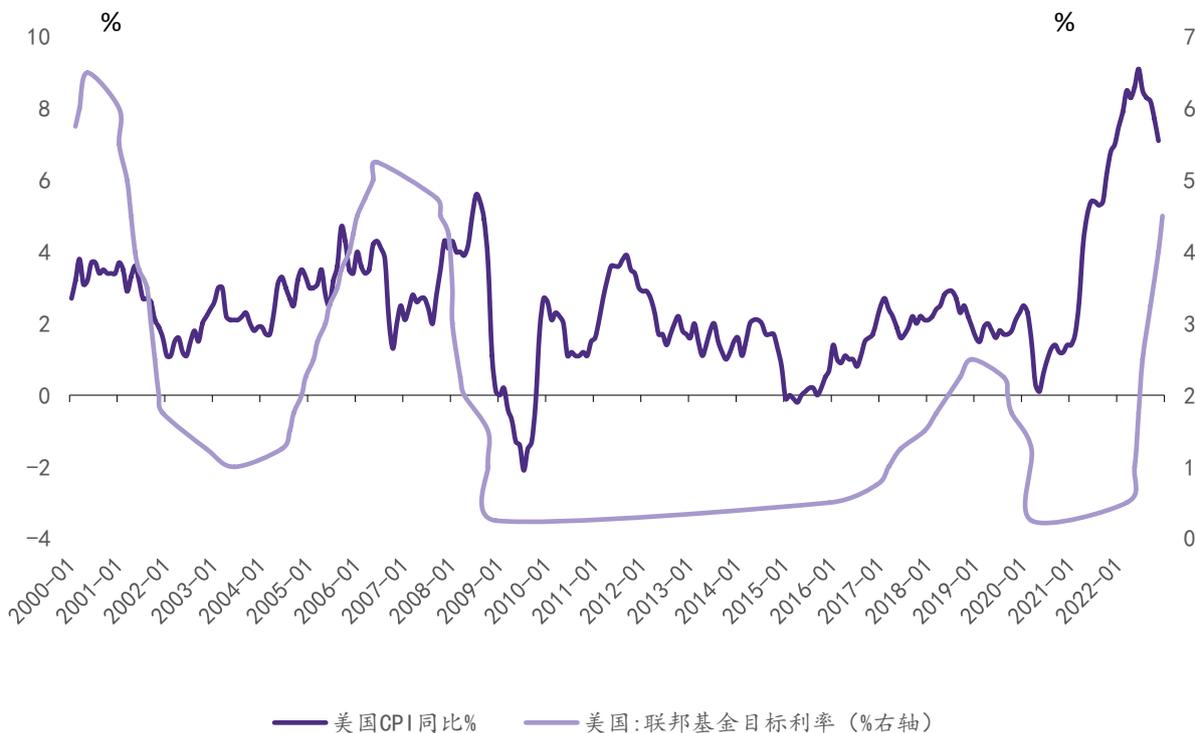
3、双重暗示 2023 年降息可能缺席

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2023年美国劳动市场出现快速的降温，失业率出现超预期的上行，那当前联储对工资上行过高支撑服务通胀的担忧也就随之消散，同样使得降息成为可能，若是2023年美国失业率快速上行至5%，联储的降息空间将逐步打开。

5、风险提示

美国经济超预期下行，通胀韧性超预期

■ 宏观策略研究所组介绍

杨芹芹：经济学硕士，7年宏观策略研究经验。曾任如是金融研究院研究总监、民生证券研究员，兼任CCTV新闻和财经频道、中央国际广播电台等特约评论，多次受邀为财政部等政府机构和金融机构提供研究咨询，参与多项重大委托课题研究。2021年11月加盟华鑫证券研究所，研究内容涵盖海内外经济形势研判、政策解读与大类资产配置(宏观)、产业政策与行业配置(中观)、全球资金流动追踪与市场风格判断(微观)，全方位挖掘市场机会。

朱珠：会计学士、商科硕士，拥有实业经验，wind第八届金牌分析师，2021年11月加盟华鑫证券研究所。

谭倩：11年研究经验，研究所所长，首席分析师。

周灏：金融学硕士，2022年7月加盟华鑫研究所，两年券商研究经验，从事中观比较与主题投资研究。

李刘魁：金融学硕士，2021年11月加盟华鑫研究所。

张帆：金融学硕士，2022年7月加盟华鑫研究所。

孙航：金融学硕士，2022年5月加盟华鑫研究所。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。