

美联储“紧缩退坡”正式确立，但利率终值仍将超 5%

——美联储 12 月货币政策会议点评与展望

研究发展部分析师 白雪 李晓峰

事件：北京时间 12 月 15 日周四凌晨，美联储联邦公开市场委员会发布最新的利率决议，将联邦基金利率区间上调 50 个基点至 4.25%-4.50%，符合市场预期。美联储同时宣布继续按照设定的路径展开缩表操作。虽然本次会议出现了加息速度的拐点，但政策声明几乎没有任何变化，仅将 11 月声明中的俄乌冲突“创造了额外的通胀上行压力”改为“增进通胀上行压力”。

会后公布的利率点阵图出现进一步出现抬高的倾向。在 9 月预期中，所有委员对本轮加息的峰值利率预期均低于 5%，但在 12 月预期中，除了 2 名委员外，所有人都将终值利率点在 5% 上方。从中值预期的角度来看，FOMC 对于终值利率的预期从三个月前的 4.6% 升至 5.1%，意味着后续可能还有 75 个基点的加息，之后在 2024 和 2025 年分别降息 1 个百分点。

会后也公布了美联储的宏观经济预测数据，延续了“失业率、通胀上修，经济增速下修”的节奏。其中虽然今年的实际 GDP 中值预期有所上升，2023 年美国经济增长预期从 1.2% 下降至 0.5%，同时将核心 PCE 通胀数据预期上调至 3.5%。

会后鲍威尔暗示明年的利率水平将高于投资者的预期，他指出，10 月和 11 月通胀数据显示通胀录得“可喜的下降”，但还需要更多通胀下降的证据，FOMC 继续认为通胀风险倾向于上升。鲍威尔表示，坚定地致力于将通胀率恢复至 2% 的目标，加息还有一段路要走，美联储的决定将取决于未来的整体数据。对于下一次加息幅度，鲍威尔称明年 2 月加息规模将取决于未来的数据和就业市场，但“美联储强烈考虑将下次加息幅度调整到 25 个基点”。鲍威尔反驳了明年逆转路线的押注。他表示：“直到委员会有信心确认通胀下降到 2% 之前，我不认为我们会考虑降息。恢复价格稳定可能需要在一段时间内保持限制性政策立场。”

对此，东方金诚解读如下：

12 月美联储如期加息 50 个基点，结束了此前连续四次 75 个基点的非常规大幅加息。这标志着美联储货币政策正式从“激进紧缩”阶段，切换至“紧缩退坡”阶段。美国 CPI 连续五个月同比回落，

尤其是 10 月、11 月 CPI 及核心 CPI 连续超预期下行，非农就业、职位空缺率、首申失业金人数等数据透露出劳动力市场出现边际放缓迹象，通胀预期也出现小幅回落态势，均有力支撑美联储放缓加息观察政策效果，防止由于货币政策传导的滞后效应引发的不必要的过度紧缩。

虽然确认了政策“紧缩退坡”，但终端利率并不会因此“缩量”，2023 年仍有约 75 个基点的加息空间。

鲍威尔在会后表示，近两个月美国通胀的下行和通胀预期的稳定，并不是“值得自满的理由”，美联储需要看到更多通胀下降的证据。会后公布的经济预测数据也显示，美联储上调 2023 年 PCE 通胀率至 3.1%、上调 2023 年核心 PCE 通胀率至 3.5%，也上调了 2024 年的通胀预期。这表明，美联储对于未来 1-2 年的通胀走势更加谨慎，认为通胀虽然会下行，但向政策目标回落的速度仍然较慢——最近的通胀数据也证明了这一点。从 11 月通胀数据中可以看出，随着能源与食品价格对通胀的拉动贡献持续减退、供应链压力的缓解，以及持续的货币紧缩对总需求的抑制作用下商品消费动能的降低，美国的通胀压力已出现广泛缓解。参照今年以来美国 CPI、核心 CPI 的环比均值，以及历史通胀环比数据，目前美国 CPI 的环比增速已经基本回归正常区间，这意味着未来美国通胀的下行方向是比较确定的。然而，当前住房通胀与住房以外的核心服务通胀仍未出现实质性回落，凸显出在美国劳动力市场供需依然偏紧的背景下，核心服务通胀的黏性可能超出预期，这将令 2023 年的通胀率向目标通胀的回落速度和幅度偏缓。

由此，我们判断，考虑到本轮通胀美联储的政策响应偏晚，在目标通胀率不会做出调整、劳动力市场强劲和住房、服务业造成的通胀粘性下，不宜低估美联储政策持续偏“鹰派”的可能性。由于通胀在 2023 年下半年可能才会加速回落，因此，我们预计，美联储还将进一步小幅加息至 2023 年二季度。

12 月利率点阵图显示，大部分委员预期政策利率到 2023 年底将升至 5% 以上，中位数与众数预期均为 5%-5.25%，这意味着美联储内部主流预期 2023 年仍将有大约 75 个基点的加息空间，并将 5.25% 的利率高点持续至 2023 年年末，鲍威尔也在新闻发布会上确认了点阵图的指引。未来美联储的政策节奏，仍将取决于通胀的回落幅度和速度。考虑到鲍威尔在会后提及 2 月美联储很有可能将加息幅度再次调整到 25 个基点，我们判断，后续美联储的加息路径，2023 年 2 月、3 月和 5 月各加息 25 个基点的可能性较大。

2023 年美国经济增长压力显著增加，但转向降息的可能性很小，首次降息时点大概率在 2024 年。

利率点阵图显示，美联储几乎不太可能在 2023 年降息，鲍威尔也在会后发言中确认了这一点——

—即使 2023 年美国经济增长压力显著增加。从会后公布的经济展望来看，美联储大幅调降 2023 年经济增长至 0.5%，并上调 2023 年失业率至 4.6%。这表明美联储认为未来一年美国仍将处于相对“滞胀”的局面，经济增长将显著低于潜在增速。这也暗示，美联储仍将持续加息，并默认以一定程度的经济下行换取通胀回落。我们判断，以当前居民部门的资产负债表状况来看，美国经济对于政策持续收紧仍有较为充足的缓冲，除非美国房地产市场崩盘引发系统性风险，否则明年美国经济陷入深度衰退的可能性很小，并不足以触发降息。

关于降息的时点，鲍威尔表示：“只有在确信通胀会以持续的方式下降到 2% 的水平之后，才会开始考虑降息”。不过，根据本次会议公布的经济预测，2024 年年末 PCE 通胀同比增速为 2.5%，但政策利率预期为 4.1%，较 2023 年末下降了 100 个基点，似乎暗示美联储可能会将在通胀目标达成前提前降息。不过，考虑到 2024 年点阵图的离散程度更高，显示美联储内部对于降息时点的意见分歧较大，其参考意义可能较为有限。我们判断，2024 年开始，随着通胀已形成趋势性下行态势，美联储可能将政策重心逐渐转移至劳动力市场和经济稳定，因此，即使通胀尚未回落至 2% 的目标，美联储仍存在提前降息的可能性。

10 年美债收益率在短期内仍将维持在 3.5%-4% 的偏高位置。

11 月以来，10 年期美债收益率在实际利率下行回落的驱动下大幅下行。但我们认为，短期内美债利率继续下行的空间有限，10 年期美债收益率可能仍将在 3.5%-4.0% 左右的偏高位置运行。主要原因有三点：

第一，本次会议进一步强化了维持高利率更久的预期，并否认 2023 年降息，这可能会在后期抬升中长端美债实际利率；第二，短期内通胀预期可能难以明显降温，这将支撑美债收益率维持在相对高位。11 月美国非农数据、服务业 PMI 数据表明，美国经济仍然存在一定韧性，这一方面使得市场对于美国经济“软着陆”的预期升温，但同时也会令通胀预期更具“粘性”，短时间内难以大幅回落。第三，美联储实际缩表节奏可能加快，也将抬升美债收益率。从政策空间看，当前美联储缩表进程仍落后于计划，而考虑到 12 月以来长端美债利率持续回落令美债收益率曲线倒挂程度更加严重，后期，为防止收益率曲线倒挂带来的金融风险，美联储仍有可能加快缩表节奏，以对冲长端美债收益率的下行。

权利及免责声明：

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、研究观点等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以其他方式传播。未获书面授权的机构及人士不应获取或以其他方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方或/及发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

本研究报告的结论，是在最初发表本报告日期当日按照东方金诚的研究流程及标准做出的独立判断，遵循了客观、公正的原则，未受第三方组织或个人的干预和影响。东方金诚可能不时补充、修订或更新有关信息，也可能发出其他与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但没有义务和责任更新本报告并通知报告使用者。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本声明为本研究报告不可分割的内容，任何使用者使用或引用本报告，应转载本声明。并且，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。