

利率回归正常化，加息进入“深水区”

——美联储例会点评（2022年12月）

- **事件：**北京时间12月15日凌晨，联邦公开市场委员会（FOMC）公布了2022年第8次例会决议、实施细则，召开新闻发布会。美联储主席鲍威尔对本次会议决议作进一步阐释，并回答了记者的提问。

- 本次会议决议及其背后的思考。

12月例会决定加息50bp，联邦基金利率目标区间升至【4.25-4.5%】，与市场预期保持一致。议息决议发布后，标普500指数明显回撤，VIX波动率跳升，2年期和10年美债利率同步下行，反映市场风险厌恶情绪和衰退预期强化。

会议声明中关于基本面、通胀和就业的表述与11月完全一致。在新闻发布会中，针对11月CPI通胀超预期下降，鲍威尔表示欢迎，但强调需要“更多证据表明通胀的下行是持续的”；关于金融条件的收紧，鲍威尔强调这主要抗通胀政策的副作用，主要局限于利率敏感性部门，以安抚市场的情绪，降低波动。

- 12月经济预测摘要及其隐含的信息。

12月预测摘要将2022年实际GDP增速从0.2%提高到0.5%，但下调了2023和2024年增速预期，前者从1.2%大幅下调到0.5%，后者从1.7%小幅下调到1.6%。说明，FOMC对经济增速的担忧从2023年开始显现，认为经济直到2025年才会回到潜在增速水平。

失业率是实际GDP增速的“镜子”，两者反映的信息是对称的。FOMC将2022年失业率预测从3.8%小幅下调至3.7%，而将2023和2024年从4.4%提高到4.6%，将2025年从4.3%提高到4.5%。

进一步抬升了整体PCE和核心PCE通胀的曲线，但不改变“前高后低”的期限结构。核心通胀下行斜率较小，2023年中位数预测从3.1%提高到3.5%。

综合而言，FOMC对2023年美国宏观经济的看法整体上仍处于“滞胀”象限，但相比2022年，“滞”有所增强，“胀”有所缓解。对应地，参会者进一步提升了2023年的利率中枢水平，从9月的4.6%提高到了5.1%。这就是终点利率水平，对应的联邦基金利率的目标区间为【5.0-5.25%】，说明2023年还有75bp的加息空间。从分布上看，参会者对5.1%的利率水平意见较为一致。所以，基准预测是2023年2月加息50bp，3月加息25bp。基本符合市场预期（CME Fed Watch）。

- 联邦基金利率已经回归正常水平，未来更需要美联储在“紧缩不足”和“紧缩过度”之间取得平衡。在未来一段时间内，物价下降得多快，就需要多关注美国经济基本面的信息，因为通胀下降的斜率约等于总需求下降的斜率。前者有助于抬升风险偏好，后者则会压制企业盈利（EPS）。所以我们认

赵伟 分析师 SAC 执业编号：S1130521120002
zhaow@gjzq.com.cn

为，与10月以来的交易逻辑不同的是，未来成长或跑赢周期价值。

风险提示：1、地缘政治冲突再起波澜；2、罢工潮加剧劳工短缺和成本上升压力；3、原油补库存；4、中国“重新开放”政策对供应链的短期扰动；

1、议息会议的决定及其背后的思考

12月例会决定加息 50bp，联邦基金利率目标区间升至【4.25-4.5%】，与市场预期一致。12月会议声明关于宏观经济运行、前瞻指引等方面表述与11月会议保持一致。声明认为，家庭支出和工业生产保持“温和增长”；通胀“仍然很高”，涨价压力来自包括食品和能源在内的广泛的商品或服务，原因依然强调与疫情引起的供求失衡，以及俄乌冲突的边际影响。虽然能源价格同比自6月触顶后持续回落，但在11月的CPI数据中，能源同比增速（13%）较历史依然处较高分位数位置，且高于食品价格同比增速（10.7%）。

图表 1: FOMC 议息会议声明比较 (6-12月)

篇章	模块	具体内容	2022年12月	11月	9月	7月	6月
一	宏观经济	增长	家庭支出和生产 温和增长	家庭支出和生产 温和增长	家庭支出和生产 温和增长	家庭支出和生产 亮丽	整体经济活动 有所反弹
		物价	通胀 仍然很高 ，原因：1. 与大流行病有关的供需不平衡；2. 食品、能源及更广泛的价格压力；3. 俄乌战争	通胀 仍然很高 ，原因：1. 与大流行病有关的供需不平衡；2. 食品、能源及更广泛的价格压力；3. 俄乌战争	通胀 仍然很高 ，原因：1. 大流行病有关的供需不平衡；2. 食品、能源及更广泛的价格压力；3. 俄乌战争	通胀 仍然很高 ，原因：1. 大流行病有关的供需不平衡；2. 食品、能源及更广泛的价格压力；3. 俄乌战争	通胀 仍然很高 ，原因：1. 大流行病有关的供需不平衡；2. 食品 、能源及更广泛的价格压力；3. 俄乌战争；4. 中国的防疫政策增加了供应链扰动
		就业	1. 就业增长 保持稳健 2. 失业率 仍然很低	1. 就业增长 保持稳健 2. 失业率 仍然很低	1. 就业增长 保持稳健 2. 失业率 仍然很低	1. 就业增长 保持稳健 2. 失业率 仍然很低	1. 就业增长 保持稳健 2. 失业率 仍然很低
二	政策决定	利率	FFR+50bp，目标利率区间提高到【4.25-4.5%】 1. 10RB 提高到 4.4% ； 2. 隔夜回购利率提高到 4.5% ，总规模上限5,000亿； 3. 隔夜逆回购利率提高到 4.3% ，每交易方规模上限1,600亿/日	FFR+75bp，目标利率区间提高到【3.75-4%】 1. 10RB 提高到 3.9% ； 2. 隔夜回购利率提高到 4% ，总规模上限5,000亿； 3. 隔夜逆回购利率提高到 3.8% ，每交易方规模上限1,600亿/日	FFR+75bp，目标利率区间提高到【3-3.25%】； 1. 10RB 提高到 3.15% ； 2. 隔夜回购利率提高到 3.25% ，总规模上限5,000亿； 3. 隔夜逆回购利率提高到 3.05% ，每交易方规模上限1,600亿/日	FFR+75BP，目标利率区间提高到【2.25-2.5%】； 1. 10RB 提高到 2.4% ； 2. 隔夜回购利率提高到 2.5% ，总规模上限5,000亿； 3. 隔夜逆回购利率提高到 2.3% ，每交易方规模上限1,600亿/日	FFR+75BP，目标利率区间提高到【1.5-1.75%】； 1. 10RB 提高到 1.65% ； 2. 隔夜回购利率提高到 1.75% ，总规模上限5,000亿； 3. 隔夜逆回购利率提高到 1.55% ，每交易方规模上限1,600亿/日
		QT	QT， 总上限950亿美元/月 ；1. 国债减持上限为600亿/月；2. 政府机构债或MBS减持上限为350亿美元/月；	QT， 总上限950亿美元/月 ；1. 国债减持上限为600亿/月；2. 政府机构债或MBS减持上限为350亿美元/月；	QT， 总上限950亿美元/月 ；1. 国债减持上限为600亿/月；2. 政府机构债或MBS减持上限为350亿美元/月；	QT，1. 7月、8月：国债赎回上限为300亿/月，超额部分滚动购买；政府机构债或MBS赎回上限为175亿美元/月，超额部分滚动购买；2. 9月开始 ：国债赎回上限增加到600亿/月；政府机构债或MBS赎回上限为350亿/月；	开始QT ， 总上限475亿/月 ；1. 国债赎回上限为300亿/月；2. 政府机构债或MBS赎回上限为175亿美元/月；
三	前瞻指引	利率	继续加息是合理的，以到达足够紧缩的水平 加息符合考虑：1. 紧缩政策的累计效应；2. 货币政策滞后效应；3. 经济、金融发展	继续加息是合理的，以到达足够紧缩的水平 加息符合考虑：1. 紧缩政策的累计效应；2. 货币政策滞后效应；3. 经济、金融发展	继续加息是合理的	继续加息是合理的	继续加息是合理的
		QT	继续按计划缩表	继续按计划缩表	继续按计划缩表	继续按计划缩表	继续按计划缩表
四	投票结果	支持/反对	全票通过	全票通过	全票通过	全票通过	全票通过
		转向的条件	1. 任何影响货币政策目标实现的风险； 2. 广泛的信息：公共卫生状况、劳动力市场条件、通胀压力和通胀预期、金融市场和海外环境	1. 任何影响货币政策目标实现的风险； 2. 广泛的信息：公共卫生状况、劳动力市场条件、通胀压力和通胀预期、金融市场和海外环境	1. 任何影响货币政策目标实现的风险； 2. 广泛的信息：公共卫生状况、劳动力市场条件、通胀压力和通胀预期、金融市场和海外环境	1. 任何影响货币政策目标实现的风险； 2. 广泛的信息：公共卫生状况、劳动力市场条件、通胀压力和通胀预期、金融市场和海外环境	1. 任何影响货币政策目标实现的风险； 2. 广泛的信息：公共卫生状况、劳动力市场条件、通胀压力和通胀预期、金融市场和海外环境

来源：Fed、国金证券研究所

图表 2: 12 月和 11 月声明的文本比较 (详细版)

<p>Recent indicators point to modest growth in spending and production. Job gains have been robust in recent months, and the unemployment rate has remained low. Inflation remains elevated, reflecting supply and demand imbalances related to the pandemic, higher food and energy prices, and broader price pressures.</p>	<p>Recent indicators point to modest growth in spending and production. Job gains have been robust in recent months, and the unemployment rate has remained low. Inflation remains elevated, reflecting supply and demand imbalances related to the pandemic, higher food and energy prices, and broader price pressures.</p>
<p>Russia's war against Ukraine is causing tremendous human and economic hardship. The war and related events are creating additional upward pressure on inflation and are weighing on global economic activity. The Committee is highly attentive to inflation risks.</p>	<p>Russia's war against Ukraine is causing tremendous human and economic hardship. 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.</p>
<p>The Committee seeks to achieve maximum employment and inflation at the rate of 2 percent over the longer run. In support of these goals, the Committee decided to raise the target range for the federal funds rate to 3-3/4 to 4 percent. The Committee anticipates that ongoing increases in the target range will be appropriate in order to attain a stance of monetary policy that is sufficiently restrictive to return inflation to 2 percent over time. In determining the pace of future increases in the target range, the Committee will take into account the cumulative tightening of monetary policy, the lags with which monetary policy affects economic activity and inflation, and economic and financial developments. In addition, the Committee will continue reducing its holdings of Treasury securities and agency debt and agency mortgage-backed securities, as described in the Plans for Reducing the Size of the Federal Reserve's Balance Sheet that were issued in May. The Committee is strongly committed to returning inflation to its 2 percent objective.</p>	<p>The Committee seeks to achieve maximum employment and inflation at the rate of 2 percent over the longer run. In support of these goals, the Committee decided to raise the target range for the federal funds rate to 4-1/4 to 4-1/2 percent. The Committee anticipates that ongoing increases in the target range will be appropriate in order to attain a stance of monetary policy that is sufficiently restrictive to return inflation to 2 percent over time. In determining the pace of future increases in the target range, the Committee will take into account the cumulative tightening of monetary policy, the lags with which monetary policy affects economic activity and inflation, and economic and financial developments. In addition, the Committee will continue reducing its holdings of Treasury securities and agency debt and agency mortgage-backed securities, as described in the Plans for Reducing the Size of the Federal Reserve's Balance Sheet that were issued in May. The Committee is strongly committed to returning inflation to its 2 percent objective.</p>
<p>In assessing the appropriate stance of monetary policy, the Committee will continue to monitor the implications of incoming information for the economic outlook. The Committee would be prepared to adjust the stance of monetary policy as appropriate if risks emerge that could impede the attainment of the Committee's goals. The Committee's assessments will take into account a wide range of information, including readings on public health, labor market conditions, inflation pressures and inflation expectations, and financial and international developments.</p>	<p>In assessing the appropriate stance of monetary policy, the Committee will continue to monitor the implications of incoming information for the economic outlook. The Committee would be prepared to adjust the stance of monetary policy as appropriate if risks emerge that could impede the attainment of the Committee's goals. The Committee's assessments will take into account a wide range of information, including readings on public health, labor market conditions, inflation pressures and inflation expectations, and financial and international developments.</p>
<p>Voting for the monetary policy action were Jerome H. Powell, Chair; John C. Williams, Vice Chair; Michael S. Barr; Michelle W. Bowman; Lael Brainard; James Bullard; Susan M. Collins; Lisa D. Cook; Esther L. George; Philip N. Jefferson; Loretta J. Mester; and Christopher J. Waller.</p>	<p>Voting for the monetary policy action were Jerome H. Powell, Chair; John C. Williams, Vice Chair; Michael S. Barr; Michelle W. Bowman; Lael Brainard; James Bullard; Susan M. Collins; Lisa D. Cook; Esther L. George; Philip N. Jefferson; Loretta J. Mester; and Christopher J. Waller.</p>

来源: 美联储、国金证券研究所

在新闻发布会中, 鲍威尔对基本面、劳动力市场、通货膨胀和金融条件做了进一步阐述, 强调需要更多证据以考察通胀下行的持续性。经济增速相比 2021 年的高增长继续放缓, 支出和生产温和增长, 住房部门明显走弱, 企业固定资产投资也面临压力; 即使如此, 由于劳动力市场依然处于供不应求的结构性失衡状态, 就业增速依然稳健, 主要原因仍在于供给不足, 体现在劳动参与率至今仍为回升到疫情前的水平; 通胀方面, 针对 11 月 CPI 通胀超预期下降, 鲍威尔表示欢迎, 但强调需要“更多证据表明通胀的下行是持续的”; 金融条件明显收紧, 但强调这主要抗通胀政策的副作用, 主要局限于利率敏感性部门, 以安抚市场的情绪。

图表 3: 鲍威尔新闻发布会演说内容的比较 (6-12月)

日期	会议	具体内容	2022年12月	11月	9月	7月	6月
一	宏观环境与金融	增长	1. GDP增速 : 从去年的快速增长中明显放缓; 2. 支出中产 : 温和增长 (部分反映了实际可支配收入的减少和金融条件的收紧); 3. 失业率 : 明显下降 (主要反映了抵押贷款利率上升); 4. 企业盈利 : 对上市公司盈利前景保持乐观。	1. GDP增速 : 从去年的快速增长中明显放缓; 2. 支出中产 : 温和增长 (部分反映了实际可支配收入的减少和金融条件的收紧); 3. 失业率 : 明显下降 (主要反映了抵押贷款利率上升); 4. 企业盈利 : 对上市公司盈利前景保持乐观。	1. GDP增速 : 温和增长 (部分反映了实际可支配收入减少和金融条件收紧); 2. 支出中产 : 温和增长 (部分反映了实际可支配收入减少和金融条件收紧); 3. 失业率 : 明显下降 (主要反映了抵押贷款利率上升); 4. 企业盈利 : 对上市公司盈利前景保持乐观。	1. 支出中产 : 明显放缓 (部分反映了实际可支配收入减少和金融条件收紧); 2. 企业盈利 : 温和增长 (部分反映了实际可支配收入减少和金融条件收紧); 3. 失业率 : 明显下降 (主要反映了抵押贷款利率上升); 4. 企业盈利 : 对上市公司盈利前景保持乐观。	1. GDP增速 : 温和增长 (部分反映了实际可支配收入减少和金融条件收紧); 2. 支出中产 : 温和增长 (部分反映了实际可支配收入减少和金融条件收紧); 3. 失业率 : 明显下降 (主要反映了抵押贷款利率上升); 4. 企业盈利 : 对上市公司盈利前景保持乐观。
	通胀	1. 通胀水平 : 仍然高于我们2%的长期目标, CPI有所下降, 但核心CPI保持强劲; 2. 通胀压力 : 在广泛的商品和服务; 租金增长; 3. 通胀预期 : 在广泛的商品和服务; 租金增长; 4. 通胀预期 : 在广泛的商品和服务; 租金增长;	1. 通胀水平 : 仍然高于我们2%的长期目标, PCE 6.2/核心CPI 5.1, 高于预期; 2. 通胀压力 : 在广泛的商品和服务; 租金增长; 3. 通胀预期 : 在广泛的商品和服务; 租金增长; 4. 通胀预期 : 在广泛的商品和服务; 租金增长;	1. 通胀水平 : 仍然高于我们2%的长期目标, PCE 6.2/核心CPI 4.8, CPI 8.3 (高于预期); 2. 通胀压力 : 在广泛的商品和服务; 租金增长; 3. 通胀预期 : 在广泛的商品和服务; 租金增长; 4. 通胀预期 : 在广泛的商品和服务; 租金增长;	1. 通胀水平 : 仍然高于我们2%的长期目标, PCE 6.3/核心CPI 4.7, CPI 6.9 (高于预期); 2. 通胀压力 : 在广泛的商品和服务; 租金增长; 3. 通胀预期 : 在广泛的商品和服务; 租金增长; 4. 通胀预期 : 在广泛的商品和服务; 租金增长;	1. 通胀水平 : 仍然高于我们2%的长期目标, PCE 6.3/核心CPI 4.9, CPI 6.9 (高于预期); 2. 通胀压力 : 在广泛的商品和服务; 租金增长; 3. 通胀预期 : 在广泛的商品和服务; 租金增长; 4. 通胀预期 : 在广泛的商品和服务; 租金增长;	
	就业	1. 就业市场 : 仍然非常强劲, 失业率处于50年来的最低水平, 职位空缺仍然很高, 工资增长强劲, 工作职位的增加进一步提振了; 2. 薪资/福利 : 对工资中, 从而缓解工资和物价的上行压力, SEP预测2022年失业率将降至3.8%, 低于2021年4.4%, 到2023年失业率将降至3.7%, 到2024年降至3.4%, 到2025年降至3.2%。	1. 就业市场 : 仍然非常强劲, 失业率处于50年来的最低水平, 职位空缺仍然很高, 工资增长强劲, 工作职位的增加进一步提振了; 2. 薪资/福利 : 对工资中, 从而缓解工资和物价的上行压力, SEP预测2022年失业率将降至3.8%, 低于2021年4.4%, 到2023年失业率将降至3.7%, 到2024年降至3.4%, 到2025年降至3.2%。	1. 就业市场 : 仍然非常强劲, 失业率处于50年来的最低水平, 职位空缺仍然很高, 工资增长强劲, 工作职位的增加进一步提振了; 2. 薪资/福利 : 对工资中, 从而缓解工资和物价的上行压力, SEP预测2022年失业率将降至3.8%, 低于2021年4.4%, 到2023年失业率将降至3.7%, 到2024年降至3.4%, 到2025年降至3.2%。	1. 就业市场 : 仍然非常强劲, 失业率处于50年来的最低水平, 职位空缺仍然很高, 工资增长强劲, 工作职位的增加进一步提振了; 2. 薪资/福利 : 对工资中, 从而缓解工资和物价的上行压力, SEP预测2022年失业率将降至3.8%, 低于2021年4.4%, 到2023年失业率将降至3.7%, 到2024年降至3.4%, 到2025年降至3.2%。	1. 就业市场 : 仍然非常强劲, 失业率处于50年来的最低水平, 职位空缺仍然很高, 工资增长强劲, 工作职位的增加进一步提振了; 2. 薪资/福利 : 对工资中, 从而缓解工资和物价的上行压力, SEP预测2022年失业率将降至3.8%, 低于2021年4.4%, 到2023年失业率将降至3.7%, 到2024年降至3.4%, 到2025年降至3.2%。	
	金融条件	金融条件保持宽松, 继续支持经济增长和“瘦身”, 美联储将继续保持耐心。	金融条件保持宽松	金融条件保持宽松	金融条件保持宽松	金融条件保持宽松	
	政策利率	FFR-50bp, 目标利率区间提高到【4.25-4.5%】	FFR-75bp, 目标利率区间提高到【4.75-5%】	FFR-75bp, 目标利率区间提高到【4.25-4.5%】	FFR-75bp, 目标利率区间提高到【4.25-4.5%】	FFR-75bp, 目标利率区间提高到【4.25-4.5%】	
二	政策利率	FFR-50bp, 目标利率区间提高到【4.25-4.5%】	FFR-75bp, 目标利率区间提高到【4.75-5%】	FFR-75bp, 目标利率区间提高到【4.25-4.5%】	FFR-75bp, 目标利率区间提高到【4.25-4.5%】	FFR-75bp, 目标利率区间提高到【4.25-4.5%】	
	资产负债表	QT在资产负债表增加方面发挥了重要作用	QT在资产负债表增加方面发挥了重要作用	QT在资产负债表增加方面发挥了重要作用	QT在资产负债表增加方面发挥了重要作用	QT在资产负债表增加方面发挥了重要作用	
三	立场/意图	1. 政策利率 : 保持利率在2%的目标, 并继续长期通胀预期的预期; 2. 资产负债表 : 保持资产负债表在长期, 保持耐心; 3. 通胀预期 : 保持通胀预期在长期, 保持耐心;	1. 政策利率 : 保持利率在2%的目标, 并继续长期通胀预期的预期; 2. 资产负债表 : 保持资产负债表在长期, 保持耐心; 3. 通胀预期 : 保持通胀预期在长期, 保持耐心;	1. 政策利率 : 保持利率在2%的目标, 并继续长期通胀预期的预期; 2. 资产负债表 : 保持资产负债表在长期, 保持耐心; 3. 通胀预期 : 保持通胀预期在长期, 保持耐心;	1. 政策利率 : 保持利率在2%的目标, 并继续长期通胀预期的预期; 2. 资产负债表 : 保持资产负债表在长期, 保持耐心; 3. 通胀预期 : 保持通胀预期在长期, 保持耐心;	1. 政策利率 : 保持利率在2%的目标, 并继续长期通胀预期的预期; 2. 资产负债表 : 保持资产负债表在长期, 保持耐心; 3. 通胀预期 : 保持通胀预期在长期, 保持耐心;	
	资产负债表	继续按计划缩减	继续按计划缩减	继续按计划缩减	继续按计划缩减	继续按计划缩减	
四	转向策略	1. 继续观察数据和不断变化的前景及调整; 2. 关注风险;					
	资产负债表	继续按计划缩减	继续按计划缩减	继续按计划缩减	继续按计划缩减	继续按计划缩减	

来源: Fed、国金证券研究所

2、经济预测摘要及其隐含的信息

FOMC 每年会发布 4 次经济预测摘要 (SEP), 分别对应着季末的例会。值得注意的是, SEP 是一种“有条件预测”, 即当宏观经济在预测的轨道上运行时, “合宜的政策利率”是多少, 并不代表实际的路径。但它可以提供参照系, 例如当未来实际的通胀率低于预期、实际失业率高于预期, 或经济增速弱于预期时, 合宜的政策利率可能会调整到什么水平——预测摘要提供了一个中枢。

图表 4: FOMC12月例会经济预测摘要

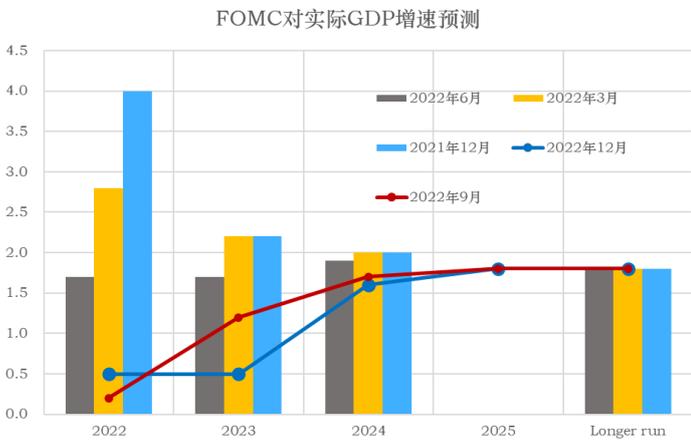
变量	中位数预测					中间区域 (剔除首尾3项)					预测范围 (全部参与者)				
	2022	2023	2024	2025	长期	2022	2023	2024	2025	长期	2022	2023	2024	2025	长期
实际GDP增速	0.5	0.5	1.6	1.8	1.8	0.4-0.5	0.4-1.0	1.3-2.0	1.6-2.0	1.7-2.0	0.2-0.5	-0.5-1.0	0.5-2.4	1.4-2.3	1.6-2.5
9月预测	0.2	1.2	1.7	1.8	1.8	0.1-0.3	0.5-1.5	1.4-2.0	1.6-2.0	1.7-2.0	0.0-0.5	-0.3-1.9	1.0-2.6	1.4-2.4	1.6-2.2
失业率	3.7	4.6	4.6	4.5	4	3.7	4.4-4.7	4.3-4.8	4.0-4.7	3.8-4.3	3.7-3.9	4.0-5.3	4.0-5.0	3.8-4.8	3.5-4.8
9月预测	3.8	4.4	4.4	4.3	4	3.8-3.9	4.1-4.5	4.0-4.6	4.0-4.5	3.8-4.3	3.7-4.0	3.7-5.0	3.7-4.7	3.7-4.6	3.5-4.5
PCE通胀	5.6	3.1	2.5	2.1	2	5.6-5.8	2.9-3.5	2.3-2.7	2.0-2.2	2	5.5-5.9	2.6-4.1	2.2-3.5	2.0-3.0	2
9月预测	5.4	2.8	2.3	2	2	5.3-5.7	2.6-3.5	2.1-2.6	2.0-2.2	2	5.0-6.2	2.4-4.1	2.0-3.0	2.0-2.5	2
核心PCE通胀	4.8	3.5	2.5	2.1	2	4.7-4.8	3.2-3.7	2.3-2.7	2.0-2.2	2	4.6-5.0	3.0-3.8	2.2-3.0	2.0-3.0	2
9月预测	4.5	3.1	2.3	2.1	2	4.4-4.6	3.0-3.4	2.2-2.5	2.0-2.2	2	4.3-4.8	2.8-3.5	2.0-2.8	2.0-2.5	2
预测的合宜的政策利率路径															
联邦基金利率	4.4	5.1	4.1	3.1	2.5	4.4	5.1-5.4	3.9-4.9	2.6-3.9	2.3-2.5	4.4	4.9-5.6	3.1-5.6	2.4-5.6	2.3-3.3
9月预测	4.4	4.6	3.9	2.9	2.5	4.1-4.4	4.4-4.9	3.4-4.4	2.4-3.4	2.3-2.5	3.9-4.6	3.9-4.9	2.6-4.6	2.4-4.6	2.3-3.0

来源: Fed、国金证券研究所

FOMC 对经济增速的担忧从 2023 年开始显现，认为经济直到 2025 年才会回到潜在增速水平。与 9 月相比，12 月预测将 2022 年实际 GDP 增速从 0.2% 提高到 0.5%，但下调了 2023 和 2024 年增速预期，前者从 1.2% 大幅下调到 0.5%，后者从 1.7% 小幅下调到 1.6%。2025 年增速和长期增速（即自然增长率）保持不变。这说明，在美国经济复苏的内生动能不断消退、全球总需求下滑，以及紧缩的货币政策的累计效应和滞后效应逐步显现的情况下，美联储比较担心 2023 年的经济。这是维持物价稳定必要的代价，也体现了美联储抗通胀的决心。

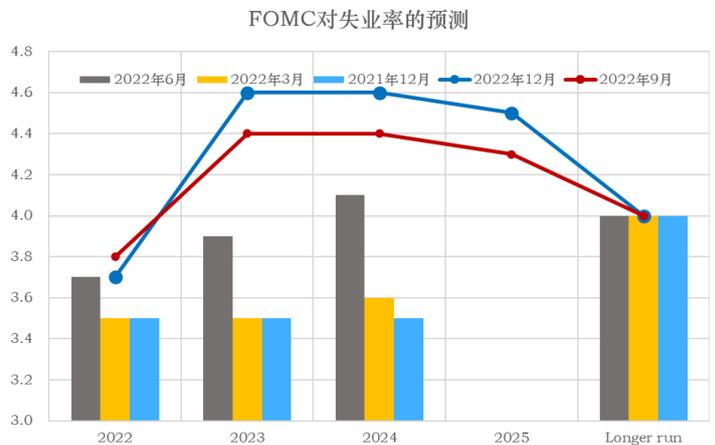
失业率是实际 GDP 增速的“镜子”，两者反映的信息是对称的。FOMC 将 2022 年失业率预测从 3.8% 小幅下调至 3.7%，而将 2023 和 2024 年从 4.4% 提高到 4.6%，将 2025 年从 4.3% 提高到 4.5%。长期水平维持在 4%。截止到 2022 年底，美国劳动力市场供不应求的矛盾仍为明显缓解，工资增速虽然高点已过，但仍明显高于疫情之前的水平，支撑着非住房类核心服务的通胀。抬高失业率预测的中枢，使短期失业率超过长期水平（即自然失业率），也反映出美联储提高了对失业率上行的容忍度。

图表 5: 5 次预测摘要中 GDP 增速路径的比较



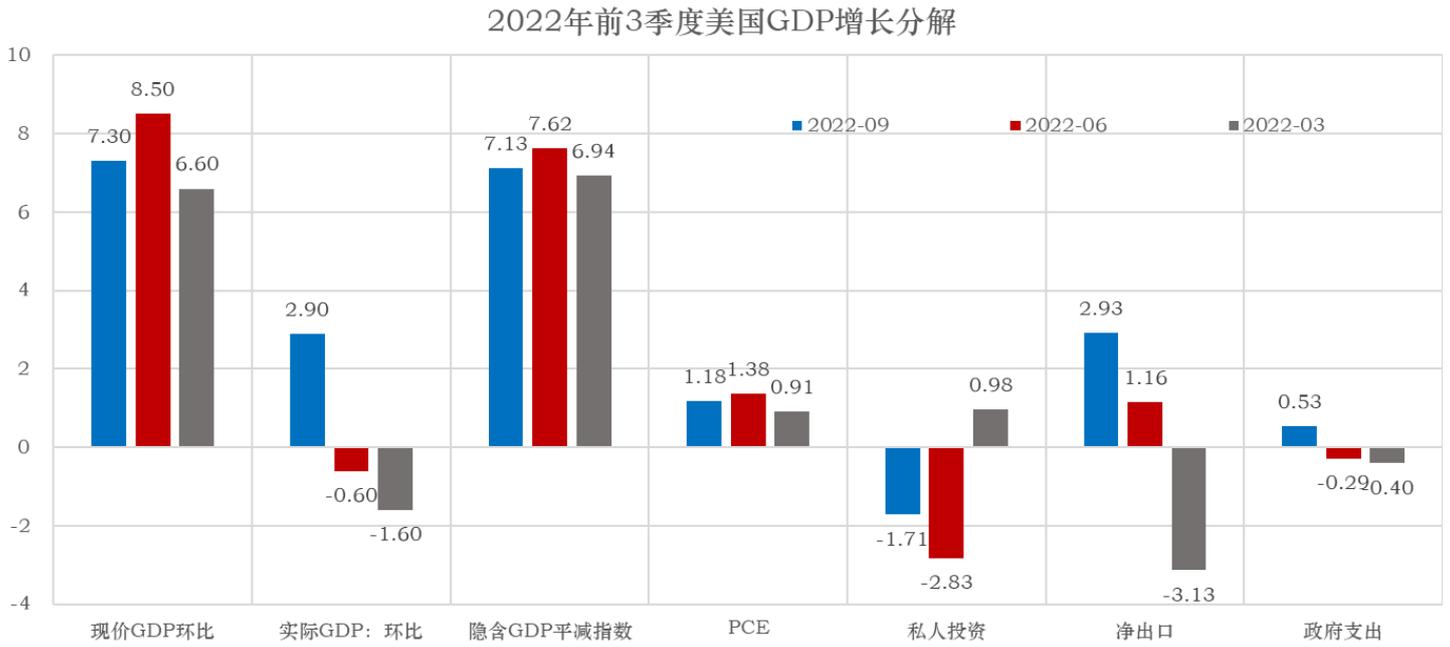
来源: Fed、国金证券研究所

图表 6: 5 次预测摘要中失业率路径的比较



来源: Fed、国金证券研究所

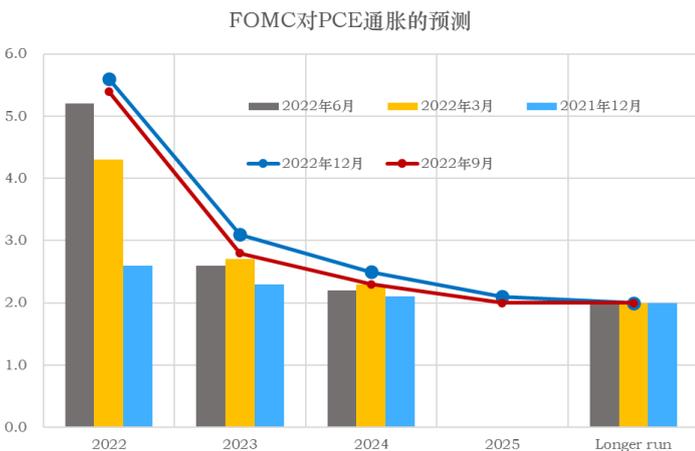
图表7：2022年前3季度美国GDP增长的分解



来源：Fed、国金证券研究所

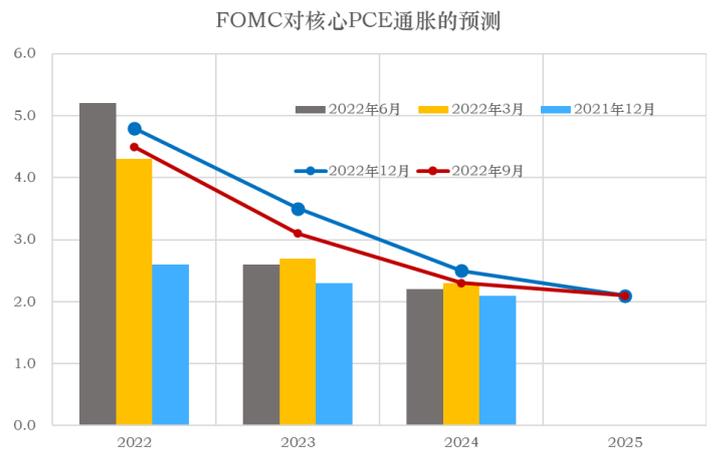
12月预测进一步抬升了整体PCE和核心PCE通胀的曲线，但不改变“前高后低”的期限结构。核心通胀下行斜率较小，2023年中位数预测从3.1%提高到3.5%。2022年PCE通胀从9月的5.4%上升到5.6%，比10月PCE同比增速低0.4个百分点（6%），表明FOMC认为年内通胀会继续下行，也符合市场一致预期。2023年、2024年和2025年PCE预测的中值分别为3.1%、2.5%和2.1%，较9月预测分别提高了0.3、0.2和0.1个百分点。长期预测维持在2%目标水平。核心PCE通胀的预测路径也有所抬升，其下降的斜率明显小于整体PCE，2023年中枢从9月的3.1%上升到了3.5%。

图表8：5次预测摘要中PCE通胀路径的比较



来源：Fed、国金证券研究所

图表9：5次预测摘要中核心PCE通胀路径的比较

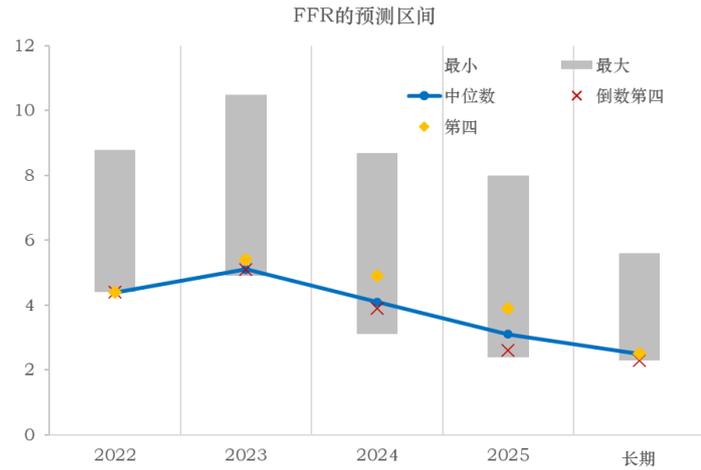


来源：Fed、国金证券研究所

所以，FOMC对2023年美国宏观经济的看法整体上仍处于“滞胀”象限，但相比2022年，“滞”有所增强，“胀”有所缓解。根据预测，直到2023年底，核心PCE通胀仍明显高于2%，而失业率只是略微超过4%，所以维护物价稳

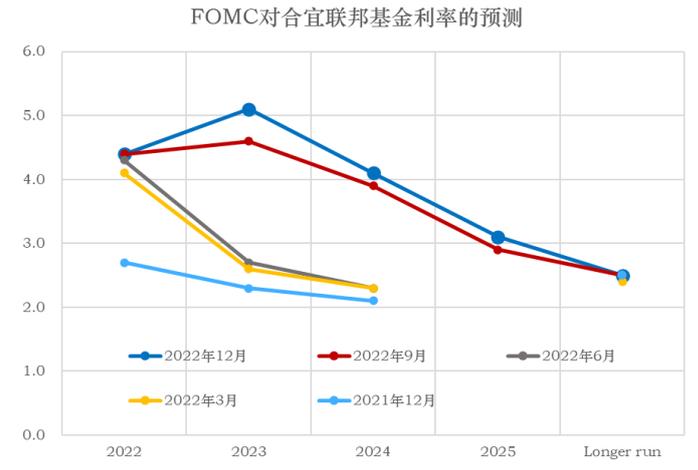
定依然是 2023 年美联储政策的主要矛盾。对应地，11 月例会强调的进一步抬升联邦基金利率路径，主要指的是 2023 年的利率水平，从 9 月的 4.6% 提高到了 5.1%。这就是终点利率水平，对应的联邦基金利率的目标区间为【5.0-5.25%】，说明明年还有 75bp 的加息空间。从分布上看，参会者对 5.1% 的利率水平意见较为一致。所以，基准预测是 2023 年 2 月加息 50bp，3 月加息 25bp。基本符合市场预期（CME Fed Watch）。

图表 10：12 月预测摘要对合宜 FFR 预测的分布



来源：Fed、国金证券研究所

图表 11：5 次预测摘要对合宜 FFR 中位数预测的比较



来源：Fed、国金证券研究所

图表 12：芝加哥期货交易中隐含的联邦基金利率路径（12 月 13 日）

区间/日期	21-12	22-01	22-03	22-05	22-06	22-07	22-09	22-11	22-12	23-02	23-03	23-05	23-06	23-07	23-09	23-11	23-12
575-600	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
550-575	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	3	3	2	2	1	0
525-550	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	10	18	18	15	12	6	2
500-525	0	0	0	0	0	0	0	0	0	14	41	41	41	36	30	20	11
475-500	0	0	0	0	0	0	0	0	0	51	39	31	31	33	34	32	24
450-475	0	0	0	0	0	0	0	0	27	35	9	7	7	12	18	27	30
425-450	0	0	0	0	0	0	0	0	73	0	0	0	0	1	4	12	22
400-425	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	3	9
375-400	0	0	0	0	0	0	0	86	0	0	0	0	0	0	0	0	2
350-375	0	0	0	0	0	0	0	14	0	0	0	0	0	0	0	0	0
325-350	0	0	0	0	0	0	17	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
300-325	0	0	0	0	0	0	83	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
275-300	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
250-275	0	0	0	0	0	26	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
225-250	0	0	0	0	0	75	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
200-225	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
175-200	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
150-175	0	0	0	0	97	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
125-150	0	0	0	0	3	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
100-125	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
75-100	0	0	0	100	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
50-75	0	0	3	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
25-50	7	6	97	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
0-25	93	94	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

来源：CME、国金证券研究所

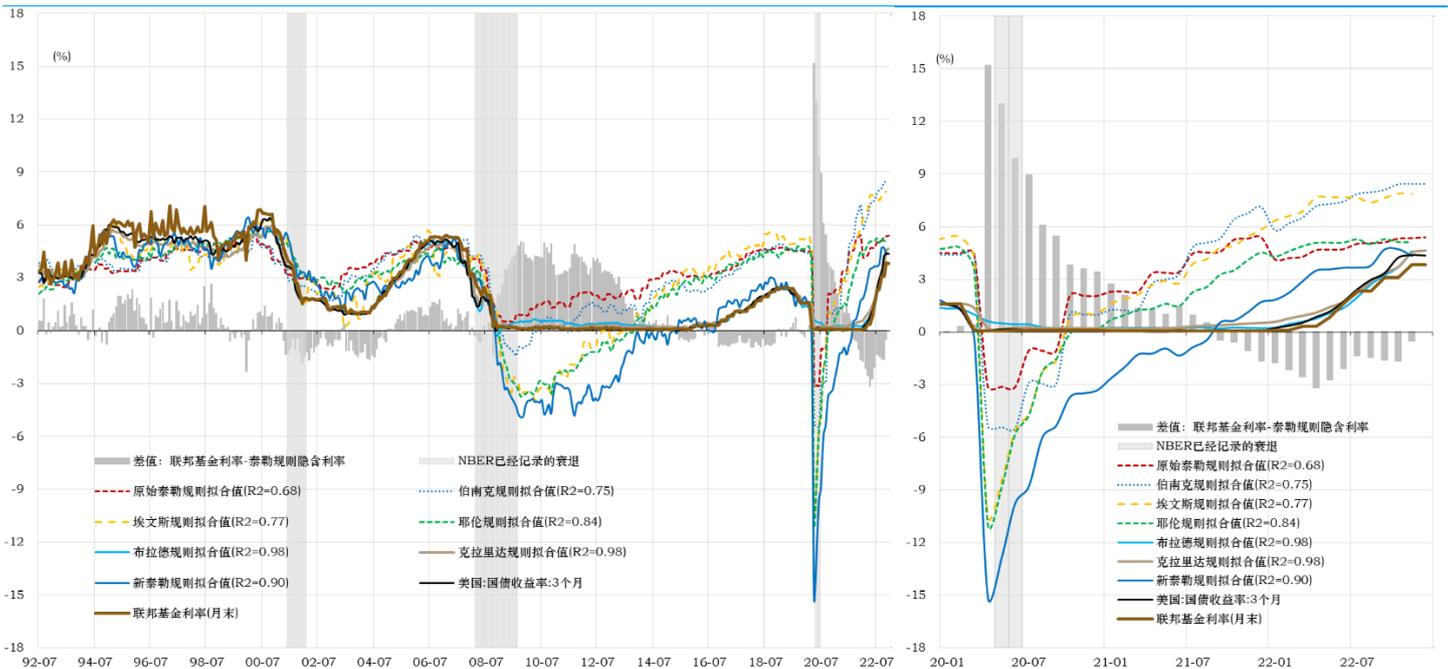
3、2023 年美联储货币政策展望及其资产配置含义

预测摘要关于终点利率水平的预测是静态的，应根据实际经济运行动态调整。

截止到 2022 年底，经过全年 8 次连续、大幅度地加息，联邦基金利率已经回到正常化水平。决定联邦基金利率中枢水平的两个变量是失业缺口（实际失业率-自然失业率）和通胀缺口（实际通胀率-目标通胀率），所以，“泰勒规则”隐含的利率依然可以为“合宜的利率水平”提供一个参照。1993 年的原始“泰勒规则”从本世纪初叶开始解释力明显下降，2008 年金融危机之后，FOMC 成员或美联储员工通过微调解释变量或重新定义利率规则，提高了“泰勒规则”的拟合度。我们团队也拟合了一条“新泰勒规则”。比较而言，“新泰勒规则”能较好地拟合 2015-2019 年联邦基金利率的走势。

截止到 11 月底，“新泰勒规则”隐含的联邦基金利率水平为 4.34%，相比 10 月底（4.72%）下调了 38bp，与本次加息后联邦基金利率的中枢基本匹配。故可以说，联邦基金利率已经回到“正常化”水平。当然，这并非说加息进程已经结束了，因为美联储当前追求的是“充分紧缩”的货币政策。2023 年继续加息，或在下次例会前经济走弱，美联储货币政策都将进入“充分紧缩”区间。如果美联储过多地关注劳动力市场及其隐含的通胀压力，而忽视了经济正在步入准衰退区间的信号（11 月 ISM 制造业 PMI 为 49，首次跌入枯荣线），那么很可能再次犯错，如同 2021 年“临时通胀谬误”一样。美联储显然不希望人为地制造一场衰退来压制通胀，因为“硬着陆”并不不可避免，但这要求美联储在“紧缩不足”和“紧缩过度”之间取得平衡，并果断地转变政策立场。

图表 13：政策利率回归正常化——基于泰勒规则隐含的“合宜的利率”水平

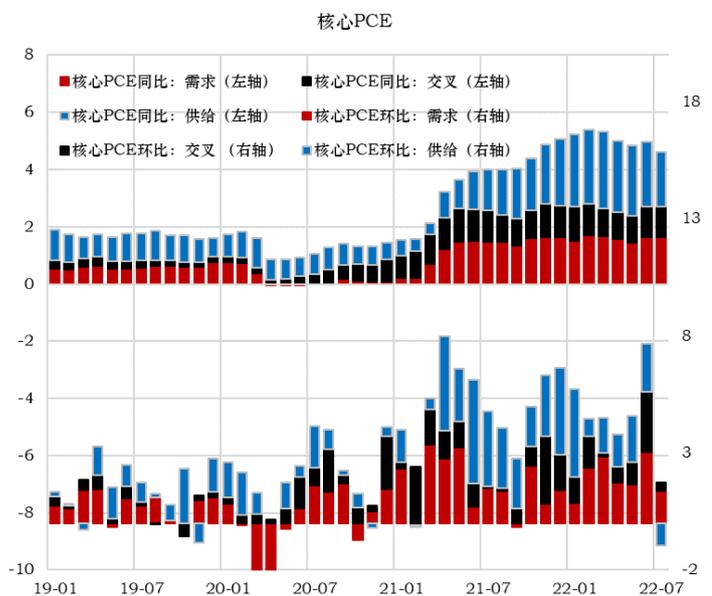


来源: Fed、Wind、国金证券研究所

整个 2022-2023 年,在政策立场和力度上,美联储都需要在紧缩不足和紧缩过度之间取得平衡,政策目标是以最小的就业损失为代价压制通货膨胀,主要和次要目标随着时间的推移而切换。

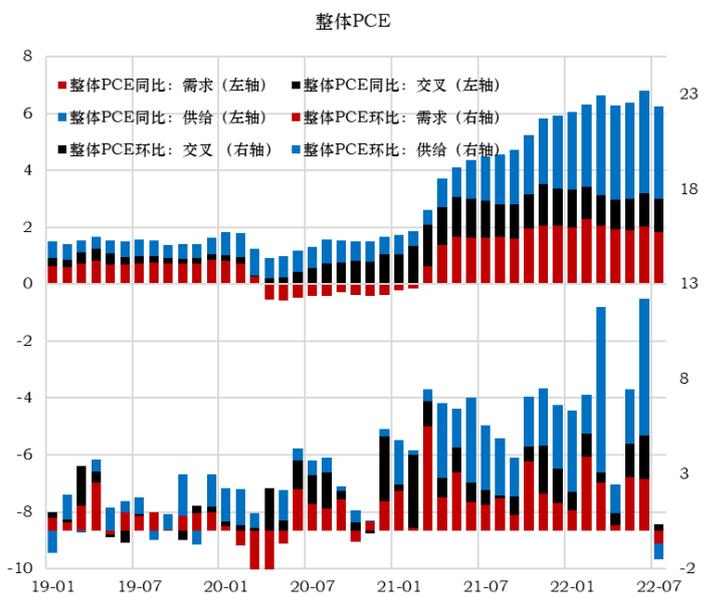
2022 年上半年,经济内生动能强劲,就业市场稳健,俄乌冲突带来的能源和食品的供给冲击,遏制通胀是美联储的唯一目标,紧缩不足是矛盾的主要方面。下半年,美联储开始关注在双重使命间取得平衡,但并不改变矛盾的主次关系。例如,在 7 月会议纪要中,FOMC 首次提到了“紧缩过度”的风险,称已经观察到前期加息对利率敏感部门(如房地产、汽车、耐用品消费等)的紧缩效应,还将扩展到更广泛的经济中。在展望未来的政策时,FOMC 确实有考虑在未来某个时点放慢加息的节奏,并在利率上升到合宜位置后保持一段时间,观察通胀是否在收敛到 2% 的目标水平。有些分析认为这是美联储释放的“鸽派”信号。在当时的评论文章中,我们就强调,主要矛盾仍是“紧缩不足”,次要矛盾才是“紧缩过度”。

图表 14: 12 月预测摘要对合宜 FFR 预测的分布



来源: Fed、国金证券研究所

图表 15: 5 次预测摘要对合宜 FFR 中位数预测的比较



来源: Fed、国金证券研究所

今年 4 季度开始,需求侧因素重新在美国通胀中占主导地位。在大宗商品价格下行和总需求持续走弱的“顺风”下,美联储加息的累积效应和滞后效应还会体现在更广泛的商品或服务价格上。当前,引导通胀下行的因素是食品以外的几乎所有的商品,核心服务通胀仍在创新高,这又源于住所出租价格通胀——本质上是一种统计上的滞后性。明年上半年,随着租金通胀拐点的到来,核心服务通胀的拐点也将出现。综合而言,在未来一段时间内,物价下降得多快,就需要多关注美国经济基本面的信息,因为通胀下降的斜率约等于总需求下降的斜率。前者有助于抬升风险偏好,后者则会压制企业盈利(EPS)。所以我认为,与 10 月以来的交易逻辑不同的是,成长或跑赢周期价值。

图表 16: 美国核心服务通胀“仪表盘”: 住宿出租价格 3 个月环比高点已现

CPI同比和环比(折年率)	22-11	22-10	22-09	22-08	22-07	22-06	22-05	22-04	22-03	22-02	22-01	21-12	21-11	21-10	21-09	21-08	21-07	21-06	21-05	21-04	21-03	21-02	21-01	20-12
服务	7.22	7.54	7.28	6.82	6.28	6.23	5.74	5.37	5.10	4.79	4.37	4.02	3.79	3.66	3.20	3.02	3.03	3.02	3.06	-2.63	1.77	1.36	1.33	1.62
环比:1个月	4.16	4.90	6.88	8.01	4.05	10.29	9.03	9.07	7.94	5.76	6.95	4.11	4.28	6.42	2.42	1.82	2.51	4.69	4.81	6.02	4.21	2.28	0.62	1.29
环比:3个月	6.27	7.57	7.28	7.50	7.84	9.54	8.74	7.64	6.92	5.63	5.17	4.99	4.76	3.90	2.92	2.25	4.25	5.20	5.07	4.55	2.74	1.73	1.64	1.81
环比:6个月	6.94	7.78	8.60	8.30	7.81	8.11	7.25	6.45	6.00	5.23	4.56	3.98	4.07	4.15	4.08	4.23	4.48	3.99	3.41	3.11	2.28	1.77	1.54	2.40
核心服务	6.82	6.75	6.87	6.08	5.97	5.49	5.16	4.51	4.65	4.39	4.09	3.70	3.43	3.27	2.51	2.72	2.80	3.04	2.90	2.48	1.95	1.27	1.29	1.59
环比:1个月	3.23	6.12	9.44	6.96	4.21	8.26	7.28	6.67	7.14	6.42	5.29	4.15	4.49	5.15	2.83	2.15	2.26	4.55	4.98	5.66	4.08	3.00	0.73	1.02
环比:3个月	6.97	7.83	8.91	6.55	6.69	8.20	7.79	7.46	6.21	5.21	4.66	4.61	4.17	3.05	2.42	3.00	4.19	4.95	4.79	4.26	2.61	1.58	1.47	1.97
环比:6个月	6.61	7.18	7.62	7.13	7.13	7.10	6.60	6.10	5.50	4.77	3.87	3.53	3.60	3.61	3.70	3.91	4.22	3.79	3.20	2.87	2.09	1.50	1.35	2.25
服务:扣除住房	7.26	7.32	6.16	7.40	6.82	6.67	6.01	5.59	5.19	4.90	4.74	3.82	3.62	3.75	2.23	2.02	2.28	2.91	3.86	2.15	1.84	1.29	1.10	1.36
环比:1个月	-0.18	-1.34	10.84	7.50	1.66	12.04	10.50	12.77	10.50	4.88	11.11	3.00	2.73	6.00	2.29	1.02	2.21	3.23	3.65	8.32	5.97	4.25	0.40	0.65
环比:3个月	3.17	5.75	6.70	7.43	8.45	12.22	11.28	9.45	8.89	6.36	5.63	3.92	3.68	3.11	1.84	2.16	2.71	5.76	6.68	6.21	3.55	1.77	1.79	1.64
环比:6个月	5.32	7.26	9.56	9.50	9.05	10.69	8.95	7.61	6.45	5.05	4.39	2.89	2.93	3.42	3.81	4.44	4.89	4.68	4.24	4.01	2.60	1.96	1.54	2.06
服务:扣除医疗护理服务	7.59	7.47	7.48	6.94	6.40	6.40	5.96	5.62	5.41	5.11	4.82	4.20	3.98	3.89	3.52	3.32	3.35	3.50	3.26	2.69	1.66	1.18	1.17	1.46
环比:1个月	5.41	5.49	6.60	8.25	2.84	9.84	8.49	9.19	8.32	6.88	7.88	2.80	4.03	5.59	2.82	1.96	2.91	4.82	5.64	6.73	4.91	2.56	0.66	1.22
环比:3个月	6.87	7.86	7.30	7.28	7.77	9.58	9.07	8.18	7.74	6.21	5.26	4.49	4.50	3.80	3.24	2.58	4.81	5.76	5.79	5.09	3.05	1.82	1.64	1.86
环比:6个月	7.19	7.89	8.31	8.31	8.05	8.75	7.71	6.77	6.16	5.39	4.55	3.88	4.06	4.22	4.52	4.71	4.96	4.43	3.82	3.27	2.46	1.69	1.67	2.52
服务业:医疗保健	7.19	6.69	6.68	6.41	5.76	5.67	5.92	6.22	5.96	4.90	4.42	4.18	3.88	3.93	3.19	2.89	2.89	2.61	2.24	2.14	1.72	1.09	1.03	1.39
环比:1个月	7.76	6.69	9.18	6.51	6.32	7.11	7.49	6.24	6.28	6.76	4.56	4.69	5.51	5.08	4.99	2.28	5.23	5.41	3.88	4.55	3.82	2.51	1.71	2.24
环比:3个月	8.60	8.66	6.08	7.27	7.01	6.99	6.70	6.46	5.90	5.56	4.84	5.12	5.22	4.13	4.22	4.36	4.90	4.62	3.93	2.47	2.52	1.82	1.45	1.26
环比:6个月	8.06	8.02	7.60	7.10	6.79	6.49	6.08	5.74	5.54	5.22	4.56	4.69	4.81	4.54	4.45	4.16	4.20	3.59	2.99	2.47	1.89	1.56	1.47	1.59
服务业:医疗保健	4.15	5.02	6.00	5.97	4.83	4.54	3.74	2.23	2.66	2.43	2.47	2.37	1.74	1.22	0.48	0.85	0.28	0.40	0.91	2.46	1.77	2.01	1.95	1.76
环比:1个月	-8.24	-6.00	9.59	8.14	5.31	6.54	4.80	5.23	6.57	2.10	7.97	3.43	2.68	5.19	2.32	2.05	1.89	-1.02	-1.11	1.04	1.51	-2.63	4.41	-1.67
环比:3个月	-0.90	2.80	7.73	7.21	6.08	6.09	5.59	4.68	5.97	-4.51	5.05	4.11	3.74	3.19	2.09	0.91	-0.15	-0.43	0.48	1.73	2.85	1.79	0.47	-0.71
环比:6个月	2.14	5.02	6.97	6.45	5.42	5.87	5.08	4.89	4.87	-4.15	4.14	3.11	2.33	1.92	0.83	0.89	0.79	1.21	1.14	1.10	0.06	0.02	-0.22	-0.34

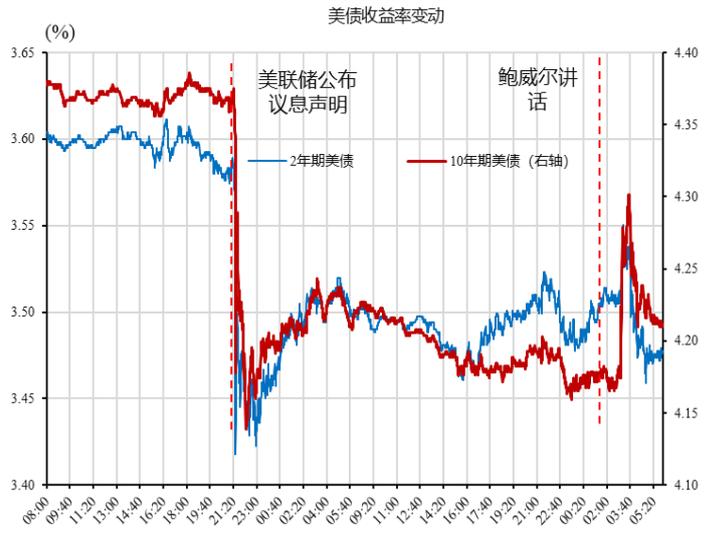
来源: Wind、国金证券研究所

图表 17: 议息会议结束当日标普500和VIX波动绿



来源: Fed、国金证券研究所

图表 18: 议息会议结束当日美债利率走势



来源: Fed、国金证券研究所

风险提示:

- 1、地缘政治冲突再起波澜;
- 2、罢工潮加剧劳工短缺和成本上升压力;
- 3、OPEC+减产和原油补库存, 能源价格下行趋势受阻;
- 4、中国“重新开放”政策对供应链的短期扰动;

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话: 021-60753903	电话: 010-66216979	电话: 0755-83831378
传真: 021-61038200	传真: 010-66216793	传真: 0755-83830558
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100053	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号 嘉里建设广场 T3-2402