

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号: S1500521040002
联系电话: 010-83326858
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

张云杰 宏观研究助理
联系电话: +86 13682411569
邮箱: zhangyunjie@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

美联储加息幅度将继续收窄

2022年12月15日

- **12月议息会议，美联储如期加息50bp。**与会官员态度强硬，对2023年利率终值的预测由9月的4.6%调高至5.1%。鲍威尔在发布会上的表态也偏中性，新增表述不多，未因11月通胀数据回落而转鸽。一是强调首要目标仍是推动通胀率重返2%的长期目标；二是将继续加息以确立足够紧缩的政策立场；三是降低通胀需要一段时间的经济放缓，以及劳动力市场的紧张状况出现软化。表明美联储当前政策目标仍以控通胀为优先。
- **预计美国通胀将进一步回落，届时美联储政策立场也将出现更多松动。**一是核心商品项延续下行趋势，11月同比增速已较2月峰值大幅回落8.7个百分点。二是住房租金项拐点将至，新房租赁价格已出现明显回调。随着租约到期、新合同签订，住房租金通胀率终将开始下降。时点上，我们判断住房租金最早或于今年末或明年初见顶。三是核心服务项已出现回落迹象，该项受劳动力市场和工资涨幅的影响最为直接。这意味着一旦劳动力市场软化，美国通胀下行将十分通畅。随着美国经济动能进一步放缓，需求降温，劳动力缺口趋于弥合。
- **12月会议进一步调低未来经济和就业预测。**相比9月预测，12月会议上修了2022年实际GDP增速至0.5%，同时大幅下调2023年的经济增长预测至0.5%。此外，2023年失业率的预测中值调高至4.6%，未来三年失业率中值预计都将高于4%的长期预测值。当前美国经济已明显放缓，叠加美联储鹰派指引，市场衰退预期强化。我们预计美国经济或将出现越来越多的放缓迹象。
- **交易逻辑将如何演绎？**基于我们对美国通胀形势的判断，未来美联储加息幅度将继续收窄。预计“经济衰退+加息放缓”将成为下一阶段交易的主要逻辑，美债利率存在进一步下行空间。相应地，美元指数或继续回落，中美利差趋于收窄，利好人民币资产。此外，黄金等避险资产也有望迎来配置机会。对于国内政策而言，央行“以我为主”的政策基调或进一步强化，理论上的降息空间随之打开。关注本月中央经济工作会议定调，以及可能出现的LPR下调等。
- **风险因素：**防疫政策调整早期感染率上升，国内政策推出不及预期，美欧经济衰退等。

目录

一、12月FOMC如期加息50基点.....	3
二、美联储转向的前提是通胀进一步下行.....	4
三、美国经济将出现越来越多的放缓迹象.....	8
四、交易逻辑将如何演绎?.....	9
风险因素.....	9

图目录

图 1: 11月FOMC会议后,市场对于12月加息预期基本锁定在50bp.....	3
图 2: 12月FOMC经济预测中的加息点阵图.....	4
图 3: 市场加息路径预期(截至2022年12月15日).....	4
图 4: 核心PCE仍需进一步回落.....	5
图 5: 核心商品项通胀率延续下行趋势.....	5
图 6: 新房租赁价格已出现明显回调.....	6
图 7: 历史上美国房价往往领先住房租金约16个月.....	6
图 8: 核心服务项通胀率已出现回落迹象.....	7
图 9: 需求降温是促进劳动力缺口弥合的关键.....	7
图 10: 11月新增非农就业与工时指标均创下新低.....	8
图 11: 12月FOMC经济预测表.....	8
图 12: 美债10Y-3M与10Y-2Y利差倒挂幅度进一步加深.....	9
图 13: 近期美元兑人民币汇率明显升值.....	9

事件：

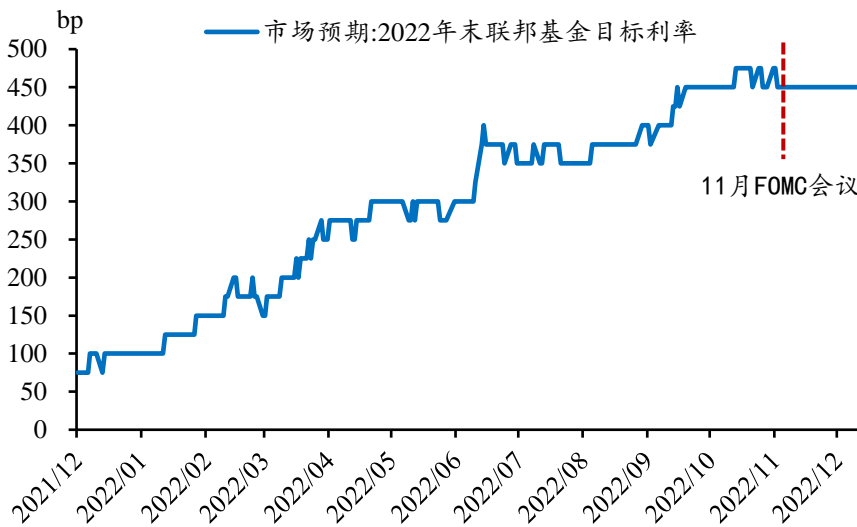
北京时间 12 月 15 日凌晨 2:00，美联储公布 12 月利率决议。凌晨 2:30，美联储主席鲍威尔召开新闻发布会。

一、12 月 FOMC 如期加息 50 基点

12 月议息会议，美联储如期加息 50bp。 11 月会议上，美联储给出了“更慢、更高、更久”的加息指引（详见 11 月 3 日报告《加息放慢就是好消息》），此后市场对于 12 月的加息预期基本锁定在 50bp。真正令市场存在分歧的是利率终值水平，一方面鲍威尔表态“最终利率水平可能需要略高于 9 月会议的预测值”，另一方面 11 月 CPI 同比超预期回落至 7.1%，市场对于 2023 年基准利率的预期在 4.75-5.00% 和 5.00-5.25% 之间摇摆不定。

其他操作上，美联储同步上调各项基准利率。包括存款准备金利率调高至 4.4%；隔夜回购利率调高至 4.5%，总操作限额维持 5000 亿美元不变；隔夜逆回购利率调高至 4.3%，操作限额维持 1600 亿美元（单个交易对手/日）不变；一级信贷利率上调至 4.5%。继续执行每月 600 亿国债、350 亿 MBS 的缩表计划。

图 1：11 月 FOMC 会议后，市场对于 12 月加息预期基本锁定在 50bp



资料来源：CME，信达证券研发中心

与会官员态度强硬，最新点阵图上调了对 2023 年利率终值的预测。 根据 12 月加息点阵图和 FOMC 经济预测，与会官员调高了对于 2023 年利率终值的预测。最新预测中位数为 5.1%，较 9 月的 4.6% 进一步抬高。集中预测范围也由 9 月的 4.4-4.9% 升至 5.1-5.4%（参见图 11），反映出官员们态度强硬，依然主张保持紧缩政策以抗击通胀。

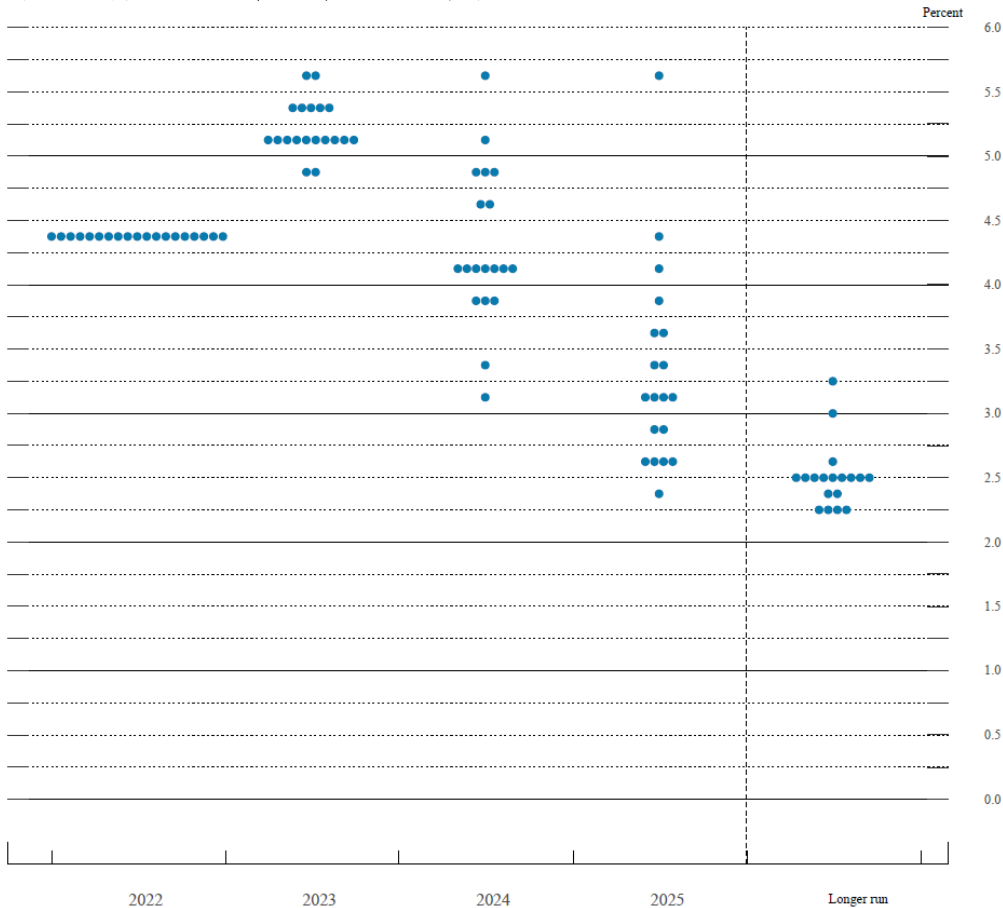
鲍威尔表态偏中性，未因 11 月通胀数据回落而转鸽。

一是强调首要目标（overarching focus）仍是推动通胀率重返 2% 的长期目标。

二是关于未来加息路径，仍有一段路要走（still have some ways to go），预计持续提高（ongoing increases）利率将是适当（appropriate）的，以确立足够紧缩（sufficiently restrictive）的政策立场。

三是降低通胀或需要一段时间的经济增长持续低于趋势水平（below-trend growth），以及劳动力市场的紧张状况出现一定软化（softening）。表明美联储当前政策立场仍以控通胀为优先。

会后，市场预计 2023 年 1 月、3 月会议将各加息 25bp，随后停止降息，并将联邦基金目标利率维持在 4.75-5.00% 的区间至三季度末。最早或于 2023 年 11 月会议上首次降息。

图 2：12月 FOMC 经济预测中的加息点阵图


资料来源：美联储官网，信达证券研发中心

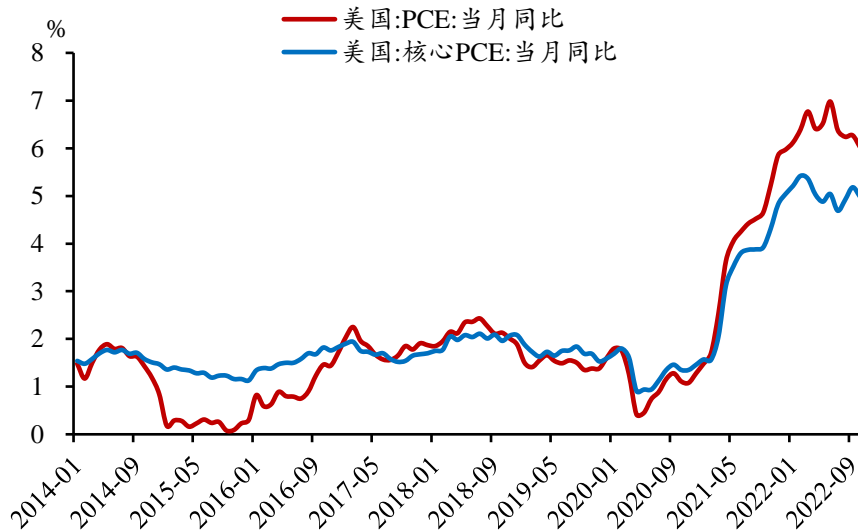
图 3：市场加息路径预期（截至 2022 年 12 月 15 日）

MEETING PROBABILITIES								
MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2023/2/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	74.0%	26.0%	0.0%	0.0%
2023/3/22	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	28.1%	55.8%	16.1%	0.0%
2023/5/3	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	21.9%	49.6%	24.9%	3.6%
2023/6/14	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	22.0%	49.5%	24.8%	3.6%
2023/7/26	0.0%	0.0%	0.0%	4.4%	27.4%	44.6%	20.6%	2.9%
2023/9/20	0.0%	0.0%	1.6%	12.7%	33.6%	36.0%	14.2%	1.8%
2023/11/1	0.0%	0.9%	7.7%	24.1%	34.9%	24.1%	7.5%	0.8%
2023/12/13	0.7%	6.1%	20.4%	32.5%	26.6%	11.2%	2.3%	0.2%

资料来源：CME，信达证券研发中心

二、美联储转向的前提是通胀进一步下行

鲍威尔原话，确认通胀持续下行还需要更加强有力（substantially more evidence）的证据。6 月份美国 CPI 同比触顶 9.1% 后进入下行通道，初期的回落较为缓慢，10 月、11 月以来降幅连续超预期。但从美联储重点关注的 PCE 指标来看，历史上数据出现连续回落后，往往会有所反弹。2022 年，核心 PCE 在 5% 的位置企稳后，连续横盘移动，尚未出现明显回落，这也就不难解释为何通胀数据的短期回落难以打动美联储。

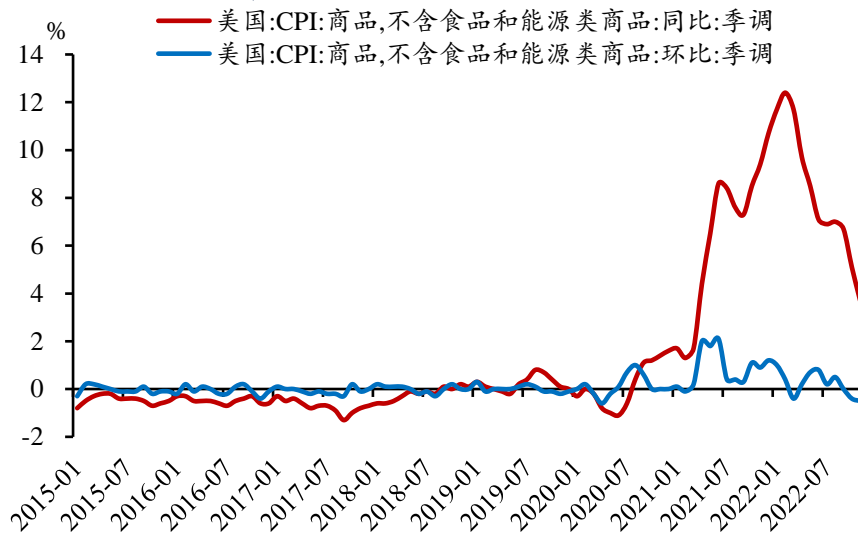
图 4：核心 PCE 仍需进一步回落


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

我们预计未来美国通胀将进一步回落，届时美联储的政策立场也将出现更多松动。

一是**核心商品项延续下行趋势**。核心商品项即不含食品和能源的商品分项，权重约 21%，与食品和能源项的权重之和基本相当，对 CPI 走势有显著影响。截至 2022 年 11 月，核心商品项同比已较 2 月峰值大幅回落 8.7 个百分点。该项的环比增速也已连续 2 个月出现回落，对于整体通胀进一步降温是积极的信号。

核心商品项持续回落，原因包括供应链问题趋于缓解，全球商品价格（尤其是能源和粮食价格）降温，制造商采购价格有所下降。

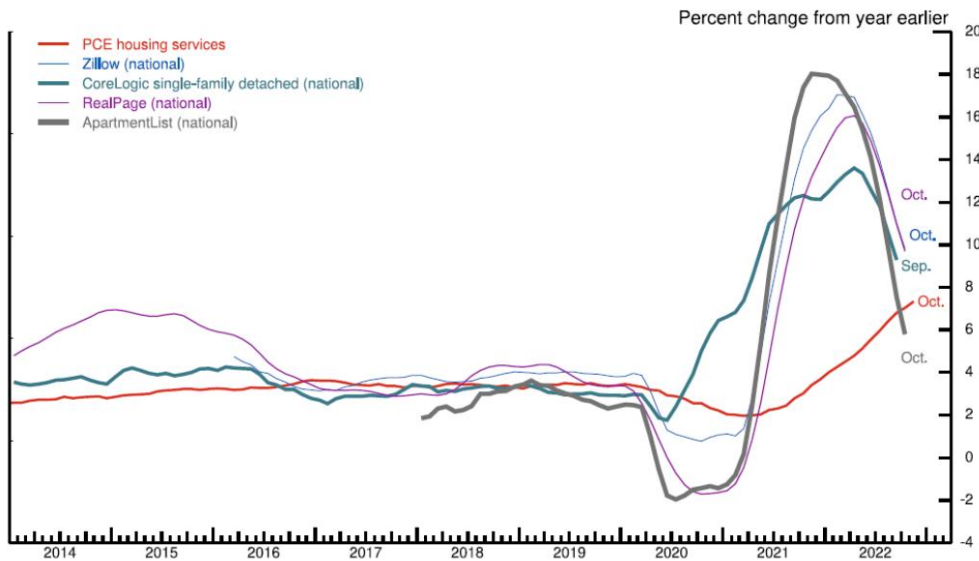
图 5：核心商品项通胀率延续下行趋势


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

二是**住房租金项拐点将至**。2021 年 2 月以来，住房租金项同比增速持续上涨，今年 11 月升至 7.2%。该项权重约 32%，是造成美国高通胀的一大因素。针对这一分项，鲍威尔在 11 月 30 日布鲁金斯的讲话中给予了乐观判断，认为该项的通胀率或早或晚将出现下降。其研判逻辑在于，新租房市场的租赁价格是更加领先的指标。随着美联储大幅加息，美国住房抵押贷款利率明显抬升，房地产市场景气度持续回落，新房租价格也随之下降（参见图 6）。考虑到住房租赁市场的周转速度较慢，随着租约到期、新合约签订，住房租金的通胀率终将开始下降。

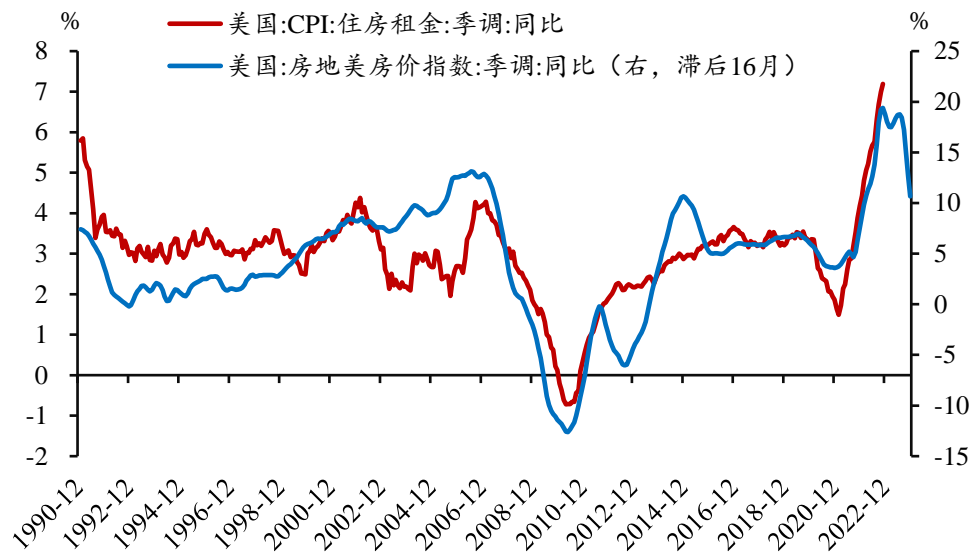
我们判断住房租金最早或于今年末或明年初见顶。历史经验显示，美国房价往往领先住房租金约 16 个月。2021 年 7 月，美国房地美房价增速见顶，按照房价与住房租金的领先规律，今年末或明年初住房租金增速或将见顶，随后进入下行通道。

图 6：新租赁住房价格已出现明显回调



资料来源：美联储官网，信达证券研发中心

图 7：历史上美国房价往往领先住房租金约 16 个月



资料来源：Wind，信达证券研发中心

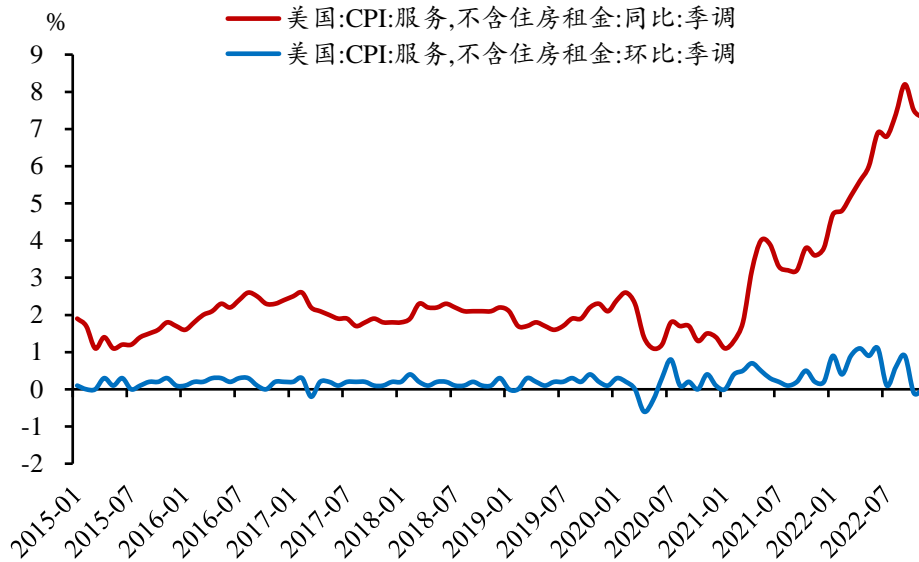
三是核心服务项已出现回落迹象。核心服务项即不含住房服务在内的服务项，其中包括医疗保健、教育、运输服务等细项，权重约 28%，同样对于 CPI 有重要影响。截至 2022 年 11 月，核心服务项同比增速连续 2 个月回落，但 11 月降幅有所收窄，环比增速由下降转为持平。

该项受劳动力市场和工资涨幅的影响最为直接。工资是核心服务项最主要的成本，11 月美国非农时薪同比增速小幅反弹至 5% 以上，解释了核心服务项通胀率的降幅放缓。从当前劳动力市场的供需格局来看，依然是用工需求超过劳动力供给，导致了工资成本难降。

综合上述，一旦劳动力市场软化，美国通胀下行将十分通畅。但同时，劳动力市场的未来形势依然存在较多不确定

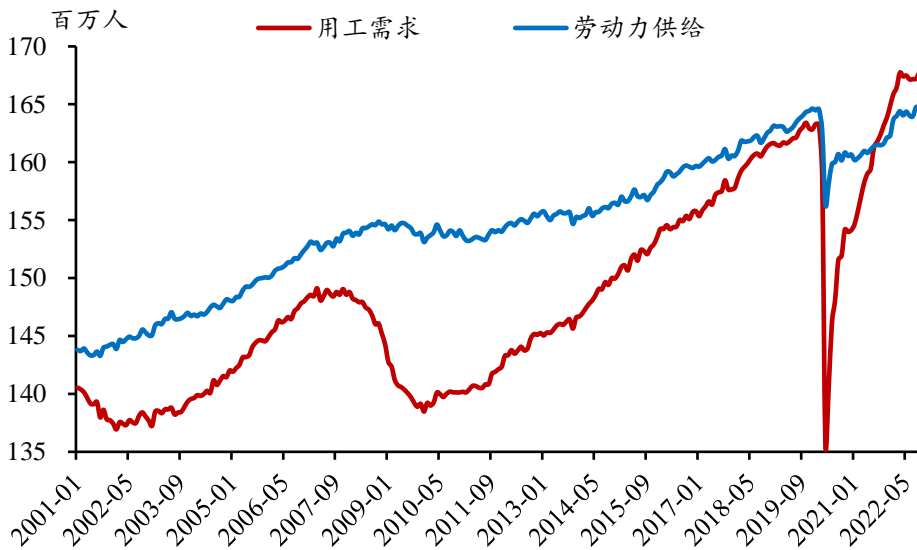
定性。美联储经济学家最近的研究发现，劳动参与率低迷或与“过度退休 (excess retirements)”有关，原因包括新冠疫情对老年人生命健康构成极大威胁、疫情爆发早期的大幅裁员、净移民人数骤降等。这或许会造成一部分永久性的劳动力缺口，进而劳动力市场的供给偏紧或持续存在。11月新增非农就业人数创下2021年4月以来新低，反映出劳动力供给的增长乏力。此时更应关注需求端的情况，11月工时指标录得2020年4月后新低，我们此前反复强调，工时是衡量劳动力市场更加领先的指标（详见11月3日报告《加息放慢就是好消息》）。

图 8：核心服务项通胀率已出现回落迹象



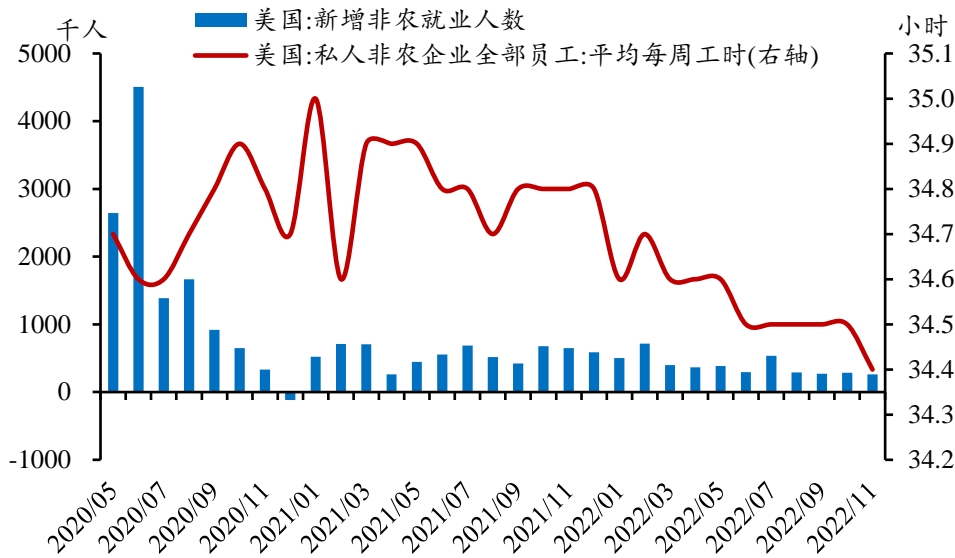
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 9：需求降温是促进劳动力缺口弥合的关键



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

注: 用工需求=职位空缺数+就业人数; 劳动力供给用劳动力人口来衡量

图 10：11 月新增非农就业与工时指标均创下新低


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

三、美国经济将出现越来越多的放缓迹象

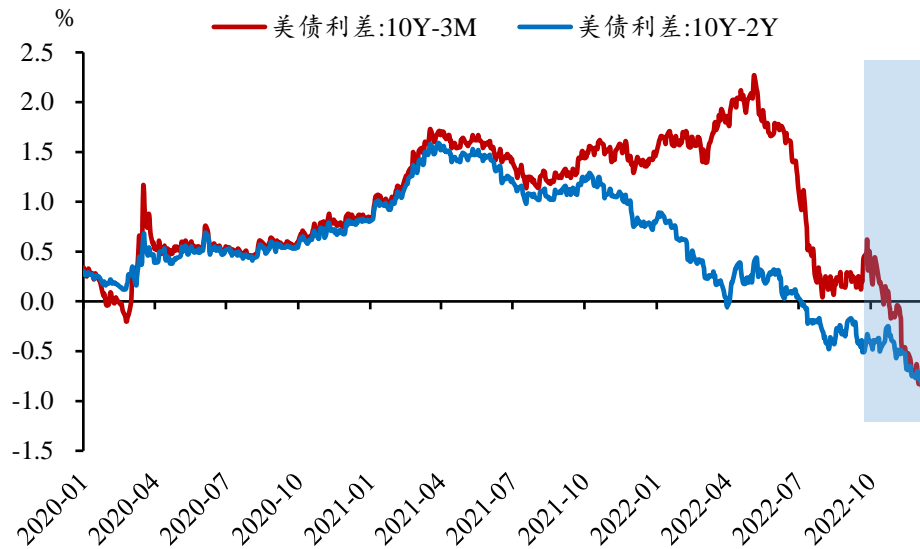
当前美国经济已明显放缓，包括消费支出增速相较于去年的快速增长已有所回落，房地产景气度明显减弱，企业固定资产投资承压。叠加美联储鹰派指引，市场衰退预期强化。表现在美债 10Y-3M 利差与 10Y-2Y 利差在倒挂区间继续加深。

12 月会议进一步调低未来经济和就业预测。相比 9 月预测，12 月会议上修了 2022 年实际 GDP 增速至 0.5%，同时大幅下调 2023 年的经济增长预测至 0.5%。此外，2023 年失业率的预测中值调高至 4.6%，未来三年失业率中值预计都将高于 4% 的长期预测值。通胀预测中值也有所上调，预计直到 2025 年 PCE 仍将略高于 2% 的长期目标。

图 11：12 月 FOMC 经济预测表

变量 (%)	中位数					集中趋势				
	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
9 月预测值	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
失业率	3.7	4.6	4.6	4.5	4.0	3.7	4.4-4.7	4.3-4.8	4.0-4.7	3.8-4.3
9 月预测值	3.8	4.4	4.4	4.3	4.0	3.8-3.9	4.1-4.5	4.0-4.6	4.0-4.5	3.8-4.3
PCE	5.6	3.1	2.5	2.1	2.0	5.6-5.8	2.9-3.5	2.3-2.7	2.0-2.2	2.0
9 月预测值	5.4	2.8	2.3	2.0	2.0	5.3-5.7	2.6-3.5	2.1-2.6	2.0-2.2	2.0
核心 PCE	4.8	3.5	2.5	2.1		4.7-4.8	3.2-3.7	2.3-2.7	2.0-2.2	
9 月预测值	4.5	3.1	2.3	2.1		4.4-4.6	3.0-3.4	2.2-2.5	2.0-2.2	
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
9 月预测值	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

资料来源: 美联储官网, 信达证券研发中心

图 12: 美债 10Y-3M 与 10Y-2Y 利差倒挂幅度进一步加深


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

四、交易逻辑将如何演绎?

美债利率存在进一步下行空间。当前美债利率所隐含的加息预期,已基本反映了美联储的鹰派指引。随着美国经济动能进一步放缓,交易逻辑或朝向“经济衰退+2023 年末降息”的方向演绎,带动美债利率下行。基于我们对美国通胀形势的判断,未来美联储加息幅度将继续收窄。相应地,美元指数或继续回落,中美利差趋于收窄,利好人民币资产。此外,黄金等避险资产也有望迎来配置机会。

对于国内政策而言,央行“以我为主”的政策基调或进一步强化。随着人民币汇率的贬值压力缓解,央行理论上的降息空间也在打开。关注本月中央经济工作会议定调,以及可能出现的 LPR 下调等。

图 13: 近期美元兑人民币汇率明显升值


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

风险因素

防疫政策调整早期感染率上升,国内政策推出不及预期,美欧经济衰退等。

研究团队简介

解运亮，信达证券首席宏观分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学汉青研究院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。首届“21世纪最佳预警研究报告”得主。

张云杰，信达证券宏观研究助理。阿德雷德大学应用金融硕士，华中科技大学统计学学士。2021年加入信达证券研究开发中心，侧重于研究货币流动性和物价分析。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达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，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。