

2022年12月15日

美联储紧缩进入新阶段——美联储12月FOMC会议

宏观研究团队

点评

——宏观经济点评

何宁（分析师）

潘纬桢（联系人）

hening@kysec.cn

panweizhen@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

证书编号：S0790122110044

事件：美联储于北京时间12月15日凌晨3点发布2022年12月FOMC会议声明，宣布加息50bp。

● 声明及发布会要点

1. 美联储宣布加息**50bp**，缩表将继续按5月计划有序进行。
2. 美联储对美国经济情况保持较为乐观态度。美联储对美国经济的看法同11月份并没有改变。其认为最近的指标显示支出和生产有温和增长；美国就业市场近几个月保持强劲，失业率维持在低位，通货膨胀依旧维持在高位；将继续监测即将发布的信息对经济前景的影响，同时如果出现可能阻碍相关货币政策目标实现，将会准备适当调整货币政策立场。
3. 美联储在此次会议上调经济增长预测与通胀预测，下调失业率预测，点阵图显示2023年预计将加息至5%以上，较上次会议有小幅调升。点阵图方面，此次几乎所有美联储官员预计2023年将加息至5%及以上，**且不会降息**。
4. 发布会上，鲍威尔表态较为鹰派。从发布会上鲍威尔的发言和表态来看，其对于后续联储的加息政策的重心仍然放在保持限制性利率水平的持续时间上，并表示不会因实际利率上升降息，整体的表态较为鹰派。

● 美联储本轮加息终点预计已经临近

1. 通胀连续回落、劳动力市场韧性放缓带动本次加息幅度下降。在通胀已经在回落以及劳动力市场韧性放缓的背景下，考虑到利率水平的上升对于经济需求端的抑制需要一段时间才能发挥作用，若继续快速加息，可能会带来一定的紧缩过度的风险，叠加金融市场的可能波动与风险，本次加息幅度降至50bp是一个较为合适的选择。
2. 美联储加息终点预计已经临近。一则当前通胀水平的回落较为确定，不需要再进行快速大幅加息；二则当前美国经济增长逐渐放缓，因此需要放缓加息观察经济的可能走向，以避免造成严重的经济衰退；三则美国实际政策利率即将回正，因此美联储的政策目标已经接近完成。

● 市场已充分定价此次会议内容

决议发布后，市场整体走势保持微幅震荡。美股小幅收跌，美债、美元冲高回落。我们认为市场已经充分定价此次会议，而美股与美债当前走势的背离，反映的是对未来美国经济增长放缓的担忧。利率期货显示2月FOMC会议美联储加息25bp概率为74%。

- **风险提示：**国际局势紧张引发通胀超预期，新冠疫情形势大幅恶化。

相关研究报告

《通往繁荣之路——2023年宏观展望——宏观深度报告》-2022.12.8

《美联储或迈向更高加息终点——美国11月非农就业数据点评——宏观经济点评》-2022.12.4

《通胀连续下行，美联储内部可能分化——美国11月CPI点评——宏观经济点评》-2022.12.14

目 录

1、 声明及发布会要点	3
1.1、 美联储宣布加息 50bp，缩表将继续按 5 月计划有序进行	3
1.2、 美联储对美国经济情况保持较为乐观态度	3
1.3、 经济预测再度上调通胀与失业率数据	3
1.4、 发布会上，鲍威尔表态较为鹰派	3
2、 美联储本轮加息终点预计已经临近	5
2.1、 通胀连续回落、劳动力市场韧性放缓带动本次加息幅度下降	5
2.2、 美联储加息终点预计已经临近	5
2.3、 市场已充分定价此次会议内容	6
3、 风险提示	6

图表目录

图 1: 12 月点阵图显示将加息至 5%以上	4
图 2: 9 月点阵图显示加息不足 5%	4
图 3: 美国通胀趋势指标连续回落	5
图 4: 美股最终小幅收跌	6
图 5: 10 年期美债收益率冲高回落	6
图 6: 美元指数冲高回落	6
图 7: 利率期货显示 2 月份美联储大概率加息 25bp	6
表 1: 美联储调低 2023 年经济增长预测	4

事件：美联储于北京时间 12 月 15 日凌晨 3 点发布 2022 年 12 月 FOMC 会议声明，宣布加息 50bp。

1、声明及发布会要点

1.1、美联储宣布加息 50bp，缩表将继续按 5 月计划有序进行

美联储在此次会议上再次宣布加息 50bp，幅度较 11 月份下降，终结 75bp 快速加息阶段，并表示利率目标区间的持续提高将是适当的，以达到足够紧缩的利率区间。缩表方面，将继续按照 5 月份会议上发布的《缩减美联储资产负债表规模的计划》来有序缩减持有国债及 MBS。

1.2、美联储对美国经济情况保持较为乐观态度

在声明中，美联储对美国经济的看法同 11 月份并没有改变。具体而言：

美国经济表现上，声明表示最近的指标显示支出和生产有温和增长；

就业与通胀方面，声明表示美国就业市场近几个月保持强劲，失业率维持在低位，通货膨胀依旧维持在高位。原因则依旧归因于新冠疫情、能源价格上涨和更广泛的价格压力相关的供需失衡；

货币政策立场方面，声明表示将继续监测即将发布的信息对经济前景的影响，包括公共卫生、劳动力市场状况、通胀压力和通胀预期以及金融和国际形势等信息，同时如果出现可能阻碍相关货币政策目标实现，将会准备适当调整货币政策立场。

1.3、经济预测再度上调通胀与失业率数据

美联储在此次会议上调经济增长预测与通胀预测，下调失业率预测，点阵图显示 2023 年预计将加息至 5% 以上，较上次会议有小幅调升。

经济预测方面，美联储上调经济增长预测，再度上调通胀、失业率和联邦基金利率预测。与 2022 年 9 月份相比，本次美联储将 2022 年 GDP 增速预测由 0.2% 上调至 0.5%，2023 年预测由 1.2% 下调至 0.5%；失业率由 9 月份预测的 2022 年 3.8% 下调至 3.7%，但 2023 年预测由 4.4% 上升至 4.6%；通胀水平预测亦再度上调，其中 2022 年 PCE 从 9 月份预测的 5.4% 上调至 5.6%，核心 PCE 则从 4.5% 上调至 4.8%。2023 年联邦基金利率由 9 月份预测的 4.6% 上调至 5.1%，2024 年由 3.9% 上调至 4.1%。

点阵图方面，此次几乎所有美联储官员预计 2023 年将加息至 5% 及以上，2024 年将开启降息，加息幅度较上次点阵图所示有一定幅度的提升。但与上次不同，此次参会者认为 2023 年不会降息。在 2024 年的联邦基金目标利率的判断上，虽然大多数参会者认为 2024 年将迎来降息，但各参会者对利率水平的判断较 9 月份更高。

1.4、发布会上，鲍威尔表态较为鹰派

从发布会上鲍威尔的发言和表态来看，其对于后续联储的加息政策的重心仍然放在保持限制性利率水平的持续时间上，并表示不会因实际利率上升降息。在发言稿以及问答中，鲍威尔表示目前还需要足够充分的证据以证明通胀正处在一个可持续下行的通道上，通胀仍有一定的上行风险，因此需要提高利率，并将其维持在紧缩水平一段时间。但是在加息步伐上，鲍威尔表示经过前期较快的加息，现在很多紧缩的影响仍在发挥作用，因此需要对加息步伐进行调整，一方面给予联储更多的

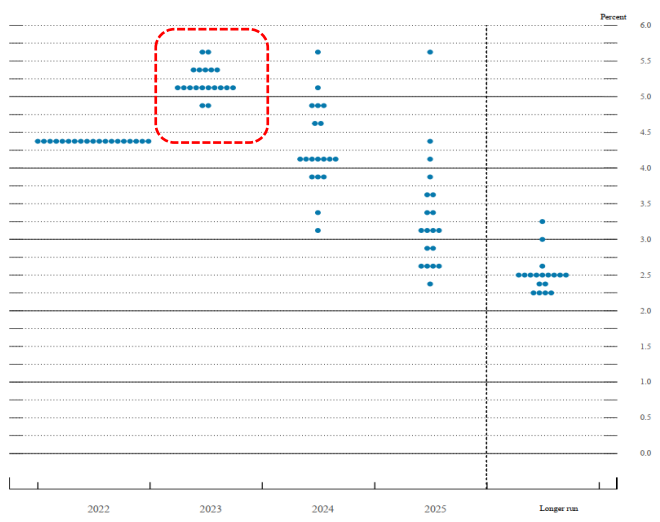
时间来探索更合适的紧缩水平；另一方面也更好的平衡可能遭遇的风险，不过未来的加息幅度仍然高度依赖于未来的经济数据。而在可能的经济衰退问题上，鲍威尔虽然仍表示软着陆仍然可能，但是这依赖于持续的高通胀数据，而在更长时间内保持更高的利率，软着陆的可能性已经大为降低。

表1: 美联储调低 2023 年经济增长预测

预测指标	预测年份	2022.06 预测值	2022.09 预测值	2022.12 预测值
GDP 增速	2022	1.7	0.2	0.5
	2023	1.7	1.2	0.5
	2024	1.9	1.7	1.6
	2025	-	1.8	1.8
失业率	2022	3.7	3.8	3.7
	2023	3.9	4.4	4.6
	2024	4.1	4.4	4.6
	2025	-	4.3	4.5
PCE	2022	5.2	5.4	5.6
	2023	2.6	2.8	3.1
	2024	2.2	2.3	2.5
	2025	-	2	2.1
核心 PCE	2022	4.3	4.5	4.8
	2023	2.7	3.1	3.5
	2024	2.3	2.3	2.5
	2025	-	2	2.1
联邦基金利率	2022	3.4	4.4	4.4
	2023	3.8	4.6	5.1
	2024	3.4	3.9	4.1
	2025	-	2.5	3.1

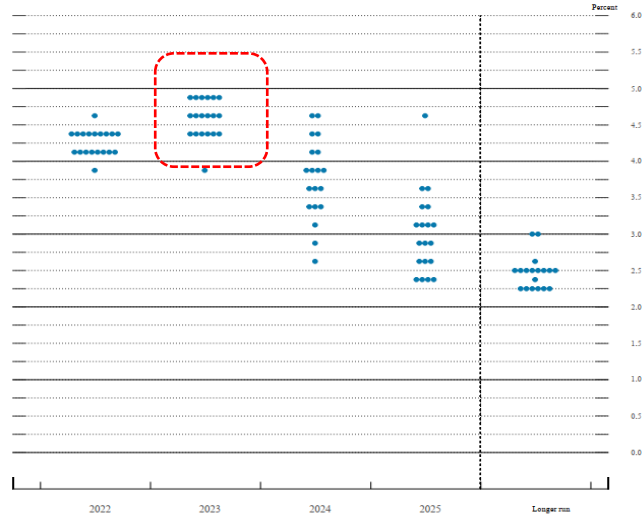
数据来源：美联储、开源证券研究所

图1: 12月点阵图显示将加息至5%以上



资料来源：美联储、开源证券研究所

图2: 9月点阵图显示加息不足5%



资料来源：美联储、开源证券研究所

2、美联储本轮加息终点预计已经临近

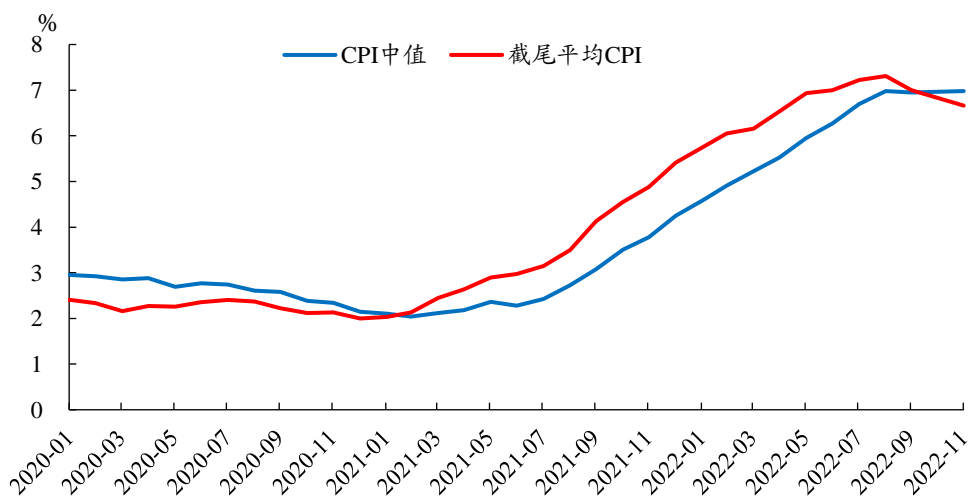
2.1、通胀连续回落、劳动力市场韧性放缓带动本次加息幅度下降

11 月份美国新增非农就业 26.3 万人，虽然显示出了较为强劲的韧性，且薪资增速更进一步提升，但是美国劳动力市场仍然在继续放缓（可参考报告《美联储或迈向更高加息终点——美国 11 月非农就业数据点评》）。而通胀的连续两个月下行，更是显示当前美国通胀的上升动能正在减弱，后续的高基数基础上，通胀预计将会持续回落（可参考报告《通胀连续下行，美联储内部可能分化——美国 11 月 CPI 点评》），美联储主席鲍威尔亦表示最近两次的 CPI 报告都非常喜人。因此在通胀已经在回落以及劳动力市场的韧性放缓的背景下，当前放缓加息幅度是一个比较稳妥的选择，因利率水平的上升对于经济需求端的抑制需要一段时间才能发挥作用，若继续快速加息，可能会带来一定的紧缩过度的风险，叠加金融市场的可能波动与风险，本次加息幅度降至 50bp 是一个较为合适的选择。

2.2、美联储加息终点预计已经临近

从本次美联储发布的最新的经济预测以及鲍威尔的讲话来看，本轮美联储的加息终点预计已经接近，虽然点阵图中有委员认为本轮加息终点会超过 5.5%，但是我们认为快速加息甚至较快加息的阶段可能已经接近结束，本轮加息的终点预计已经接近。一则是当前通胀水平的回落较为确定，从衡量美国通胀趋势的截尾平均 CPI 与中值 CPI 两项指标来看，已经连续两月出现下行，这意味着当前美联储控制通胀的努力已经初见成效，不需要再进行快速大幅加息，美联储主席鲍威尔亦表示当前美国民众的通胀预期得到了较好的锚定，这使得美联储对于通胀的管理难度降低；二则是当前美国经济增长逐渐放缓，从一些前瞻性的预测指标来看，美国经济陷入衰退的概率并不低，因此需要放缓加息观察经济的可能走向，以避免造成严重的经济衰退；三则是当前美国实际利率已经在逐步回升，实际政策利率亦即将回正，因此美联储的政策目标已经接近完成。因此综合来看，快速加息阶段已经结束，美联储已经步入紧缩的下一步，即保持一个较高的利率水平，以确保通胀可持续性的回落，在此期间，利率水平的上升将会非常有限。

图3：美国通胀趋势指标连续回落

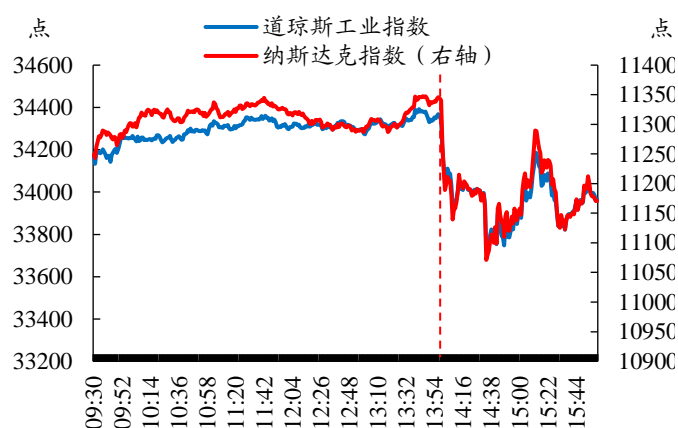


数据来源：克利夫兰联储、开源证券研究所

2.3、市场已充分定价此次会议内容

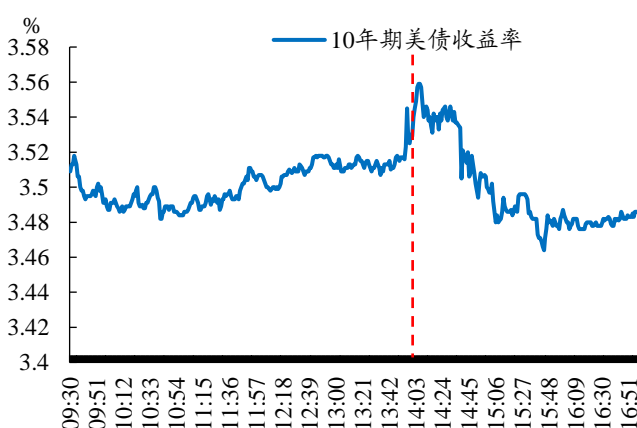
决议发布后，市场整体走势保持微幅震荡。美股方面，在美联储利率决议发布后，美股快速走低，虽然在发布会有所回升，但是后续又继续下跌，最终道琼斯工业指数与纳斯达克指数均小幅收跌；美债方面，决议发布后，10年期美债收益率一度冲高超过3.55%，但是在发布会后开始下降，最终仍然收跌；美元方面，亦呈现出相同的冲高回落走势。我们认为当前市场已对美联储此次加息充分定价，而美股与美债当前走势的背离，反映的是对未来美国经济增长放缓的担忧。利率期货显示2月FOMC会议美联储加息25bp概率为74%。

图4：美股最终小幅收跌



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：10年期美债收益率冲高回落



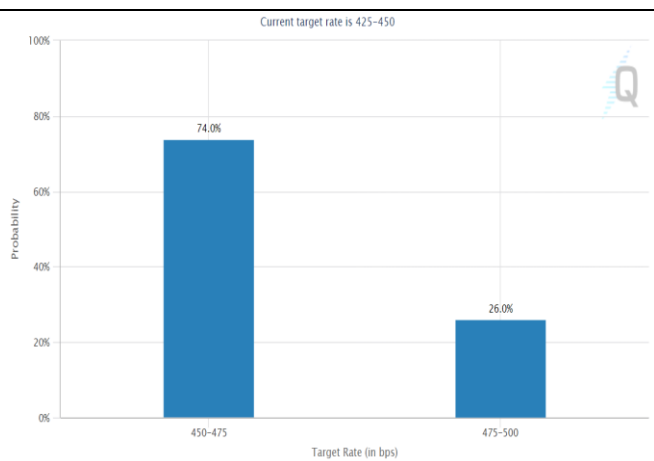
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：美元指数冲高回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：利率期货显示2月份美联储大概率加息25bp



资料来源：CME

3、风险提示

国际局势紧张引发通胀超预期，新冠疫情形势大幅恶化。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层

邮编：200120

邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮编：518000

邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层

邮编：100044

邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

邮箱：research@kysec.cn