

宏观报告

美联储预测 2023 年加息至更高水平

- 美联储将利率上调 50 个基点，符合市场预期
- 美联储官员上调 2023 年最终利率水平以及失业率预测
- 鲍威尔暗示下次会议有望加息 25 个基点

新看点：12月14日，美联储 FOMC 会议决定将联邦基金利率目标区间上调 50 个基点至 4.25-4.5%，符合市场预期。这是自 2022 年 5 月后，连续 4 次加息 75 个基点以来，首次加息幅度为 50 个基点。全体委员一致投票支持这项决定。

更新后的点阵图显示，美联储官员目前预计联邦基金利率到 2023 年底将达到 5.1%，然后在 2024 年降至 4.1%，2025 年降至 3.1%。与 9 月的预测（2023 年：4.6%；2024 年：3.9%；2025 年：2.9%）相比显著上调，表明美联储官员认为利率需要在更长时间内保持在较高水平。此外，19 位官员中有 17 位预测明年将加息至 5% 以上（9 月：19 位官员中无人预测高于 5%），这表明更高的最终利率得到了美联储官员的广泛支持。

点阵图中给出的预测暗示 2023 年将进一步加息 75 个基点。在新闻发布会上，当被问及明年降息的可能性时，鲍威尔表示，没有官员预计明年会降息，委员会在“有信心以可持续的方式降至 2% 的通胀目标之前”，不会考虑降息。关于下一步，鲍威尔表示，在 2023 年 1 月 31 日至 2 月 1 日举行的下一次 FOMC 会议上，将加息步伐进一步放缓至 25 个基点“大致正确”。

2023 年、2024 年和 2025 年核心 PCE 通胀预测中位数分别上调至 3.5%、2.5% 和 2.1%（9 月预测：3.1%、2.3% 和 2.1%）。与此同时，经济增速预期再度下调，以反映增长放缓以及失业率上升。2023 年、2024 年和 2025 年的 GDP 增速预测中位数分别下调至 0.5%、1.6% 和 1.8%（9 月预测：1.2%、1.7% 和 1.8%）。2023 年、2024 年及 2025 年的失业率预测中位数分别上调至 4.6%、4.6% 及 4.5%（9 月预测：4.4%、4.4% 及 4.3%）。

鲍威尔对 10 月和 11 月通胀放缓取得的进展表示欢迎（详情请参阅我们 2022 年 12 月 14 日发表的报告《美国 11 月 CPI 超预期放缓》），但他也警告称，“需要更多的证据才能让人们相信通胀正在持续下行通道上”。他指出，由于劳动力市场失衡，劳动密集型服务业的通胀压力可能会继续上升：“但真正重要的将是余下部分（即扣除商品和住房的核心通胀），而在这方面没有太大进展”，这与他 2022 年 11 月 30 日在华盛顿布鲁金斯学会的演讲相呼应（详情请参阅我们 2022 年 12 月 1 日发表的报告《鲍威尔：关注劳动力市场供需失衡》）。

我们的观点：12 月的 FOMC 会议确认，美联储已开始放缓加息步伐，但将在较长的一段时间内将利率维持在较高水平。展望未来，我们预计美联储将在明年 2 月会议上进一步放缓加息幅度至 25 个基点，并在 23 年上半年继续加息至 5% 以上（高于目前市场预期的水平）。如果通胀放缓幅度超过预期，经济衰退风险开始显现，美联储可能在 23 年下半年降息。

郭圆涛, PhD

+852 3189 6121
jessiequo@cmschina.com.hk

钱莺, CFA

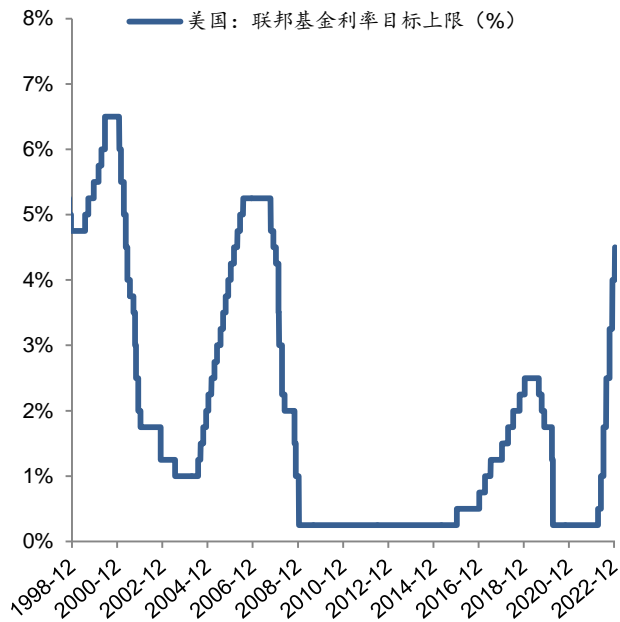
+852 3189 6752
edithqian@cmschina.com.hk

相关报告

1. 美国11月CPI超预期放缓 (2022/12/14)
2. 终于等到你：疫情政策拐点对股市的影响 (2022/12/13)
3. 招证国际策略周报 (2022/12/12) - 防疫政策迎来拐点 (2022/12/12)
4. 美国 11 月 ISM 服务业 PMI 超预期反弹 (2022/12/06)
5. 美国11月劳动力市场依旧紧张 (2022/12/05)
6. 鲍威尔：关注劳动力市场供需失衡 (2022/12/01)

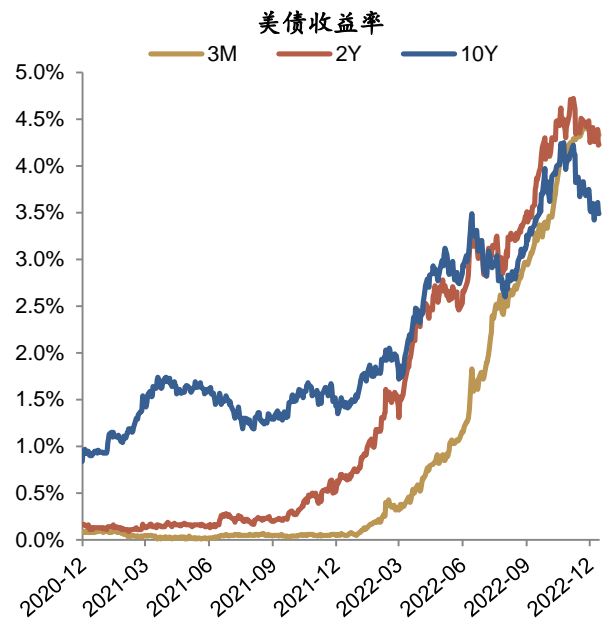
利率水平和利率预期

图表 1: 美国联邦基金利率目标



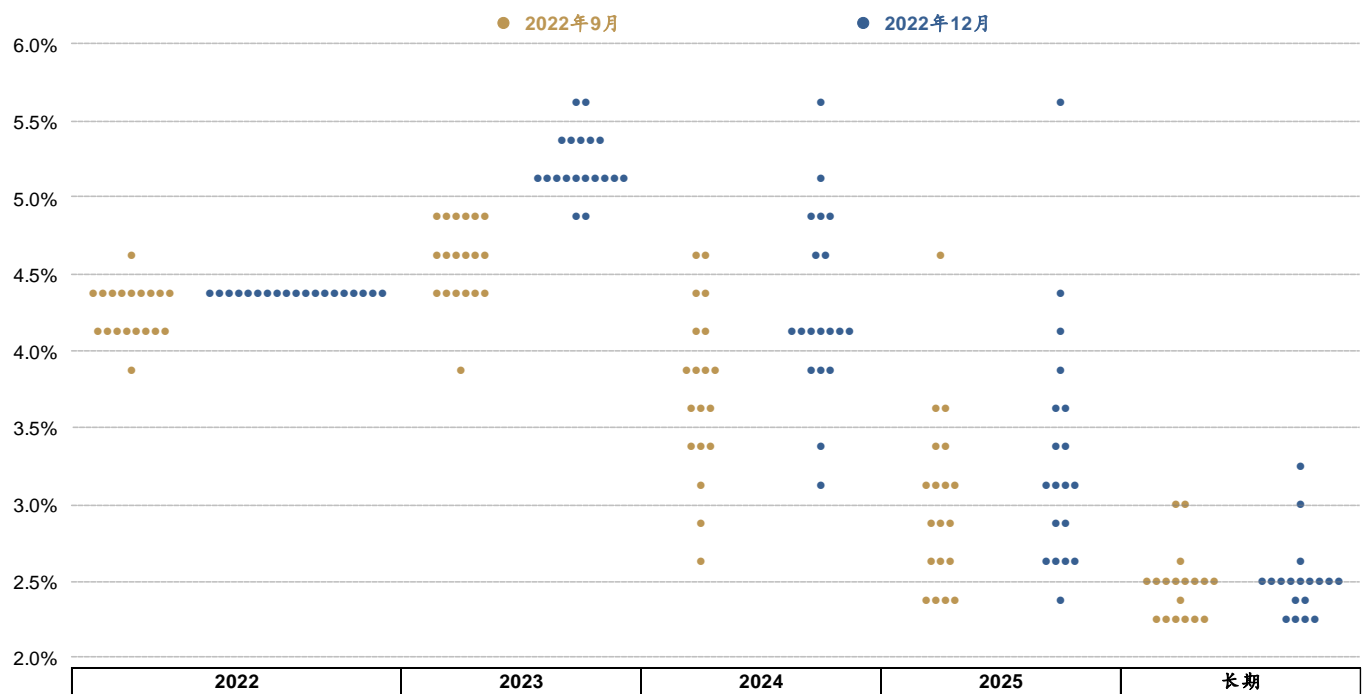
资料来源: 万得、招商证券(香港)研究部

图表 2: 美债收益率



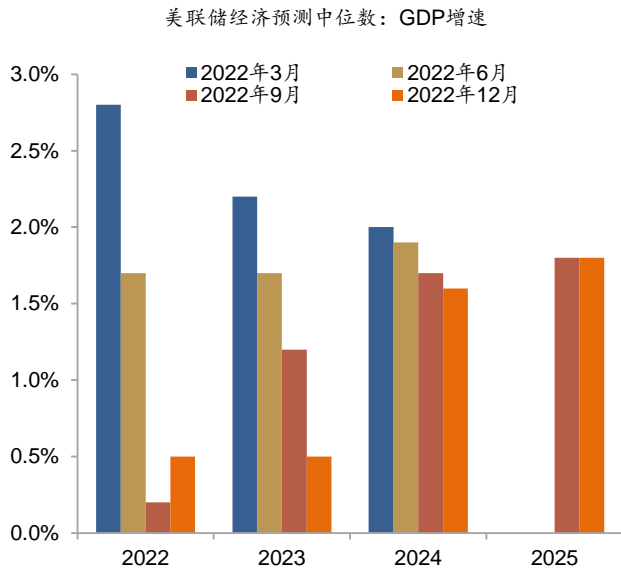
资料来源: 万得、招商证券(香港)研究部

图表 3: 美联储点阵图



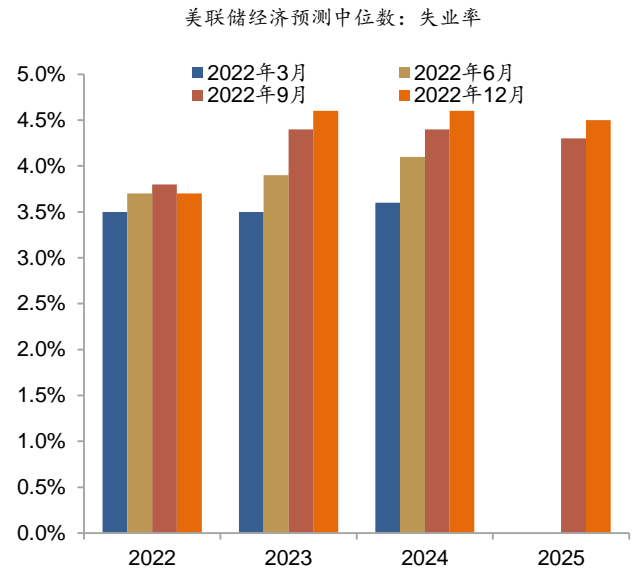
资料来源: 美联储、招商证券(香港)研究部

图表 4: 美联储经济预测: 美国 GDP 增速



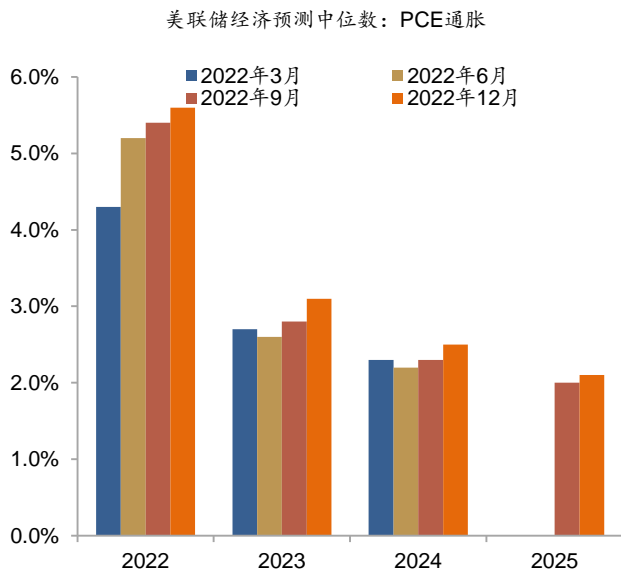
资料来源: 美联储、招商证券(香港)研究部

图表 5: 美联储经济预测: 失业率



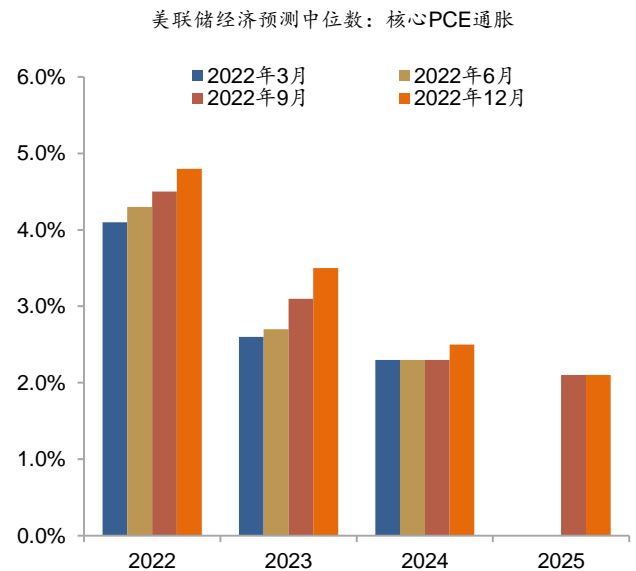
资料来源: 美联储、招商证券(香港)研究部

图表 6: 美联储经济预测: PCE 通胀



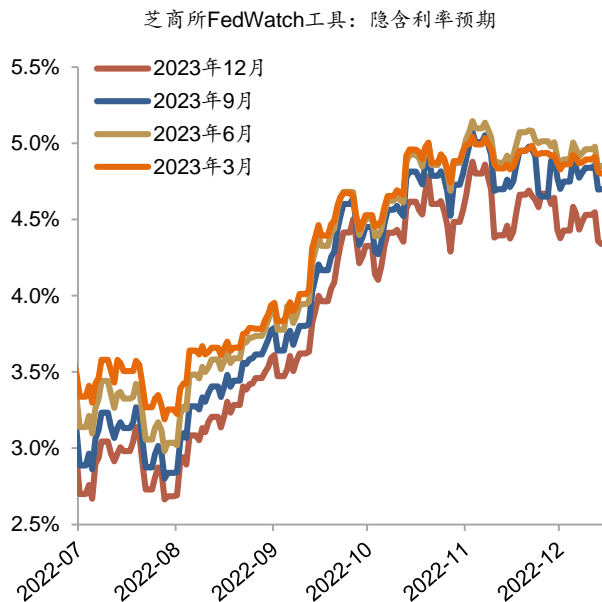
资料来源: 美联储、招商证券(香港)研究部

图表 7: 美联储经济预测: 核心 PCE 通胀



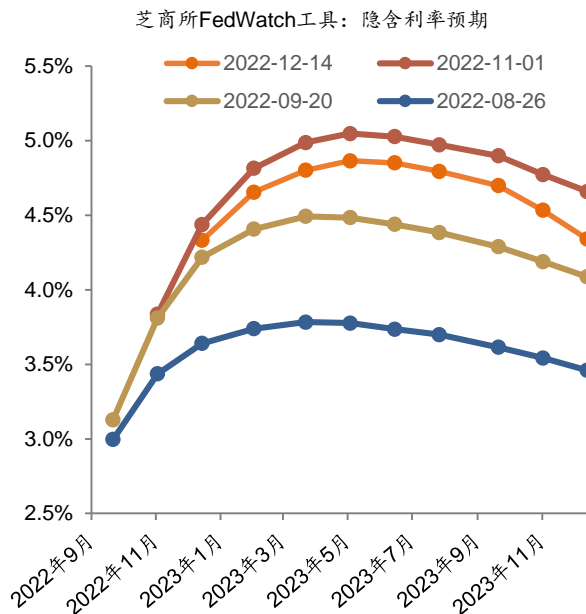
资料来源: 美联储、招商证券(香港)研究部

图表 8: 联邦基金利率期货隐含预期变化



资料来源: 彭博、招商证券(香港)研究部;
数据截至2022年12月14日

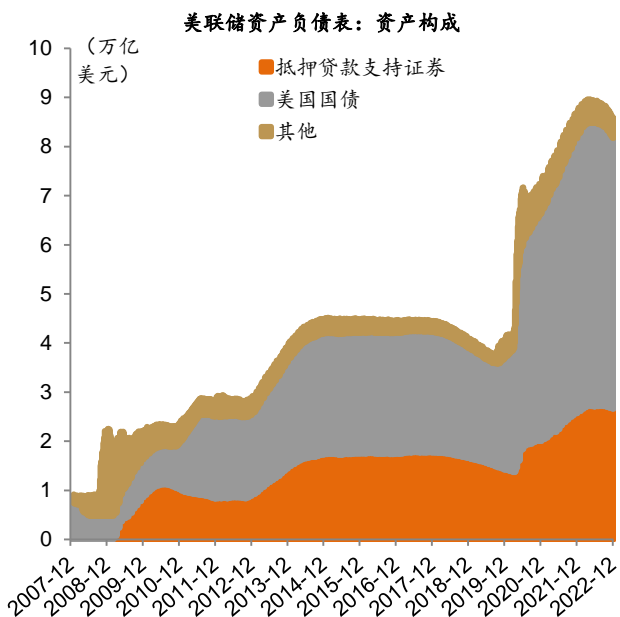
图表 9: 联邦基金利率期货隐含预期路径



资料来源: 彭博、招商证券(香港)研究部;
数据截至2022年12月14日

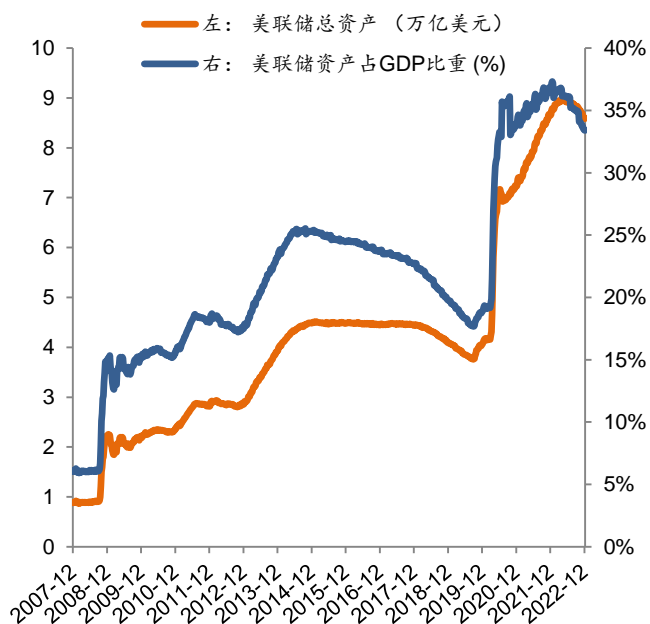
美联储资产负债表

图表 10: 美联储资产负债表构成



资料来源: 万得、招商证券(香港)研究部

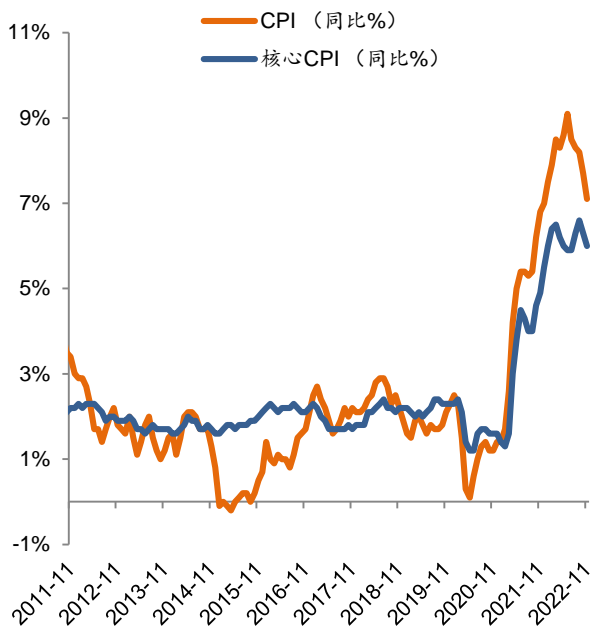
图表 11: 美联储资产占 GDP 比重



资料来源: 万得、招商证券(香港)研究部

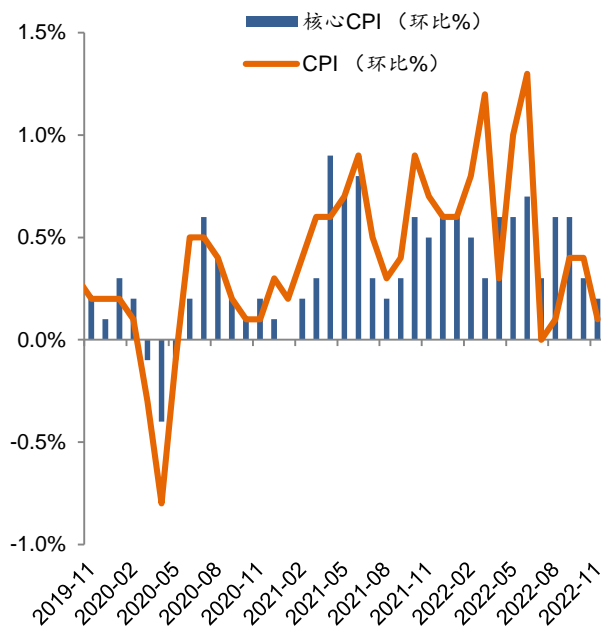
美国通胀数据

图表 12: 美国 CPI 和核心 CPI 同比



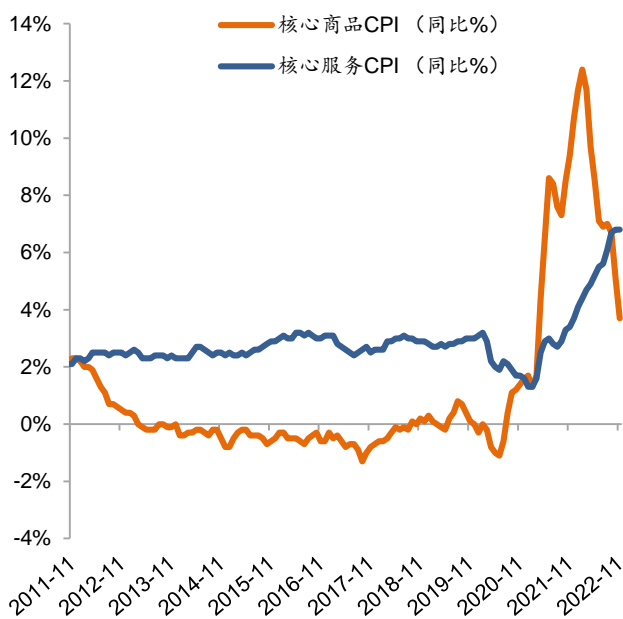
资料来源: 万得、招商证券(香港)研究部

图表 13: 美国 CPI 和核心 CPI 环比



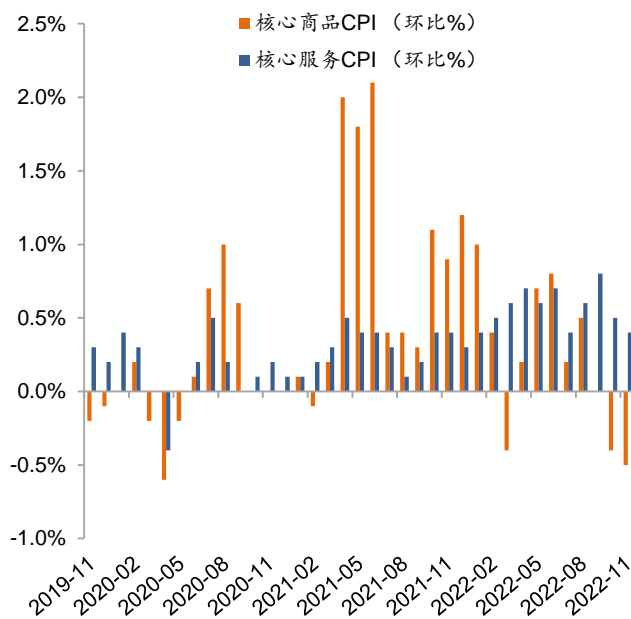
资料来源: 万得、招商证券(香港)研究部

图表 14: 核心商品和服务 CPI 同比



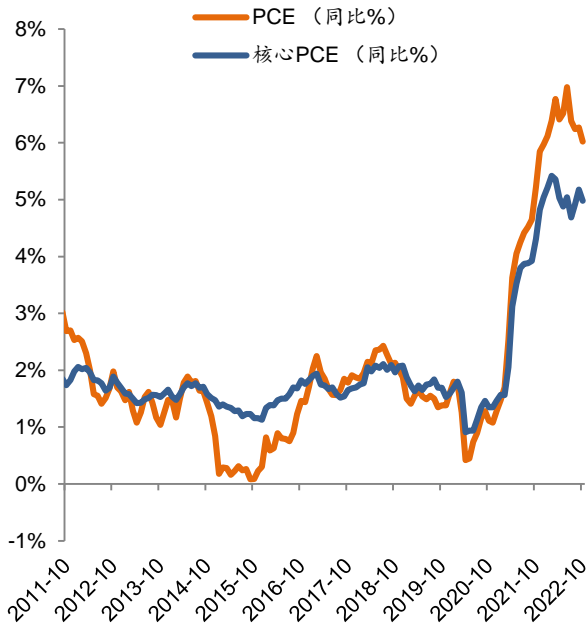
资料来源: 万得、招商证券(香港)研究部

图表 15: 核心商品和服务 CPI 环比



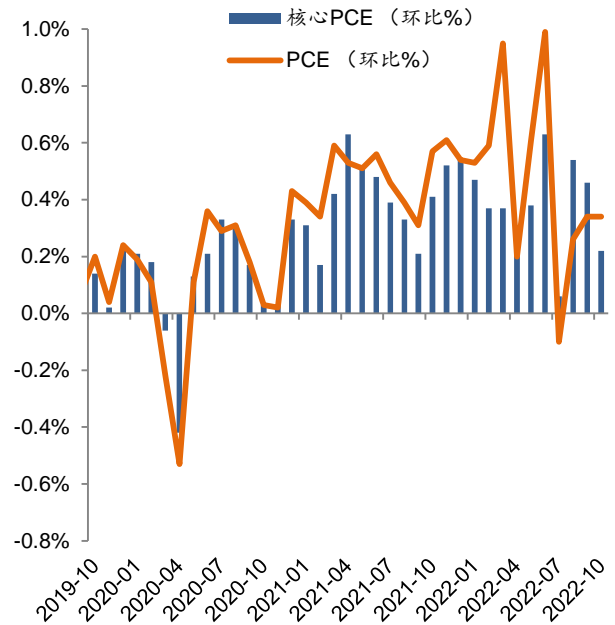
资料来源: 万得、招商证券(香港)研究部

图表 16: 美国 PCE 和核心 PCE 同比



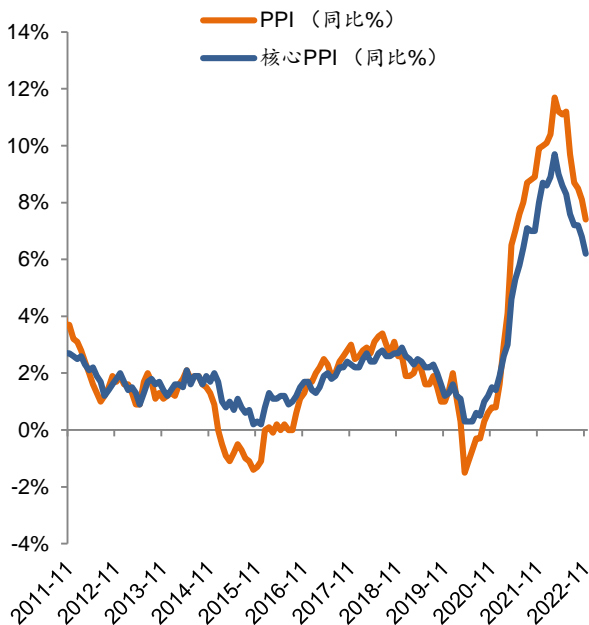
资料来源: 万得、招商证券(香港)研究部

图表 17: 美国 PCE 和核心 PCE 环比



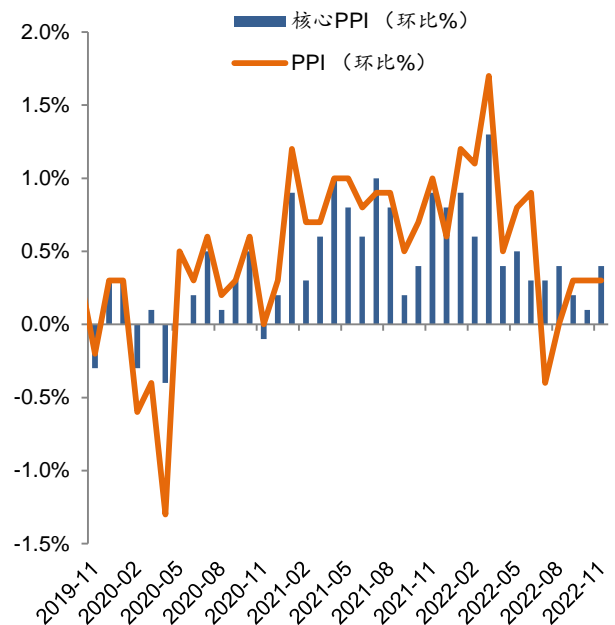
资料来源: 万得、招商证券(香港)研究部

图表 18: 美国 PPI 和核心 PPI 同比



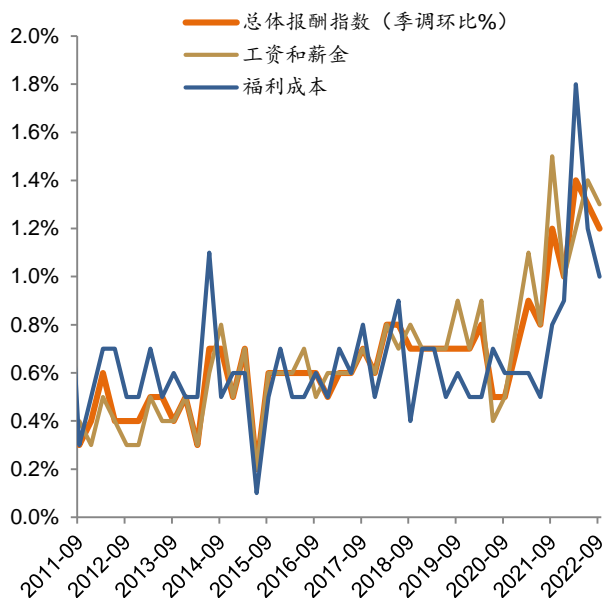
资料来源: 万得、招商证券(香港)研究部

图表 19: 美国 PPI 和核心 PPI 环比



资料来源: 万得、招商证券(香港)研究部

图表 20: 总体报酬指数



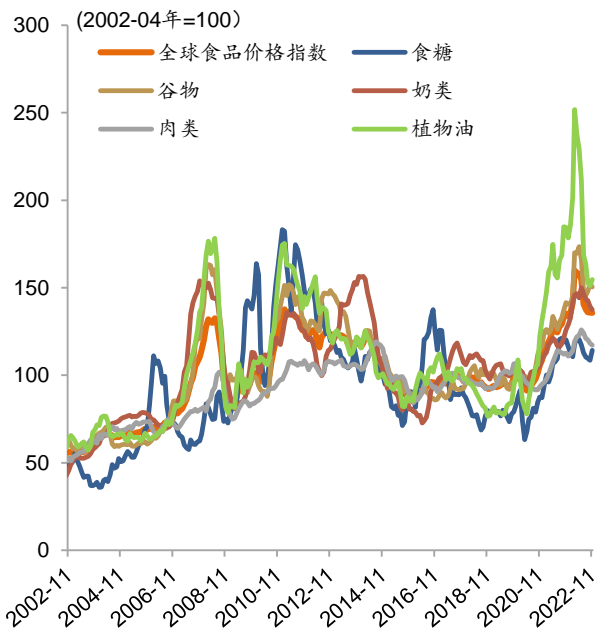
资料来源: 万得、招商证券(香港)研究部

图表 21: 汽油零售价格



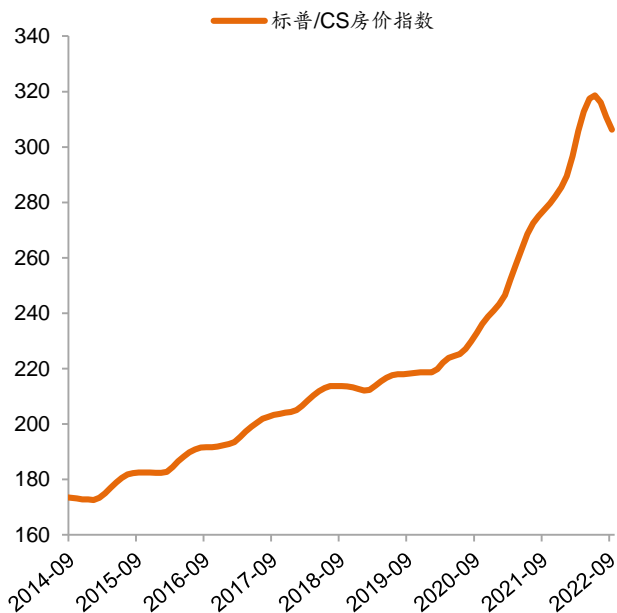
资料来源: 万得、招商证券(香港)研究部

图表 22: 全球食品价格指数



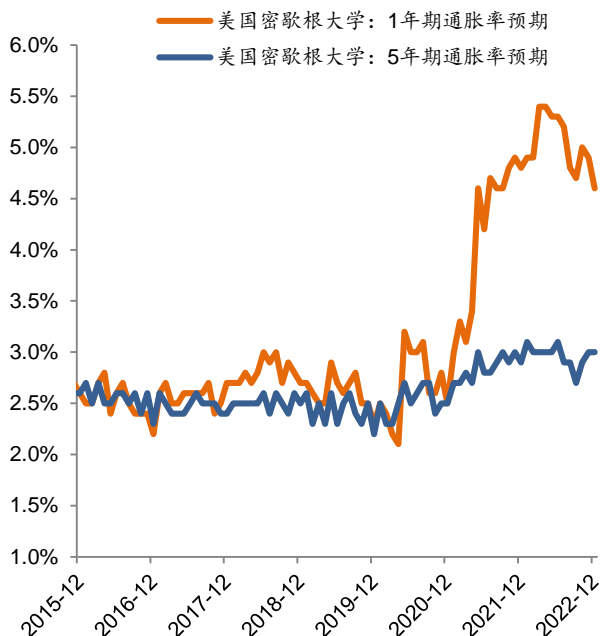
资料来源: 万得、招商证券(香港)研究部

图表 23: 美国房价指数



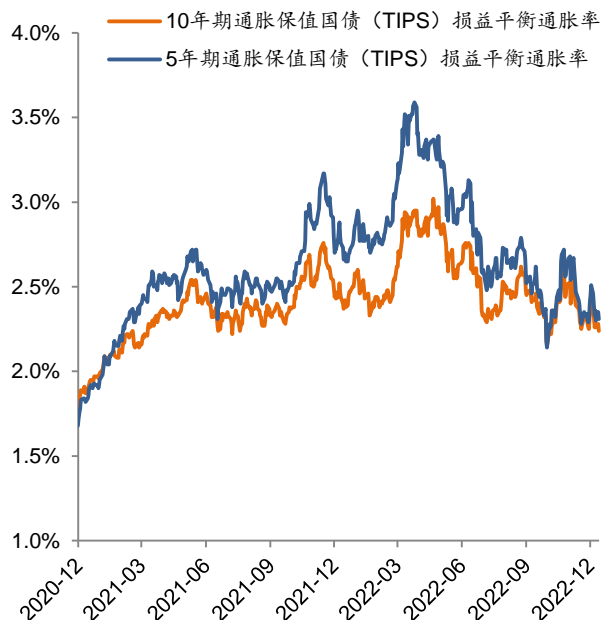
资料来源: 万得、招商证券(香港)研究部

图表 24: 密歇根大学通胀预期



资料来源: 万得、招商证券(香港)研究部

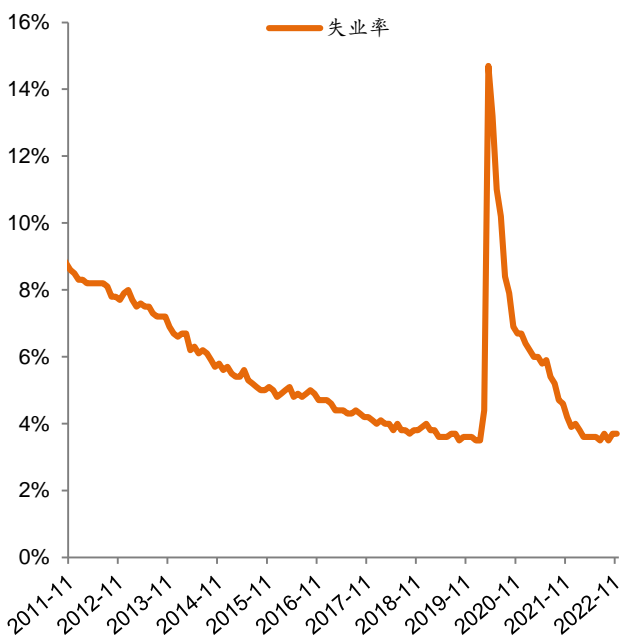
图表 25: TIPS 损益平衡通胀率



资料来源: 万得、招商证券(香港)研究部; 数据截至2022年12月13日

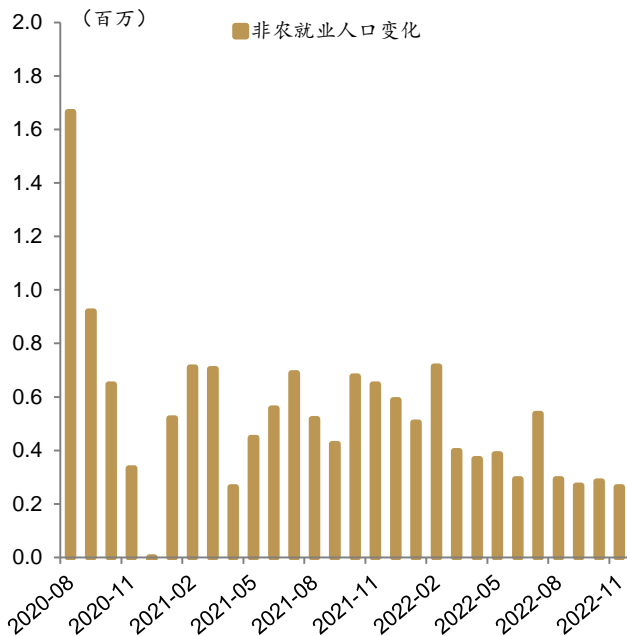
美国劳动力市场数据

图表 26: 失业率



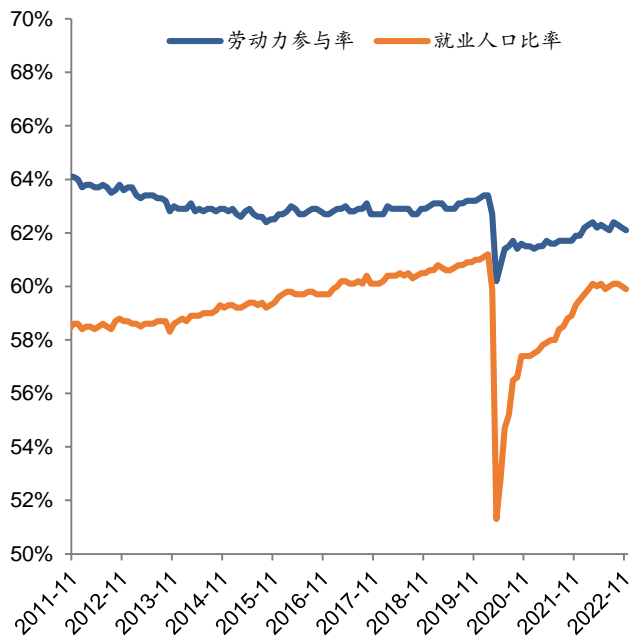
资料来源: 万得、招商证券(香港)研究部

图表 27: 新增非农就业人数



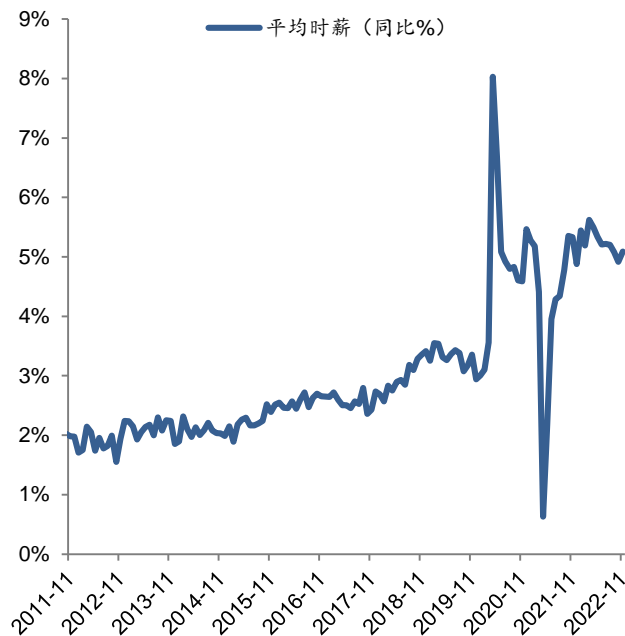
资料来源: 万得、招商证券(香港)研究部

图表 28: 劳动力参与率



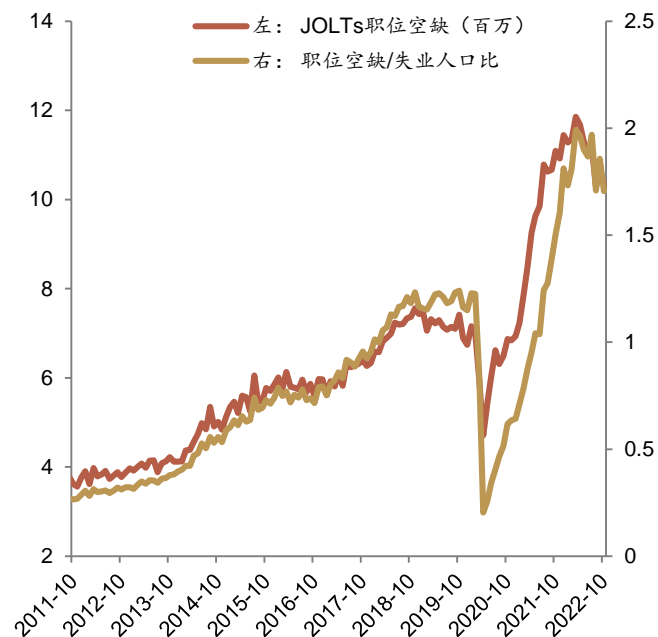
资料来源: 万得、招商证券(香港)研究部

图表 29: 平均时薪增速



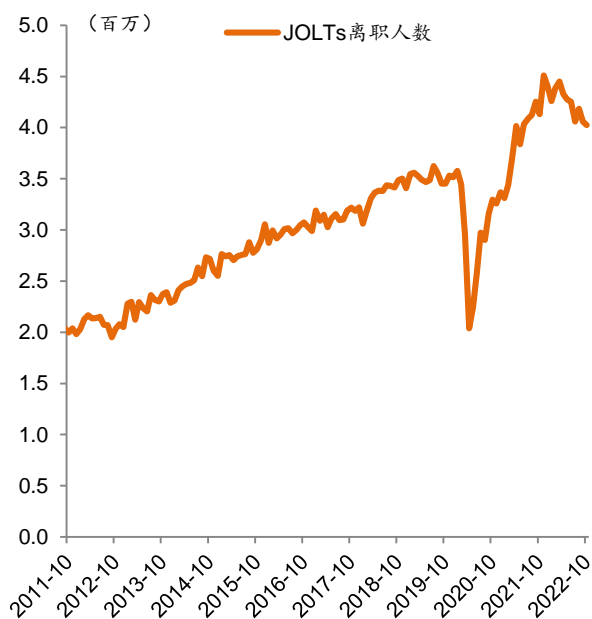
资料来源: 万得、招商证券(香港)研究部

图表 30: JOLTs 职位空缺



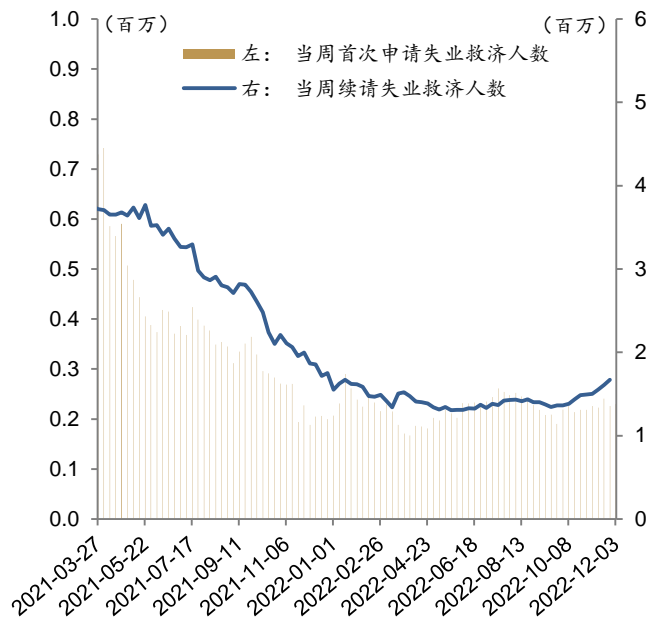
资料来源: 万得、招商证券(香港)研究部

图表 31: JOLTs 离职人数



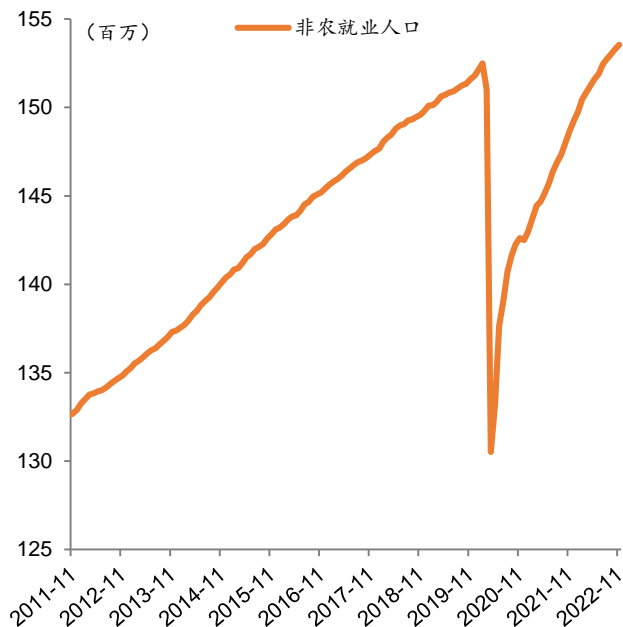
资料来源: 万得、招商证券(香港)研究部

图表 32: 首次和续请失业救济人数



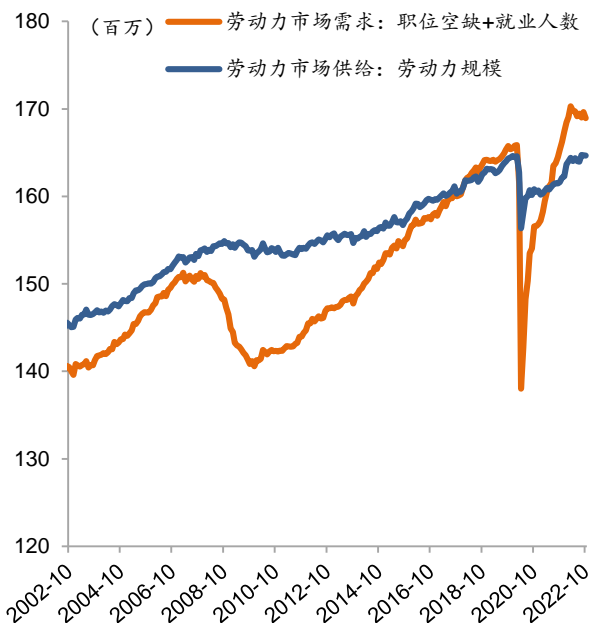
资料来源: 万得、招商证券(香港)研究部

图表 33: 非农就业人口



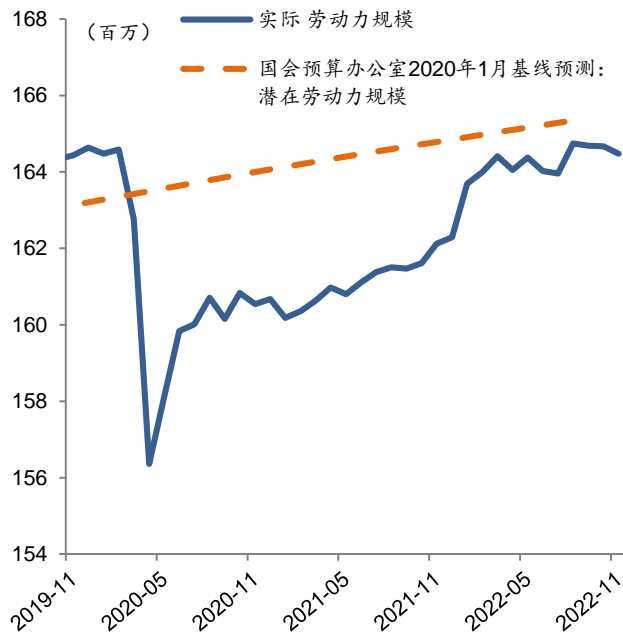
资料来源: 万得、招商证券(香港)研究部

图表 34: 美国劳动力市场供需缺口



资料来源: 万得、招商证券(香港)研究部

图表 35: 美国实际劳动力规模 vs 疫情前预测



资料来源: 万得、国会预算办公室、招商证券(香港)研究部

图表 36: 分行业非农就业人口 (目前 vs 疫情前)

(000)	2020-02	2022-11	变动	变动%
非农就业人口总计	152,504	153,548	1,044	0.7%
私人:合计	129,625	131,130	1,505	1.2%
私人:商品生产:总计	21,095	21,323	228	1.1%
采矿业	686	639	-47	-6.9%
建筑业	7,624	7,750	126	1.7%
制造业	12,785	12,934	149	1.2%
耐用品	8,007	8,050	43	0.5%
非耐用品	4,778	4,884	106	2.2%
私人:服务生产:合计	108,530	109,807	1,277	1.2%
批发业	5,893	5,909	17	0.3%
零售业	15,598	15,767	170	1.1%
运输仓储业	5,795	6,493	698	12.0%
公用事业	547	543	-4	-0.7%
信息业	2,903	3,065	162	5.6%
金融活动	8,870	8,997	127	1.4%
专业和商业服务	21,393	22,459	1,066	5.0%
教育和保健服务	24,598	24,806	208	0.8%
休闲和酒店业	16,983	16,003	-980	-5.8%
其他服务业	5,951	5,765	-186	-3.1%
政府	22,879	22,418	-461	-2.0%
联邦政府	2,861	2,871	10	0.3%
州政府	5,310	5,284	-26	-0.5%
地方政府	14,708	14,263	-445	-3.0%

资料来源: 万得、招商证券(香港)研究部

投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
增持	预期股价在未来 12 个月上升 10%以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10%或以内
减持	预期股价在未来 12 个月下跌 10%以上

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法;(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关系。

监管披露

有关重要披露事项, 请参阅本公司网站之「披露」网页 <http://www.newone.com.hk/cmshk/gb/disclosure.html> 或 <http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

免责条款

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。本报告的信息来源于被认为可靠的公开资料, 但招商证券(香港)有限公司、其母公司及关联机构、任何董事、管理层、及员工(统称“招商证券”)对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何陈述及保证。招商证券对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失, 概不负责。

本报告中的内容和意见仅供参考, 其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告中讨论的证券, 工具或策略, 可能并不适合所有投资者, 某些投资者可能没有资格参与其中的一些或全部。某些服务和产品受法律限制, 不能在全球范围内不受限制地提供, 和/或可能不适合向所有投资者出售。招商证券并非于美国登记的经纪自营商, 除美国证券交易委员会的规则第 15(a)-6 条款所容许外, 招商证券的产品及服务并不向美国人提供。

招商证券可随时更改报告中的内容、意见和估计等, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。过往表现并不代表未来表现。未来表现的估计, 可能基于无法实现的假设。本报告包含的分析, 基于许多假设。不同的假设可能导致重大不同的结果。由于使用不同的假设和/或标准, 此处表达的观点可能与招商证券其他业务部门或其他成员表达的观点不同或相反。

编写本报告时, 并未考虑投资者的财务状况和投资目标。投资者自行决定使用其中的任何信息, 并承担风险。投资者须按照自己的判断, 决定是否使用本报告所载的内容和信息, 并自行承担相关的风险。且投资者应自行索取独立财务及/或税务专业意见, 并按其本身的投资目标及财务状况自行评估个别投资风险, 而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券可能会持有报告中所提到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业务服务。

本报告版权归招商证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。对于因使用或分发本文档而引起的任何第三方索赔或诉讼，招商证券不承担任何责任。

本报告仅在适用法律允许的情况下分发。如果在任何司法管辖区、任何法律或法规禁止或限制下，您仍收到本报告，则不旨在分发给您。尤其是，本报告仅提供给根据美国证券法允许招商证券接触的某些美国人，而不能以其他方式直接或间接地将其分发或传播入美国境内或给美国人。

在香港，本报告由招商证券（香港）有限公司分发。招商证券（香港）有限公司现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。目前的经营范围包括第 1 类（证券交易）、第 2 类（期货合约交易）、第 4 类（就证券提供意见）、第 6 类（就机构融资提供意见）和第 9 类（提供资产管理）。

在韩国，专业客户可以通过 China Merchants Securities (Korea) Co., Limited 要求获得本报告。

在英国，本报告由 China Merchants Securities (UK) Co., Limited 分发。本报告可以分发给以下人士：(1) 符合《2000 年金融服务和市场法》（2005 年金融促进）令第 19(5)章定义的投资专业人士；(2) 符合该金融促进令第 49(2)(a)至(d)章定义高净值的公司、或非法人协会等；或(3) 可以通过合法方式传达或促使其进行投资活动的邀请或诱使的人（根据《2000 年金融服务和市场法》第 21 条的定义）（所有这些人一起被称为“相关人”）。本报告仅针对相关人员，非相关人员不得对其采取行动或依赖该报告。本报告所涉及的任何投资或投资活动仅对相关人员进行开放，并且仅与相关人员进行。

如本免责条款的中、英文两个版本有任何抵触或不相符之处，须以英文版本为准。

© 招商证券（香港）有限公司 版权所有

香港

招商证券（香港）有限公司
香港中环交易广场一期 48 楼
电话：+852 3189 6888
传真：+852 3101 0828