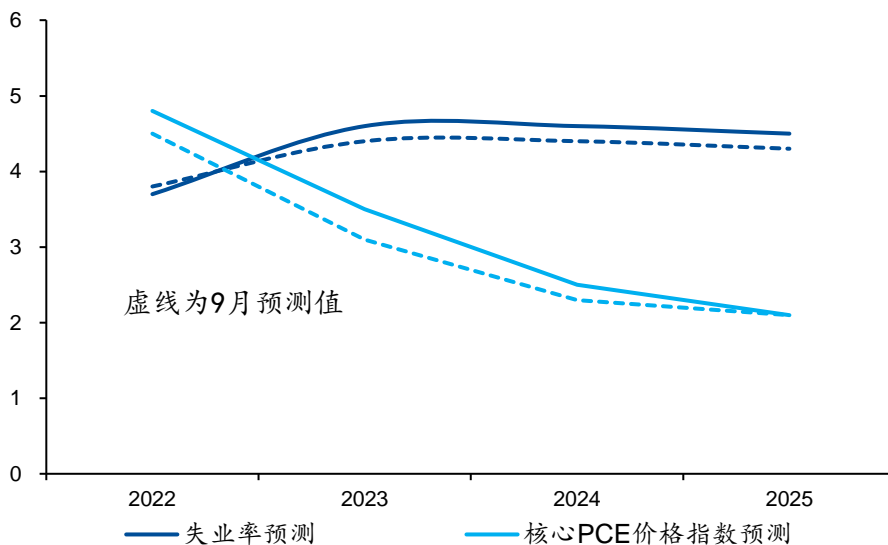




## 美联储和市场的3点核心分歧

美联储本月同时调高失业率和核心通胀预测



数据来源：FOMC，国泰君安国际

- “偏鹰”的议息决议背后，市场需要关注的是美联储最新经济预测的变化以及背后的核心逻辑。
- 同时调高失业率和核心通胀率的预测，是12月份经济预测的核心变化。这种看似“不合逻辑”的预测背后，是美联储对于薪资增速的担忧。
- 与此同时，美联储调降了2023年的经济增速，但不认为经济会陷入衰退。这也支撑其继续加息至5%以上的基本立场。
- 总体而言，美联储的经济预测是“自洽”的，但也因此被市场诟病。市场认为CPI已经明显加速，因此美联储调高通胀预期并不合理。同时，薪资增速也可能因为劳动力市场降温而出现放缓。更加重要的是，市场认为经济在失业率上升如此迅速的情况下大概率会陷入“衰退”。这几点形成了市场与美联储的核心分歧。
- 美联储的经济预测在每个季度底作出，因此下一次的预测更新会在明年的3月份。从这个角度而言，市场和美联储都会根据最新的经济数据来调整预测，但如果薪资增速不出现明显的松动，美联储大概率会坚持自己的整体预测，并以此作为货币政策决议的基础。

## “偏鹰”的 FOMC?

美联储在 2022 年的最后一次议息会议以加息 50 个基点落下帷幕，并为来年的继续加息留下了空间。从市场的表现而言，市场似乎认为本次议息决议以及鲍威尔在随后的讲话显得“鹰派”，同时并没有对经济可能在 2023 年出现的“衰退”表达出足够的担忧。某种角度而言，市场也在担忧美联储是否会犯下“落后于曲线”的错误。

读懂一次季度底议息会议的最重要工作之一，是理解美联储对于主要指标的最新预测，并与此前的预测作出对比来找出差异。

需要说明的是，美联储的经济预测（Economic Projections）是以季度为单位的，分别在 3、6、9、12 月的议息会议后向市场公布。美联储的货币政策决定也会基于这份季度经济预测而作出，某种程度上这反映出美联储正在关注和讨论的核心问题。换言之，希望鲍威尔说出与季度经济预测不一致的陈述，几乎是不可能的。

### 最新经济预测的变化

在 12 月议息会议后公布的这份最新季度经济预测，其中有这样几个关键点：

首先，与 9 月份的预测相比，最新预测调高了对 2022 年的 GDP 预测，由此前的 0.2% 上调至 0.5%，相信主要是因为第三季度 GDP 超出预测所导致的，这样的预测也意味着今年第四季度的 GDP 环比增速也为正数，换言之，美国经济最早也要到明年年中才能确认“衰退”（“技术性衰退”需要连续两个季度的 GDP 环比负增长）。

与此同时，美联储大幅调降了 2023 年的经济增长预测，从此前的 1.2% 下调至 0.5%。这意味着经济明年会出现减速，但不会失速。换言之，尽管“衰退”仍然是市场的主流观点，但美联储并未认可。因为按照今年的经济表现，在第一季度和第二季度的连续环比负增长而陷入技术性衰退后，随后两个季度的经济表现尚可，并没有因为连续的加息导致经济失速。

第二，美联储调低了对 2022 年失业率的预测，从 9 月份的 3.8% 调降至 3.7%，这一调整是基于 11 月份强劲的非农就业数据作出的。按照目前劳动力市场的表现，期望 12 月份单月失业率上升并达到此前 3.8% 的预测值已经不太现实，因此调整失业率预测是一个相对现实的决定。

但最新预测同时调整了 2023 年至 2025 年连续三年的失业率预测，分别调升了 0.2 个百分点。这才是本次会议最让市场争议的地方。如果说劳动力市场目前表现得异乎寻常地强劲，那么美联储应该维持甚至降低未来的失业率预测，但在调低 2022 年失业率的同时、提高未来的失业率预测，则让市场有些费解。

与此同时，最新预测调高了对未来三年的 PCE 价格指数以及核心 PCE 价格指数的预测，仅维持了 2024 年的核心 CPI 价格指数保持不变。从最受美联储关注的核心 PCE 价格指数来看，与 9 月相比，最新预测将

2023 年的预测值调升了 0.4 个百分点至 3.5%。市场有分析认为，基于本周刚公布的核心 CPI 仅环比上升 0.2%，新的核心 PCE 价格指数预测似乎显得有些“不可思议”。

这也是让市场诟病的另一个地方，即在调高失业率预测的同时调升通胀预测，这意味着“菲利普斯曲线”（即通胀与失业率的负相关关系）的短暂失效。唯一的解释是，目前相对较高的薪资增速是美联储调高未来核心通胀预测的关键原因，也表明美联储认为工资上升是一个长期的压力。

图 1：12 月份最新经济预测的主要变动

Variable	Median <sup>1</sup>				
	2022	2023	2024	2025	Longer run
Change in real GDP	0.5	0.5	1.6	1.8	1.8
September projection	0.2	1.2	1.7	1.8	1.8
Unemployment rate	3.7	4.6	4.6	4.5	4.0
September projection	3.8	4.4	4.4	4.3	4.0
PCE inflation	5.6	3.1	2.5	2.1	2.0
September projection	5.4	2.8	2.3	2.0	2.0
Core PCE inflation <sup>4</sup>	4.8	3.5	2.5	2.1	
September projection	4.5	3.1	2.3	2.1	

数据来源：FOMC, 国泰君安国际

## 薪资是美联储的头号敌人

由于市场的主流观点是美国经济将在 2023 年陷入衰退，因此美联储的最新预测会被认为是“偏鹰”，但整体来看，隔夜市场表现却不温不火，除了美元指数出现下跌，其他市场几乎是先抑后扬或者先扬后抑，整体表现波澜不惊，在一定程度上也表明美联储与市场之间的分歧，只能交给时间。

事实上，美联储的预测本身，某种程度上“准确”并不是最重要的（也不可能），读懂其中的逻辑才是最重要的。对于美联储内部大量的经历了长期经济学训练的专家们而言，一份经济预测表最重要的是呈现出主要经济指标的基本假设和互相印证，并体现出长期政策目标。

最新的经济预测给出的核心信息是由于薪资增速保持在高位，服务价格将保持高位，核心 PCE 价格指数也将随之上升。通过相对长期的较为限制性的货币政策，经济数据将在中长期恢复至均衡水平，即通胀将回到 2% 的水平，与此同时，长期失业率保持在 4%，经济增速回归 1.8% 左右，接近于潜在经济增速。

市场固然会基于最新的两个月的 CPI 走势来挑战美联储的最新预测，但市场一般选择的预测模型是基于“动量 (Momentum)”或者“长期均值”而作出，因此与美联储的经济预测之间出现某些时点上的分歧也是正常的。从基础的经济分析而言，美联储的预测仍然在合理范围之内，

也表明劳动力市场和薪酬是目前政策关心的核心问题。5%甚至更高的基准利率也符合核心假设以及判断。

但最新经济预测的最大风险也在于对于“工资—通胀”螺旋的假设。如果薪资增速放缓，或者通胀下行加速，都可能挑战美联储的最新预测。

“工资—通胀”螺旋也是一个较为长期的关系，不排除两者之间的短期关系会出现“断裂”，一旦这样的情况出现，美联储将会面临市场更大的质疑。

正像我们在前文中提到的，美联储的经济预测在每个季度底作出，因此下一次的预测更新会在明年的3月份。从这个角度而言，市场和美联储都会根据最新的经济数据来调整预测，但如果薪资增速不出现明显的松动，美联储大概率会坚持自己的整体预测，并以此作为货币政策决议的基础。

**个股评级标准**

参考基准: 香港恒生指数/纳斯达克综合指数  
 评级区间: 6至18个月

评级	相对表现
买入	超过 15% 或公司、行业基本面良好
收集	5% 至 15% 或公司、行业基本面良好
中性	-5% 至 5% 或公司、行业基本面中性
减持	-15% 至 -5% 或公司、行业基本面不理想
卖出	小于-15% 或公司、行业基本面不理想

**行业评级标准**

参考基准: 香港恒生指数/纳斯达克综合指数  
 评级区间: 6至18个月

评级	相对表现
跑赢大市	超过 5% 或行业基本面良好
中性	-5% 至 5% 或行业基本面中性
跑输大市	小于-5% 或行业基本面不理想

**利益披露事项**

- 分析员或其有联系者并未担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。
- 分析员或其有联系者并未持有本研究报告所评论的发行人的任何财务权益。
- 除远大医药(00512.HK)、泸州银行(01983.HK)、晋商银行(02558.HK)、顺丰房托(02191.HK)及郑州银行(06196.HK)，国泰君安或其集团公司并未持有本研究报告所评论的发行人的市场资本值1%或以上的财务权益。
- 国泰君安或其集团在现在或过去12个月内有与本研究报告所评论的吉利汽车(00175.HK)、中国外运-H股(00598.HK)、交通银行-H股(03328.HK)、京东集团-SW(09618.HK)、百度集团-SW(09888.HK)、金山软件(03888.HK)、新创建集团(00659.HK)、商汤-W(00020.HK)、中国有色矿业(01258.HK)、乐享互动(06988.HK)、广汽集团-H股(02238.HK)、中国联塑(02128.HK)、合景泰富集团(01813.HK)、旭辉控股集团(00884.HK)、正荣地产(06158.HK)、哔哩哔哩-W(09626.HK)、碧桂园(02007.HK)、腾讯控股(00700.HK)、雅居乐集团(03383.HK)、中国奥园(03883.HK)、龙光集团(03380.HK)、融创中国(01918.HK)、新世界发展(00017.HK)、新天绿色能源(00956.HK)、建设银行-H股(00939.HK)、复星国际(00656.HK)、中国中免(01880.HK)、科济药业-B(02171.HK)、民生银行-H股(01988.HK)、协鑫新能源(00451.HK)、周大福(01929.HK)、彩虹新能源(00438.HK)、金融街物业(01502.HK)、国美零售(00493.HK)、中海物业(02669.HK)、奥园健康(03662.HK)、金科服务(09666.HK)、雅生活服务(03319.HK)、甘肃银行(02139.HK)、兖矿能源(01171.HK)、滨海投资(02886.HK)、华南城(01668.HK)、中国旭阳集团(01907.HK)、移卡(09923.HK)、威高股份(01066.HK)、阿里巴巴-SW(09988.HK)、中梁控股(02772.HK)、四环医药(00460.HK)、重庆银行(01963.HK)、东方证券-H股(03958.HK)、中广核电力-H股(01816.HK)、中广核新能源(01811.HK)、中广核矿业(01164.HK)、江苏宁沪高速公路(00177.HK)、药明康德(02359.HK)、绿城中国(03900.HK)、泉峰控股(02285.HK)、宝龙地产(01238.HK)、凯莱英-H股(06821.HK)、小鹏汽车-W(09868.HK)、奈雪的茶(02150.HK)、小米集团-W(01810.HK)、旭辉永升服务(01995.HK)、中石化冠德(00934.HK)、中石化炼化工程-H股(02386.HK)、上海石油化工股份(00338.HK)、中国石油化工股份-H股(00386.HK)、泡泡玛特(09992.HK)、晨鸣纸业(01812.HK)、理文造纸(02314.HK)、思摩尔国际(06969.HK)、中关村科技租赁(01601.HK)存在投资银行业务的关系。
- 国泰君安或其集团公司有，或将会为本研究报告所评论的联想集团(00992.HK)、中国移动-H股(00941.HK)、香港交易所(00388.HK)、银河娱乐(00027.HK)、长城汽车-H股(02333.HK)、友邦保险(01299.HK)、金沙中国有限公司(01928.HK)、瑞声科技(02018.HK)、舜宇光学科技(02382.HK)、国药控股-H股(01099.HK)、中国海洋石油(00883.HK)、药明生物(02269.HK)、美团-W(03690.HK)、快手-W(01024.HK)、小鹏汽车-W(09868.HK)、中信証券-H股(06030.HK)、中国铁塔-H股(00788.HK)、小米集团-W(01810.HK)、阿里巴巴-SW(09988.HK)、网易-S(09999.HK)、京东集团-SW(09618.HK)、中芯国际(00981.HK)、阿里健康(00241.HK)、百度集团-SW(09888.HK)、吉利汽车(00175.HK)、比亚迪股份-H股(01211.HK)、建设银行-H股(00939.HK)、工商银行-H股(01398.HK)、中银香港(02388.HK)、中国银行-H股(03988.HK)、汇丰控股(00005.HK)、中国平安-H股(02318.HK)、中国人寿-H股(02628.HK)、腾讯控股(00700.HK)、融创中国(01918.HK)、龙光集团(03380.HK)、中国奥园(03883.HK)进行庄家活动。
- 受雇于国泰君安或其集团公司或与其有联系的个人没有担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。

**免责声明**

本研究报告内容既不代表国泰君安证券(香港)有限公司(“国泰君安”)的推荐意见也并不构成所涉及的个别股票的买卖或交易之要约。国泰君安或其集团公司有可能会与本报告涉及的公司洽谈投资银行业务或其它业务(例如:配售代理、牵头经辦人、保荐人、包销商或从事自营投资于该股票)。

国泰君安的销售员, 交易员和其它专业人员可能会向国泰君安的客户提供与本研究部中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。国泰君安集团的资产管理部和投资业务部可能会做出与本报告的推荐或表达的意见不一致的投资决策。

报告中的资料力求准确可靠, 但国泰君安并不对该等数据的准确性和完整性作出任何承诺。报告中可能存在的一些基于对未来政治和经济的某些主观假定和判断而做出预见性陈述, 因此可能具有不确定性。投资者应明白及理解投资证券及投资产品之目的, 及当中的风险。在决定投资前, 如有需要, 投资者务必向其各自专业人士咨询并谨慎抉择。

本研究报告并非针对或意图向任何属于任何管辖范围的市民或居民或身处于任何管辖范围的人士或实体发布或供其使用, 而此等发布, 公布, 可供使用情况或使用会违反适用的法律或规则, 或会令国泰君安或其集团公司在此等管辖范围内受制于任何注册或领牌规定。

© 2022 国泰君安证券(香港)有限公司版权所有, 不得翻印

香港中环皇后大道中181号新纪元广场低座27楼  
 电话(852) 2509-9118 传真(852) 2509-7793 网址: www.gtjai.com