

美联储与市场出现较大分歧

——美联储 12 月会议点评

报告摘要

证券分析师：尤春野

电话：021-58502206

E-MAIL: youcy@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190522030002

美联储如期加息 50bp。美联储 12 月会议如期加息 50bp，FOMC 公告内容与 11 月会议几乎无变化。在随后美联储主席鲍威尔的新闻发布会上，其言论相对偏鹰，包括强调“需要更多通胀下降的证据”，“历史告诫不要过早放松政策”，“不能说我们不会上调峰值利率预测”，“经济预测摘要里面没有显示降息”等说法。不过市场并不相信鲍威尔的立场，10 年期美债收益率先升后降，最终低于决议公布前的水平，美元指数全天来看也出现较明显的下跌。即市场认为美联储在高位的利率水平上难以持久。

美国经济前景进一步走弱。美联储下调了未来的经济预期但上调了通胀预期。相比于 9 月份的预期，本次会议中美联储上调了今年的经济预期，但大幅下调了明年的经济预期，也下调了 2024 年的预期。即四季度美国经济实际表现较美联储此前预计的更好，但其对未来的前景更为悲观。值得注意的是，即使 10 月和 11 月美国通胀数据超市场预期地下降，但美联储官员对通胀的预期不降反升。鲍威尔在新闻发布会上指出“预计服务业通胀不会迅速下降”，“目前工资水平远高于 2% 的通胀率”，很明显表明美联储对当前美国通胀下降的速度并不满意，其担忧主要在于服务业通胀的高企和工资的加速上升。

市场和美联储谁更正确？从美联储下调经济预期而上调通胀预期的预测，以及整体偏鹰的言论来看，美联储对于明年形势的判断更偏向于“滞胀”，所以否定了会很快降息的说法。但利率期货与掉期交易显示，市场对明年利率高点的预期在本次会议之后反而下调了，且增加了对明年下半年降息的押注。很显然市场对明年的判断更倾向于“衰退”。那么在分歧出现时，市场和美联储谁的正确率更高？从经验上来看，市场可能更具有前瞻性。在以往美国货币政策转向之前，市场大多都会较美联储早很长时间发出信号。我们认为，这一方面是由于美联储对形势的展望往往带有一定“引导预期”的性质，所以通常倾向于高估经济的增速来提振市场信心，或强调鹰派态度来压制通胀预期。相对而言市场对经济的预期更为客观。另一方面，市场预期也会反向影响美联储的行动，市场“绑架”美联储的案例在过去比比皆是。综合来看，美联储的态度对于短期的指向意义更强，而市场预期对于长期的指向意义更强。所以我们预计明年一季度美联储仍会继续加息，但二

季度有望停止，而下半年则很有可能会转向降息。

美股压力不减。我们认为未来美股仍存在较大的下跌风险。此前美股的涨跌主要反映了市场对美联储货币政策的博弈，但对未来经济下行带来的盈利端的压力定价不足，即市场中较多参与者认为美国经济能够实现“软着陆”。但随着越来越多的美国经济指标开始亮起“红灯”，美国经济“软着陆”的难度越来越大。我们认为未来美国股市会逐渐受到来自盈利端的压力，这将会给美股带来二次探底的风险。

风险提示：美国通胀超预期上行。

目录

1. 美联储如期加息 50BP	5
2. 美国经济前景进一步走弱	5
3. 市场和美联储谁更正确?	6
4. 美股压力不减	6

图表目录

图表 1: 美联储下调经济预期上调通胀预期..... 5

1. 美联储如期加息 50bp

美联储 12 月会议如期加息 50bp，FOMC 公告内容与 11 月会议几乎无变化。在随后美联储主席鲍威尔的新闻发布会中，其言论相对偏鹰，包括强调“需要更多通胀下降的证据”，“历史告诫不要过早放松政策”，“不能说我们不会上调峰值利率预测”，“经济预测摘要里面没有显示降息”等说法。不过市场并不相信鲍威尔的立场，10 年期美债收益率先升后降，最终低于决议公布前的水平，美元指数全天来看也出现较明显的下跌。即市场认为美联储在高位的利率水平上难以持久。

2. 美国经济前景进一步走弱

美联储下调了未来的经济预期但上调了通胀预期。相比于 9 月份的预期，本次会议中美联储对今年经济增长预期提升了 0.3 个百分点至 0.5%，但对于 2023 年经济增长预期大幅下调了 0.7 个百分点至 0.5%，对 2024 年的增长预期也下调了 0.1 个百分点至 1.6%。对今年的失业率预期下调了 0.1 个百分点至 3.7%，但对未来三年的失业率预期均上调了 0.2 个百分点。即四季度美国经济实际表现较美联储此前预计的更好，但其对未来的前景更为悲观。同时美联储再度上调了对于通胀的预期，对 2022-2024 年的核心 PCE 同比预期分别上调了 0.3、0.4 和 0.2 个百分点。值得注意的是，即使 10 月和 11 月美国通胀数据超市场预期地下降，但美联储官员对通胀的预期不降反升。鲍威尔在新闻发布会上指出“预计服务业通胀不会迅速下降”，“目前工资水平远高于 2% 的通胀率”，很明显表明美联储对当前美国通胀下降的速度并不满意，其担忧主要在于服务业通胀的高企和工资的加速上升。

图表 1：美联储下调经济预期上调通胀预期

Variable	Median ¹				
	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 ⁴	4.8	3.5	2.5	2.1	
September projection	4.5	3.1	2.3	2.1	
Memo: Projected appropriate policy path					
Federal funds rate	4.4	5.1	4.1	3.1	2.5
September projection	4.4	4.6	3.9	2.9	2.5

资料来源：Wind，太平洋证券研究院

3. 市场和美联储谁更正确？

从美联储下调经济预期而上调通胀预期的预测，以及整体偏鹰的言论来看，**美联储对于明年形势的判断更偏向于“滞胀”**，所以否定了会很快降息的说法。但利率期货与掉期交易显示，市场对明年利率高点的预期在本次会议之后反而下调了，且增加了对明年下半年降息的押注。很显然**市场对明年的判断更倾向于“衰退”**。“滞胀”与“衰退”之间的博弈已经持续了几个月，目前愈演愈烈。通常市场和美联储的预期是相辅相成的，但现在出现了较大的分歧。那么在分歧出现时，市场和美联储谁的正确率更高？

从经验上来看，**市场可能更具有前瞻性**。在以往美国货币政策转向之前，市场大多都会较美联储早很长时间发出信号。我们认为，这一方面是由于美联储对形势的展望往往带有一定“引导预期”的性质，所以通常倾向于高估经济的增速来提振市场信心，或强调鹰派态度来压制通胀预期。相对而言市场对经济的预期更为客观。另一方面，市场预期也会反向影响美联储的行动，市场“绑架”美联储的案例在过去比比皆是。综合来看，**美联储的态度对于短期的指向意义更强，而市场预期对于长期的指向意义更强**。所以我们预计明年一季度美联储仍会继续加息，但二季度有望停止，而下半年则很有可能会转向降息。

4. 美股压力不减

我们认为未来美股仍在存在较大的下跌风险。此前美股的涨跌主要反映了市场对美联储货币政策的博弈，但对未来经济下行带来的盈利端的压力定价不足，即市场中较多参与者认为美国经济能够实现“软着陆”。但随着越来越多的美国经济指标开始亮起“红灯”，美国经济“软着陆”的难度越来越大。我们认为未来美国股市会逐渐受到来自盈利端的压力，**这将会给美股带来二次探底的风险**。

风险提示：美国通胀超预期上行。

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华北销售	佟宇婷	13522888135	tongyt@tpyzq.com
华北销售	巩赞阳	18641840513	gongzy@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	周许弈	13611858673	zhouxy@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华东销售	张国峰	18616165006	zhanggf@tpyzq.com
华东销售	胡平	13122990430	huping@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com
华南销售	陈宇	17742876221	cheny@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有经营证券期货业务许可证，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。