

美联储对“通胀下降更强的信心”是降息的前提

——美联储1月议息会议点评

作者

分析师：王博群

执业证书编号：S0590524010002

邮箱：wangboq@glsc.com.cn

事件：

美联储1月再次暂停加息，符合市场会前的预期，年内或开始降息，3月或还不会降息。鲍威尔明确利率已经达到高位，并且3月降息并不是他的基准情形。目前情况看，就业市场偏强，通胀的回落略好于12月的预期，美联储降息需要“通胀下降更强的信心”。

事件点评

➤ 再次暂停加息符合预期，年内降息

美联储1月会后宣布暂停加息，将政策利率的目标区间维持在5.25%-5.5%。本次延续暂停加息符合市场预期，会议前CME期货市场的数据显示市场预期不加息的概率接近100%。会议声明明确开始讨论降息的条件。

➤ 3月或还不会降息，今年总共或有3次降息

鲍威尔在新闻发布会是明确表示3月降息不是基准情形。他强调“通胀下降更强的信心”是降息的条件，但是没有给出具体的通胀数字。12月点阵图显示大多数的委员认为至少会有3个25基点的降息。

➤ 美联储对通胀下降的信心是降息的前提

1月会议强调“通胀下行的信心”是降息的前提。我们认为目前就业市场仍偏强，通胀回落的信心可能需要就业市场再下降一些。目前情况看，就业市场偏强，通胀的回落略好于12月的预期。SEP预期2023年核心PCE通胀回落到3.2%，PCE通胀回落到2.8%。SEP预期2023年失业率是3.8%。实际情况是美国12月核心PCE通胀为2.93%，PCE通胀为2.6%，失业率为3.7%，基本上接近美联储对2023年的预测，还略好于预期。

➤ 缩表计划不变，3月会议将进一步讨论缩表

实际缩表的速度略慢于最大可能速度。从2022年6月起，美联储持有的证券开始逐月下降，到目前为止平均月减少660亿美元，2023年全年平均月减少767亿美元。到2023年12月为止，美联储本轮总共的缩表规模约为12545亿，其中2022年总共缩表3346亿，2023年缩表9199亿。

风险提示：美联储紧缩超预期，地缘政治风险超预期。

相关报告

- 1、《“双降”传递“双稳”信号：——潘行长1月24日宣布降准结构性降息点评》2024.01.24
- 2、《如何理解中国特色金融发展之路：——政策的逻辑和动向》2024.01.24

正文目录

1. 再次暂停加息，年内降息.....	4
1.1 不加息符合预期	4
1.2 降息需要通胀回落“更强的信心”	6
2. 下一个问题是降息的时点.....	8
2.1 何时降息的问题	8
2.2 就业通胀都略好于预期	11
3. 缩表计划不变	18
3.1 缩表的表述没有变化	18
3.2 实际缩表的情况	19
4. 投票情况显示暂停加息没有分歧.....	19
4.1 本轮周期	20
4.1 2008 年周期.....	20
5. 风险提示	21

图表目录

图表 1: CME 加息预期 (1 月会议)	4
图表 2: 2 年期国债 (%)	5
图表 3: 10 年期国债 (%)	5
图表 4: 标普 500 指数.....	6
图表 5: 美元指数.....	6
图表 6: 会议声明变化 (英文)	7
图表 7: 点阵图对比.....	9
图表 8: 联邦基金利率和国债利率 (%)	9
图表 9: 国债利率顶点领先联邦基金的月数	10
图表 10: 联邦基金和 10 年期国债利率 (%)	11
图表 11: FOMC 经济预期概要 (SEP) 中位数	12
图表 12: PCE 通胀 (%)	12
图表 13: 核心 PCE 预期 (%)	13
图表 14: PCE 预期 (%)	13
图表 15: 疫情前同比新增非农就业 (万人)	14
图表 16: 疫情后同比新增非农就业 (万人)	14
图表 17: 近 3 年美国失业率 (%)	14
图表 18: 美国历史失业率 (%)	14
图表 19: Sahm 法则失业率平均值 (%)	15
图表 20: Sahm 法则	15
图表 21: 非农就业数据的市场预期	15
图表 22: 环比新增非农就业 (万人)	16
图表 23: 疫情后环比新增非农就业 (万人)	16
图表 24: 新增非农就业 (万人)	17
图表 25: 新增非农就业变化 (万人)	17
图表 26: 职位空缺数 (万人)	17
图表 27: 职位空缺率 (%)	18
图表 28: 空缺失业比.....	18
图表 29: 本轮缩表在 2022 年的加速节奏计划 (单位: 亿美元)	19
图表 30: 美联储本轮缩表的实际速度 (单位: 亿美元)	19
图表 31: 本轮周期加息的投票情况	20

图表 32: 上轮周期加息的投票情况 21

1. 再次暂停加息，年内降息

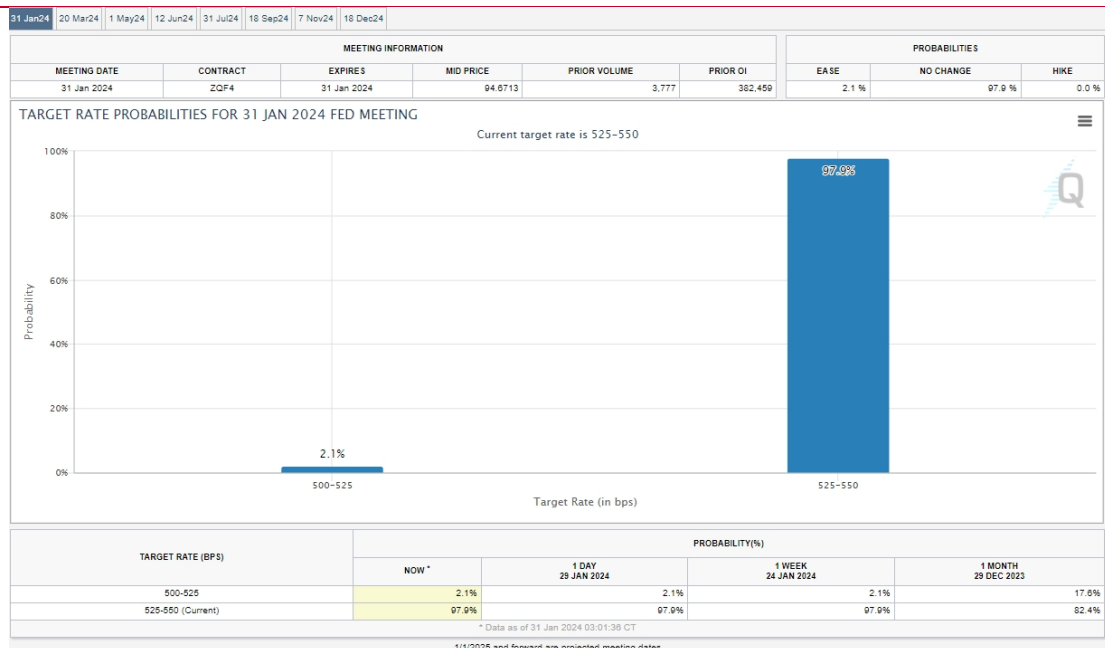
1月美联储再次暂停加息，本轮利率继续维持在最高点，符合市场预期。鲍威尔在新闻发布会上表示3月降息不是他的基准预测。

1.1 不加息符合预期

1.1.1 美联储在1月再次暂停加息

美联储在7月最后一次加息之后，1月再次暂停了加息，这次会议不加息符合市场会前预期。会议前CME期货市场的数据显示市场预期不加息的概率接近100%，政策利率的目标区间维持在5.25%-5.5%。新闻发布会上鲍威尔也再次确认了美联储本轮紧缩周期已到利率最高点。

图表1：CME加息预期（1月会议）



资料来源：CME，国联证券研究所整理

鲍威尔在 6 月会议的新闻发布会上把本轮加息的问题分解为三个子问题，一是要以多快的速度加息，二终点的利率是多少，三在利率高点需要停留多久¹。6 月会议暂停加息意味着加息开始减速，第一个问题逐渐有了答案。12 月会议基本上给出了第二个问题的答案，现在的利率就是本轮周期最高利率。1 月会议的讨论已经开始转向合适的降息时点。

1.1.2 市场的反应：股市跌，债市利率上行

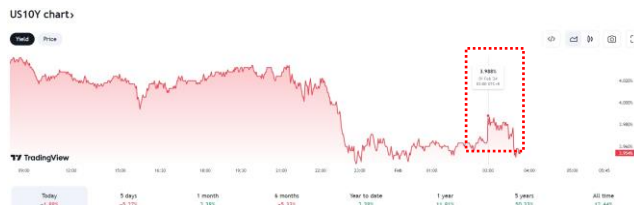
2 年期和 10 年期美债收益率在决议声明发布后略微上行，2 年期一度上行到 4.28%，10 年期一度涨到接近 3.99%。尽管市场普遍预期 1 月会议不会降息，但是债券市场在确认了确实没有降息后，利率还是略微上行。

图表2：2 年期国债 (%)



资料来源：TradingView，国联证券研究所

图表3：10 年期国债 (%)



资料来源：TradingView，国联证券研究所

美股在会议声明公布后变化不大，但是当新闻发布会上鲍威尔明确说 3 月降息不是基准预测后，三大指数走弱。美元指数 DXY 声明发布后走强，超过 103.4，然后 3 月降息预期下降后进一步上行。黄金在声明发布后变化不大，略微下行。

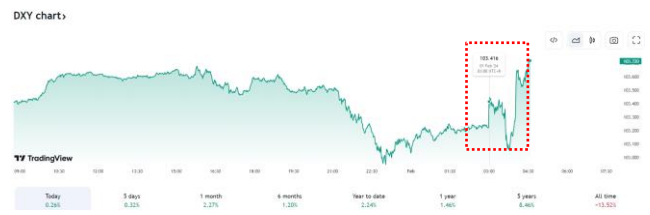
¹ <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomcpresconf20230614.htm>

图表4：标普 500 指数



资料来源：TradingView，国联证券研究所

图表5：美元指数



资料来源：TradingView，国联证券研究所

1.2 降息需要通胀回落“更强的信心”

降息的条件是通胀下行的“更强的信心”。鲍威尔在新闻发布会明确表示 3 月或不会降息。

1.2.1 声明强调降息条件是通胀下降的信心

从会议发布的声明来看，1 月的声明变化相对比较大，主要的变化主要有三个地方。最大的变化是删除了过去关于还要继续观察数据以衡量政策是否足够具有限制性的相关表述，而是换成“考虑调整利率的因素”时会“仔细评估新的数据、不断变化的前景和风险平衡”。相关表述的变化明确显示美联储已经在考虑降息的时机，而降息的主要问题在于通胀。通胀是否已经稳定地向 2% 前进，美联储需要对通胀下行有“更强的信心”下才会开启降息。第二个变化是删除了 12 月关于银行和信贷的相关表述，重申了美联储的政策目标，并表示当下的“实现就业和通胀目标的风险正在更好地平衡”。

关于经济评价的表述删除了经济增长速度降低的表述，改成了“经济稳步扩张”。同时还提到“经济前景不明朗”。

图表6: 会议声明变化 (英文)

 Dec 13, 2023 → Jan 31, 2024 [hide changes](#)

Recent indicators suggest that growth of economic activity has slowed from its strong pace in the third quarter been expanding at a solid pace. Job gains have moderated since earlier in they last year but remain strong, and the unemployment rate has remained low. Inflation has eased over the past year but remains elevated.

The U.S. banking system is sound and resilient. Tighter financial and credit conditions for households and businesses are likely to weigh on economic activity, hiring, and inflation. The extent of these effects remain Committee seeks to achieve maximum employment and inflation at the rate of 2 percent over the longer run. The Committee judges that the risks to achieving its employment and inflation goals are moving into better balance. The economic outlook is uncertain, and the Committee remains highly attentive to inflation risks.

The Committee seeks to achieve maximum employment and inflation at the rate of 2 percent over the longer run. In support of these its goals, the Committee decided to maintain the target range for the federal funds rate at 5-1/4 to 5-1/2 percent. The Committee will continue to assess additional information and its implications for monetary policy. In determining the extent of any additional policy firming that may be appropriate to return inflation to 2 percent over time, the Committee will take into account the cumulative tightening of monetary policy, the lags with which monetary policy affects economic activity and inflation, and economic and financial development. In considering any adjustments to the target range for the federal funds rate, the Committee will carefully assess incoming data, the evolving outlook, and the balance of risks. The Committee does not expect it will be appropriate to reduce the target range until it has gained greater confidence that inflation is moving sustainably toward 2 percents. In addition, the Committee will continue reducing its holdings of Treasury securities and agency debt and agency mortgage-backed securities, as described in its previously announced plans. The Committee is strongly committed to returning inflation to its 2 percent objective.

In assessing the appropriate stance of monetary policy, the Committee will continue to monitor the implications of incoming information for the economic outlook. The Committee would be prepared to adjust the stance of monetary policy as appropriate if risks emerge that could impede the attainment of the Committee's goals. The Committee's assessments will take into account a wide range of information, including readings on labor market conditions, inflation pressures and inflation expectations, and financial and international developments.

Voting for the monetary policy action were Jerome H. Powell, Chair; John C. Williams, Vice Chair; Michael S. Barr; Michelle W. Bowman; Lisa D. Cook; Austan D. Goolsbee; Patrick Harker; Thomas I. Barkin; Michael S. Barr; Raphael W. Bostic; Michelle W. Bowman; Lisa D. Cook; Mary C. Daly; Philip N. Jefferson; Neel Kashkari; Adriana D. Kugler; Lorie K. Loganetta J. Mester; and Christopher J. Waller.

For media inquiries, please email or call 202-452-2955.

Implementation Note issued December 13 January 31, 2023 4

资料来源: FOMC, WSJ, 国联证券研究所整理

1.2.2 新闻发布会要点

新闻发布会上，鲍威尔回答记者问题中提到的四个观点值得重点关注。

1. 鲍威尔提到利率已经到了最高点，今年的某个时候将适合降息。他强调了降息需要“更强的信心”通胀会继续稳定下降。
2. 在被问何时适合降息时，鲍威尔明确表示3月份可能不是降息的基准预测。
3. 鲍威尔给出他关于失业率低但是消费者信心却不高的解释，可能是因为通胀导致的物价高让消费者不满意。
4. 在被问到关于“轶事证据”的问题时，鲍威尔提到一些地方联储主席们观察到周边经济情况边际上有一些上行的变化。

2. 下一个问题是降息的时点

鲍威尔在会后新闻发布会后上再次重申了利率已经达到最高点，接下来的问题就是何时降息。他明确表示3月降息不是他的基准预测。我们认为目前的就业市场仍偏强，通胀虽然好于预期但需要进一步下行。

2.1 何时降息的问题

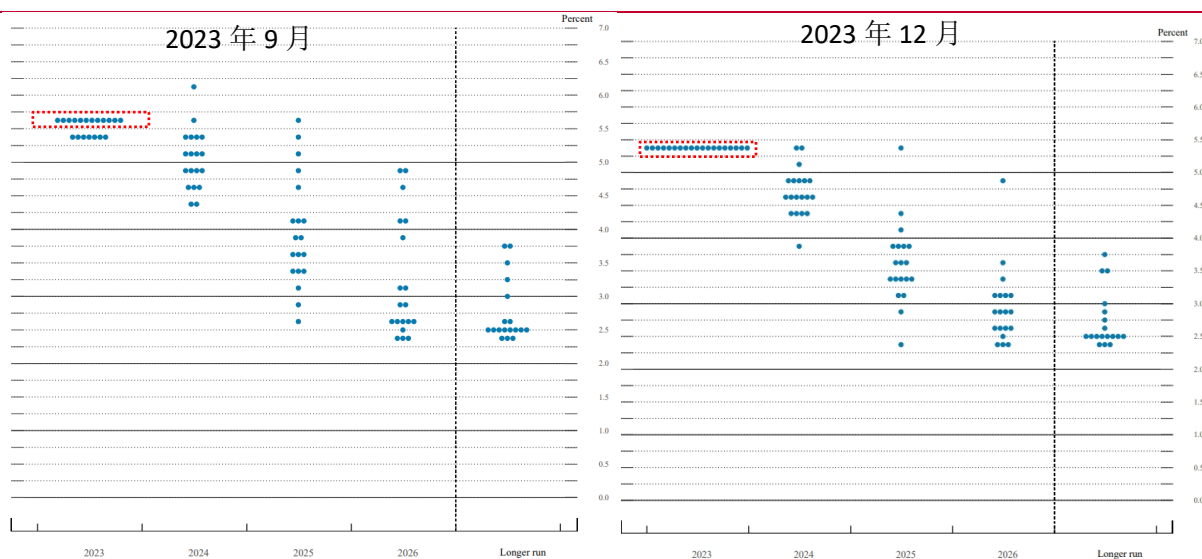
何时降息的问题是当前的主要问题。降息开启后国债利率或继续下行。

2.1.1 利率终点和降息

加息三问题中的第二个问题，利率终点的问题在12月会议有了比较明确的答案。12月点阵图显示当下的利率就是终点利率并获得了所有投票委员的支持，2024年将降息在12月点阵图也显示是共识，在9月点阵图里还有部分委员认为应该进一步加息。至于将有几次降息，仍有较多不同看法，大多数的委员认为至少会有3个25基点的降息。

1月会议不会更新点阵图，要到3月才有新的点阵图。

图表7：点阵图对比

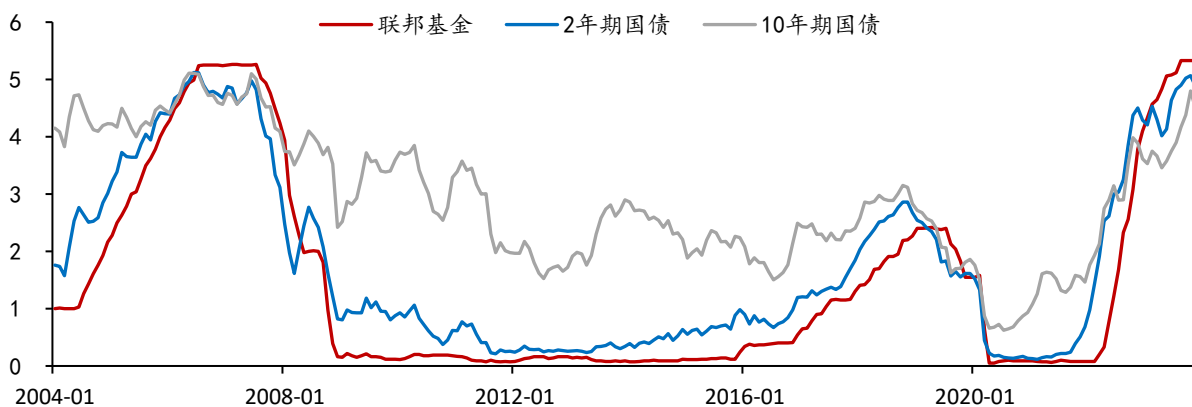


资料来源：美联储，国联证券研究所整理

2.1.2 降息的影响

对于债券市场来讲，加息的终点意味着美债或已触顶。从过去两个经济周期的经验看，2年期和10年期美国国债的高点都在美联储加息高点之前到达，值得注意的是过去两个周期中美联储的加息并没有出现加息和降息的反复转换。随着降息预期逐步加强，国债利率接下来大概率继续下行。

图表8：联邦基金利率和国债利率（%）

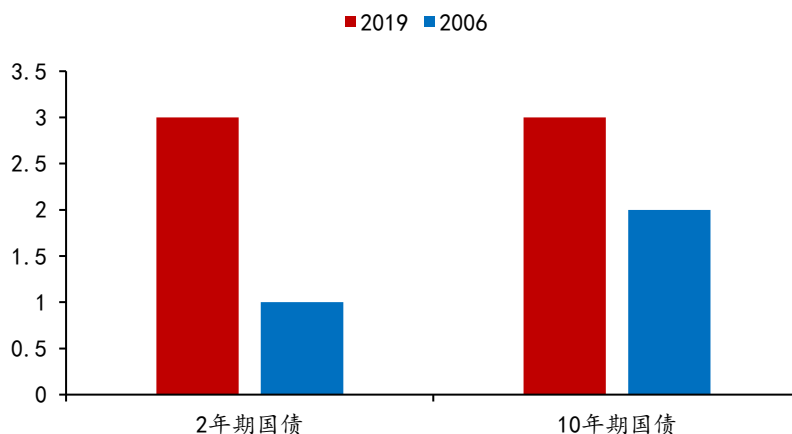


资料来源：Wind，国联证券研究所整理

在过去两个周期中，美联储加息的终点对美国国债利率的判断具有风向标意义。2019年加息周期中，2年期和10年期美国国债的高点都在联邦基金高点前的3个月；2006年加息周期中，2年期和10年期美国国债的高点分别在联邦基金高点前的1个月和2个月。

但是，如果美联储过早降息，通胀出现反复的话，美联储或可能需要面临重新加息的抉择。这就不仅涉及到加息三问题中的第二个问题，还涉及到第三个问题，高利率会持续多久的问题。美联储在降通胀没有取得确定性结果的情况下降息的概率较低。我们认为核心在于美联储需要看到通胀确定性下降才可能降息，1月会议也不断强调要“更强的通胀下行的信心”。

图表9：国债利率顶点领先联邦基金的月数

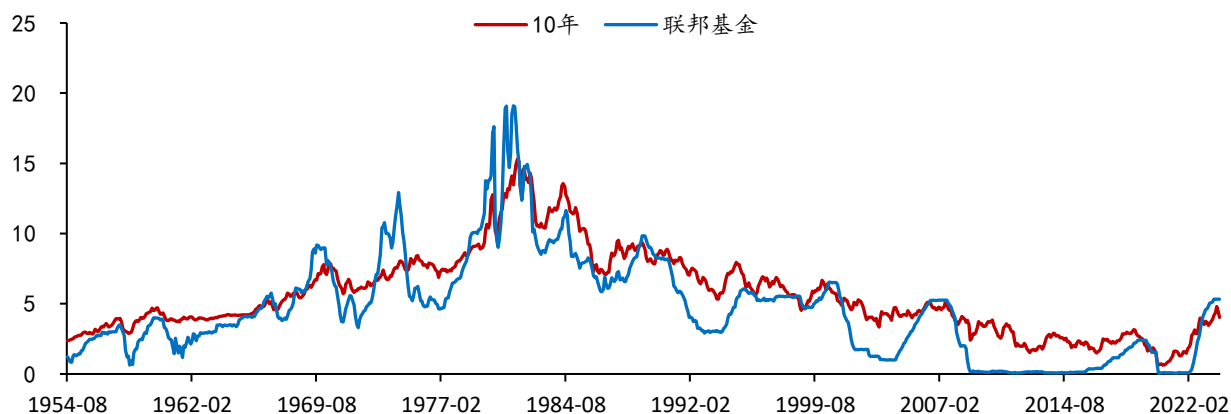


资料来源：Wind，国联证券研究所整理

另外从更长历史数据上看，除了在70年代大通胀时期联邦基金利率在较长时间内显著高于了10年期国债利率，在其他的周期里联邦基金的顶点和10年期国债利率的顶点是比较接近的。

除非通胀出现如70年代那样的完全失控，那么本轮周期里10年期国债利率的顶点或不会和联邦基金利率的顶点相差太多。政策利率也可以作为判断10年期国债利率上行的一个突破点位。

图表10: 联邦基金和10年期国债利率(%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所整理

2.2 就业通胀都略好于预期

就业市场仍偏强，通胀回落略好于预期。

2.2.1 核心 PCE 回落略超美联储的通胀预期

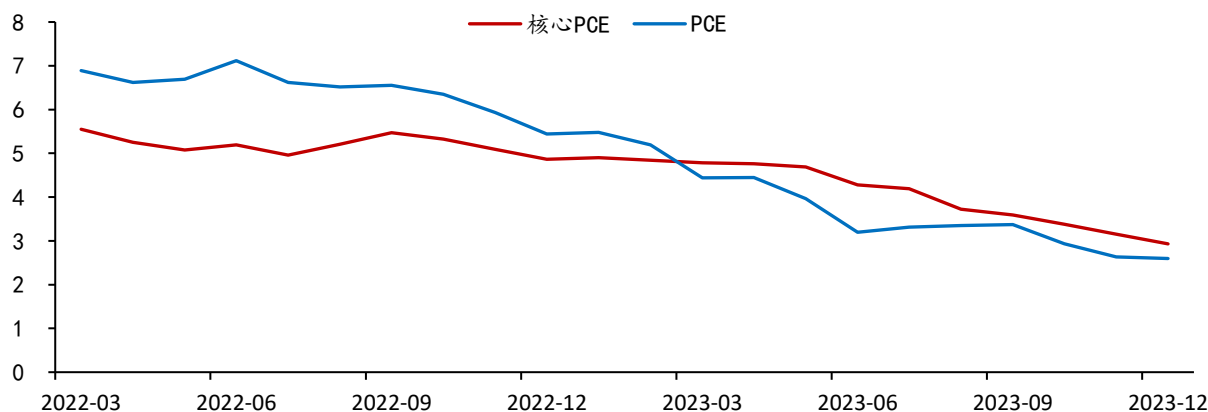
SEP 预期给出的路径是一个美国经济软着陆相当乐观的情景，虽然经济的增速略有下降，但是通胀下降更快，总体上还是在没有出现明显失业的情况下控制住了通胀，并实现了较快的经济增长。SEP 预期 2023 年核心 PCE 通胀回落到 3.2%，PCE 通胀回落到 2.8%。

图表11：FOMC 经济预期概要(SEP) 中位数

变量	2023	2024	2025	2026	长期
实际GDP	2.6%	1.4%	1.8%	1.9%	1.8%
9月会议	2.1%	1.5%	1.8%	1.8%	1.8%
失业率	3.8%	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%
9月会议	3.8%	4.1%	4.1%	4.0%	4.0%
PCE通胀	2.8%	2.4%	2.1%	2.0%	2.0%
9月会议	3.3%	2.5%	2.2%	2.0%	2.0%
核心PCE通胀	3.2%	2.4%	2.2%	2.0%	
9月会议	3.7%	2.6%	2.3%	2.0%	
政策利率	5.4%	4.6%	3.6%	2.9%	2.5%
9月会议	5.6%	5.1%	3.9%	2.9%	2.5%
注：数字颜色含义	变差	变好	不变		

资料来源：美联储，国联证券研究所整理

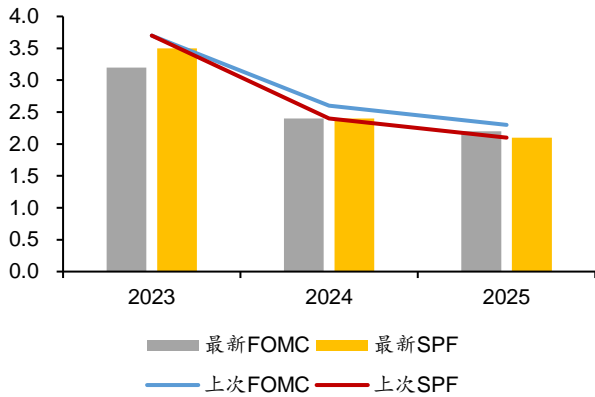
从12月份最新的数据上看，核心PCE通胀已经为2.93%，PCE通胀为2.6%，基本上接近美联储对2023年的预测，通胀的回落基本上符合预期，还略好于预期。

图表12：PCE 通胀 (%)


资料来源：Wind，国联证券研究所整理

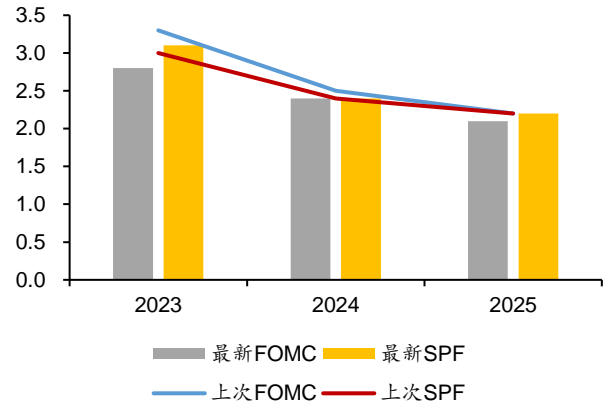
对比FOMC和专业预测者调查(Survey of Professional Forecasters)的通胀预测，前者是政策制定者的预期而后者代表了市场的预期。2023年的预测中，在PCE通胀的预测上，美联储的预测低一点点。2023年FOMC预计PCE通胀为2.8%，核心PCE通胀为3.2%；SPF预期PCE通胀为3.1%，核心PCE通胀为3.5%。2024和2025的通胀预测中，美联储预期的通胀和SPF的通胀预测更接近。

图表13: 核心 PCE 预期 (%)



资料来源: SPF, 美联储, 国联证券研究所

图表14: PCE 预期 (%)



资料来源: SPF, 美联储, 国联证券研究所

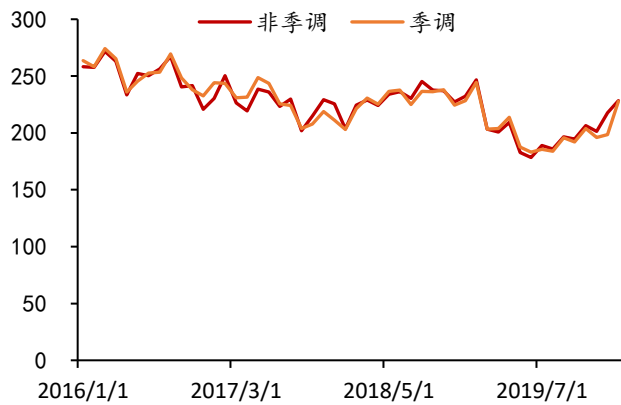
2.2.2 劳动力市场略微偏强

从同比增长的数据看, 12 月非季调的非农同比增长 288.4 万, 月均 24 万, 上月为 275.3 万; 季调同比增长 269.7 万人, 月均 22.5 万, 上月 272 万人²。同比就业增长 12 月有个明显的变化, 非季调的同比增长结束了自 2022 年 3 月开始的连续 21 个月的逐月下行, 转而出出现了较上月的增长。季调同比的增长逐渐放缓的趋势仍然在持续, 但是回落的幅度也创了 2022 年 3 月以来的最低。

疫情前同比的就业增长在 200 万到 250 万人之间, 季调同比就业增长还有约 270 万人。我们之前对同比新增就业数每个月的预测都在被上调, 反应出新增就业一直整体在超预期。目前来看, 同比新增就业可能已经触底, 这个角度数据衡量的劳动力市场的热度仍然略高于疫情前的水平。

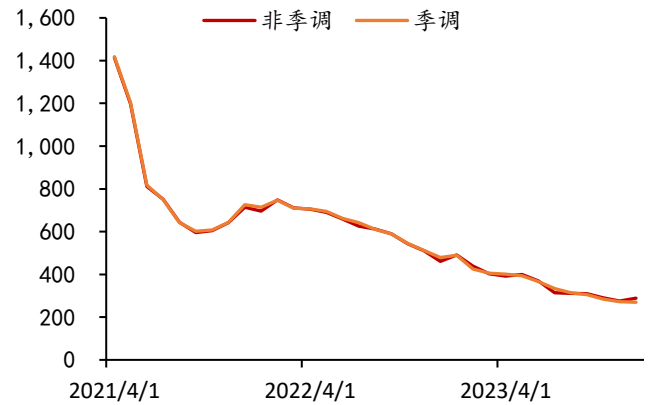
² 同比的增长不会被季节调整影响, 另外同比数据相当于考虑了 12 个月的变化, 也更不易受一两个月数据波动的影响。

图表15: 疫情前同比新增非农就业(万人)



资料来源: FRED, 国联证券研究所

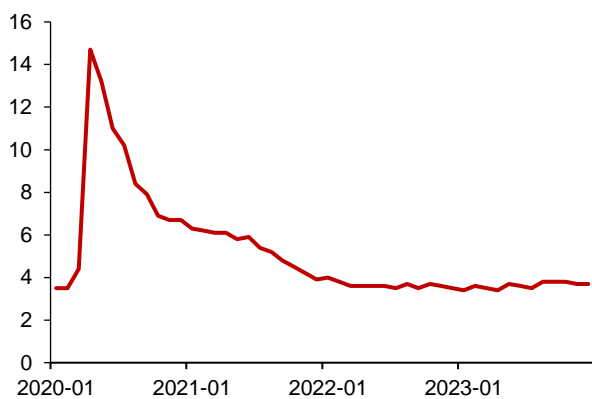
图表16: 疫情后同比新增非农就业(万人)



资料来源: FRED, 国联证券研究所

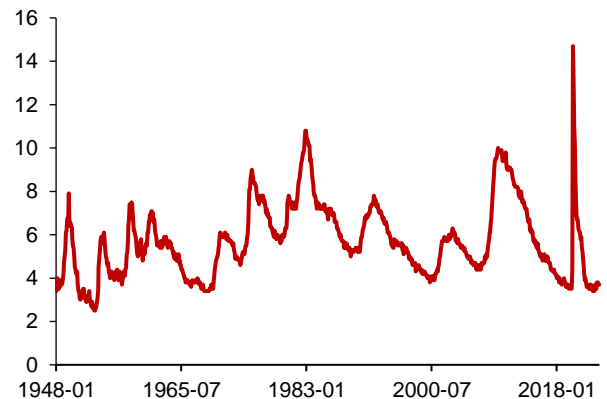
美国 12 月失业率为 3.7%，低于预期，和上月持平，预期 3.8%。失业率自 2022 年 1 月达到 4%后，已经连续 23 个月低于 4%。失业率在疫情后的 4 月上升到 14.7%的最高点，然后一路回落。SEP 预期 2023 年失业率是 3.8%。

图表17: 近 3 年美国失业率(%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

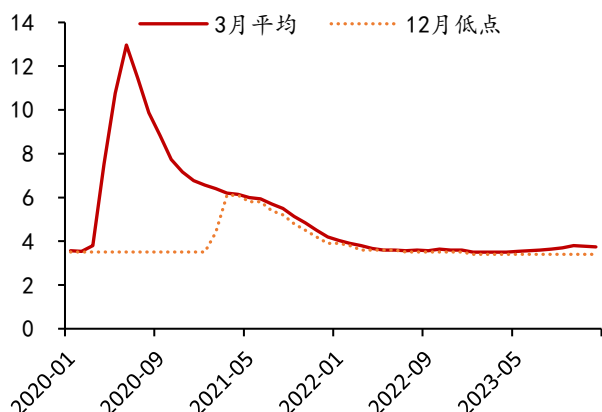
图表18: 美国历史失业率(%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

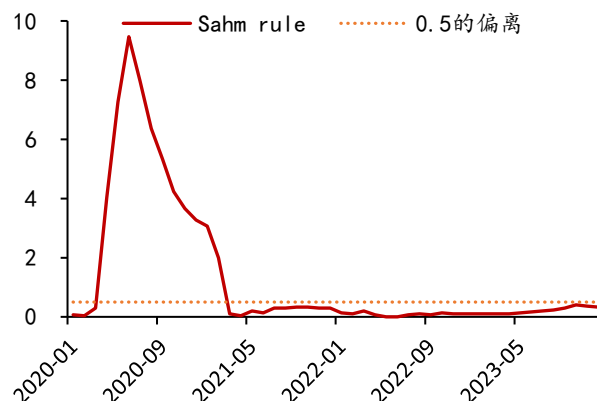
美国 12 月失业率的数据显示近 3 月的均值较近 12 个月的低点上升了 0.33%，上月是 0.37%。根据 Sahm 法则，如果这个数值超过了 0.5%时，那么经济就即将步入衰退。根据 Sahm 法则失业率维持低位让衰退的可能又小了一些。

图表19: Sahm 法则失业率平均值(%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表20: Sahm 法则



资料来源: Wind, 国联证券研究所

美国 12 月非农新增就业 21.6 万人，高于预期的 17.1 万人，几乎高于所有分析师的预期，也高于上月，上月初值 19.9 万人，修正后为 17.3 万人。

图表21: 非农就业数据的市场预期

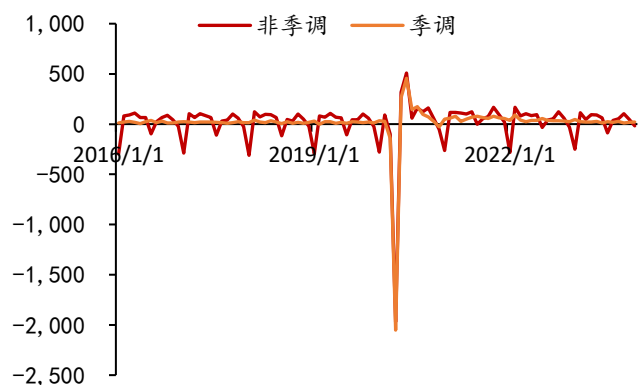
华尔街投行12月非农数据预测			
投行名称	新增就业人数	失业率	平均时薪同比
加拿大丰业银行	20万	3.80%	3.90%
摩根士丹利	18万	3.80%	3.90%
野村证券	16万	3.70%	
富国银行	17万	3.80%	/
法国兴业银行	18.5万	3.80%	/
ING	16万	3.80%	/
高盛	19万	3.70%	3.90%
杰富瑞	18.5万	3.80%	3.80%
加拿大国家银行	17.5万	3.70%	/
道明证券	18万	3.80%	3.90%
汇丰	17.5万	3.80%	3.90%
法国巴黎银行	16.5万	3.90%	3.90%
巴克莱	17.5万	3.80%	3.90%
花旗	19万	3.70%	4.00%
劳埃德银行	19万	3.70%	3.90%
美银证券	17.5万	3.70%	3.90%
桑坦德银行	19万	3.70%	/
摩根大通	14.5万	3.80%	/
德意志银行	15万	3.80%	/
瑞银	21万	3.70%	/
综合预期	17.1万	3.80%	3.90%
前值	19.9万	3.70%	4.00%

制表: 华尔街见闻

资料来源: 华尔街见闻, 国联证券研究所

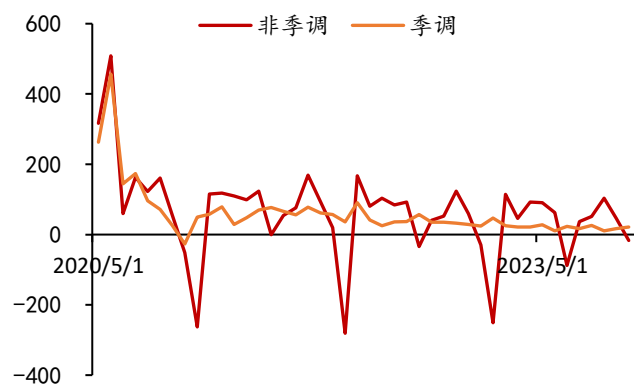
非季调的非农环比 12 月仅下降了 16.7 万，而 2022 年下降了 29.8 万，疫情前自 2019 年的前 3 年均值是下降 23.3 万人。从这几个对比来看，12 月的就业数据即使去除季节因素的影响，可能也是偏强的。

图表22：环比新增非农就业(万人)



资料来源：FRED，国联证券研究所

图表23：疫情后环比新增非农就业(万人)

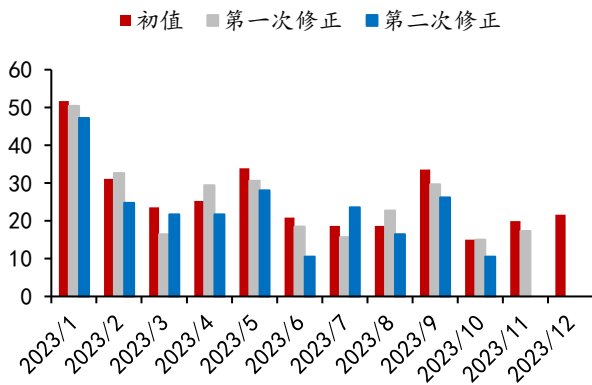


资料来源：FRED，国联证券研究所

2023 年以来新增非农第二次修正相对于初值的变化向下修正的居多，2023 年除了 7 月是向上修正，其他都是向下修正。其中 6 月份的修正幅度最大，初值是 20.9 万，而第二次修正后变成了 10.5 万，向下修正了 10.4 万。

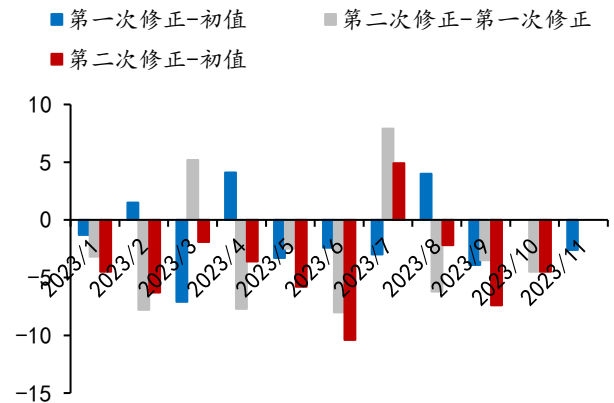
11 月的新增就业第一次修正人数也被下修了，第一次修正后变成了 17.3 万人，较初次公布下降了 2.6 万人。10 月第二次修正的数据也被下修，10 月新增就业人数下调到 10.5 万人，从初值 15 万人相比总共下调 4.5 万人。

图表24：新增非农就业(万人)



资料来源：BLS，国联证券研究所

图表25：新增非农就业变化(万人)



资料来源：BLS，国联证券研究所

JOLTS 报告也显示劳动力市场略超预期。职位空缺数 12 月较 11 月上升，又回到 900 万以上。

图表26：职位空缺数(万人)

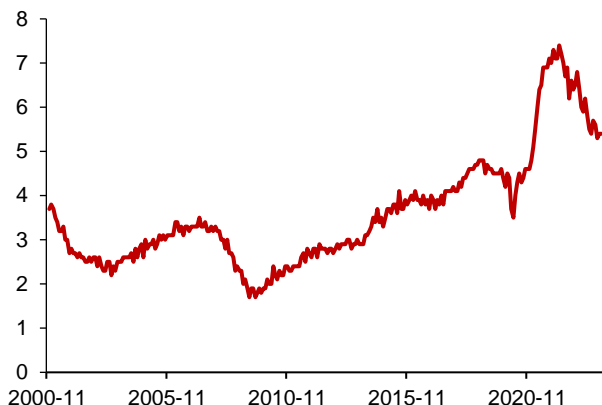


资料来源：Wind，国联证券研究所整理

总职位空缺数除以失业人数衡量的劳动力市场松紧程度 12 月较 11 月略微上升，每一个失业的人平均面对 1.44 个潜在的就业机会。2022 年初时的峰值超过 2，目前较高位明显回落。但还处于超过 2020 疫情前的经济扩张周期的位置，2020 年疫情开始前仅略高于 1.2。

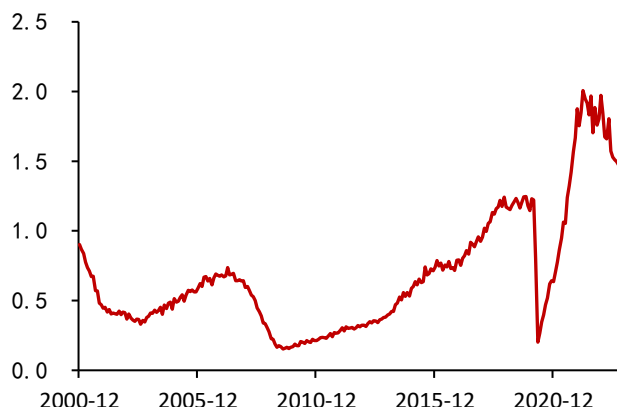
职位空缺率的数据显示就业市场也仍偏强，12 月的职位空缺率为 5.4%，和上月持平，较 2022 年 3 月的峰值 7.4% 回落了 2%。

图表27: 职位空缺率(%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表28: 空缺失业比



资料来源: Wind, 国联证券研究所

3. 缩表计划不变

3.1 缩表的表述没有变化

本次声明中有关缩表的表述并没有变化。新闻发布会上被问到关于缩表时, 鲍威尔再次明确回答缩表计划不变, 3月份会进一步讨论接下来缩表的问题。

美联储在 2022 年 5 月份会议明确了 6 月 1 日开始缩表, 以及明确了本次缩表的加速节奏。初始阶段每月最多缩减 475 亿美元, 三个月后, 每月缩减规模上限提升到 950 亿美元。如下图所示, 在 2022 年底达到最高速度。2022 年的计划最大缩表规模为 5225 亿美元, 2022 年的缩表规模大约相当于一次额外的加息, 实际的缩表规模大约为 3346 亿美元。

逐渐加速过程在 2022 年已经完成, 因此 2023 年按照最高速度缩表规模最大或将为 1.14 万亿美元。

图表29：本轮缩表在 2022 年的加速节奏计划（单位：亿美元）

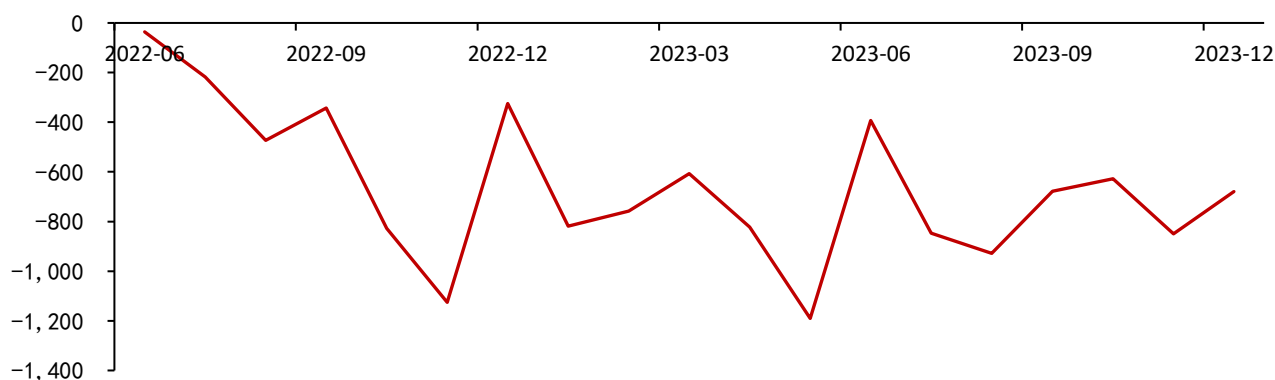
时间	国债	MBS	合计
2022年6月	300	175	475
2022年7月	300	175	475
2022年8月	300	175	475
2022年9月	600	350	950
2022年10月	600	350	950
2022年11月	600	350	950
2022年12月	600	350	950
总计	3300	1925	5225

资料来源：美联储，国联证券研究所整理

3.2 实际缩表的情况

从 2022 年 6 月起，美联储持有的证券开始逐月下降，到目前为止平均月减少 660 亿美元，2023 年全年平均月减少 767 亿美元。到 2023 年 12 月为止，美联储本轮总共的缩表规模约为 12545 亿，其中 2022 年总共缩表 3346 亿，2023 年缩表 9199 亿。

图表30：美联储本轮缩表的实际速度（单位：亿美元）



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

4. 投票情况显示暂停加息没有分歧

美联储投票没有反对者，1月份维持利率不变是委员会的共识。

4.1 本轮周期

1月暂停加息获得了全部委员的支持，本轮加息多数时候加息决策都获得了一致同意，只在2022年的3月和6月有两位委员投了反对票。2022年的3月 James Bullard 认为应该加50个基点，比实际的货币政策决定多25个基点；而2022年6月则相反，Esther George 认为应该加50个基点，比实际的货币政策决定少25个基点。

图表31：本轮周期加息的投票情况

时间	赞成	反对	利率	鲍威尔的投票	主席	反对者
2022年3月	8	1	0.25%-0.5%	赞成	鲍威尔	James Bullard
2022年5月	9	0	0.75%-1%	赞成	鲍威尔	
2022年6月	10	1	1.5%-1.75%	赞成	鲍威尔	Esther L. George
2022年7月	12	0	2.25%-2.5%	赞成	鲍威尔	
2022年9月	12	0	3%-3.25%	赞成	鲍威尔	
2022年11月	12	0	3.75%-4%	赞成	鲍威尔	
2022年12月	12	0	4.25%-4.5%	赞成	鲍威尔	
2023年3月	11	0	4.75%-5%	赞成	鲍威尔	
2023年5月	11	0	5%-5.25%	赞成	鲍威尔	
2023年6月	11	0	5%-5.25%	赞成	鲍威尔	
2023年7月	11	0	5.25%-5.5%	赞成	鲍威尔	
2023年9月	12	0	5.25%-5.5%	赞成	鲍威尔	
2023年11月	12	0	5.25%-5.5%	赞成	鲍威尔	
2023年12月	12	0	5.25%-5.5%	赞成	鲍威尔	
2024年1月	12	0	5.25%-5.5%	赞成	鲍威尔	

资料来源：美联储，国联证券研究所整理

4.1 2008年周期

2008年危机后的加息周期中的投票模式也可以明显看到共识驱动的迹象。每一次加息决策都是达到共识之后才付诸实施，无一例外，并没有出现只相差一票那样非共识驱动的投票模式。

仅仅从理论上来说，FOMC是简单多数投票制，但从实际的运行结果来看，在委员会内部是明显共识驱动。

图表32：上轮周期加息的投票情况

时间	赞成	反对	利率	鲍威尔的投票	主席	反对者
2015年12月	10	0	0.25%-0.5%	赞成	耶伦	
2016年12月	10	0	0.5%-0.75%	赞成	耶伦	
2017年3月	9	1	0.75%-1%	赞成	耶伦	Neel Kashkari
2017年6月	8	1	1%-1.25%	赞成	耶伦	Neel Kashkari
2017年12月	7	2	1.25%-1.5%	赞成	鲍威尔	Charles L. Evans; Neel Kashkari
2018年3月	8	0	1.5%-1.75%	赞成	鲍威尔	
2018年6月	8	0	1.75%-2%	赞成	鲍威尔	
2018年9月	9	0	2%-2.25%	赞成	鲍威尔	
2018年12月	10	0	2.25%-2.5%	赞成	鲍威尔	

资料来源：美联储，国联证券研究所整理

5. 风险提示

美联储紧缩超预期，地缘政治风险超预期。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
	行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
		强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼
无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼
 电话：0510-85187583

上海：上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇二座25楼
深圳：广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心大厦45楼