

利率回归正常化，加息进入“深水区”

——美联储例会点评（2022 年 12 月）

- **事件：**北京时间 12 月 15 日凌晨，联邦公开市场委员会（FOMC）公布了 2022 年第 8 次例会决议、实施细则，召开新闻发布会。美联储主席鲍威尔对本次会议决议作进一步阐释，并回答了记者的提问。

- 本次会议决议及其背后的思考。

12 月例会决定加息 50bp，联邦基金利率目标区间升至【4.25-4.5%】，与市场预期保持一致。议息决议发布后，标普 500 指数明显回撤，VIX 波动率跳升，2 年期和 10 年美债利率同步下行，反映市场风险厌恶情绪和衰退预期强化。

会议声明中关于基本面、通胀和就业的表述与 11 月完全一致。在新闻发布会中，针对 11 月 CPI 通胀超预期下降，鲍威尔表示欢迎，但强调需要“更多证据表明通胀的下行是持续的”；关于金融条件的收紧，鲍威尔强调这主要抗通胀政策的副作用，主要局限于利率敏感性部门，以安抚市场的情绪，降低波动。

- 12 月经济预测摘要及其隐含的信息。

12 月预测摘要将 2022 年实际 GDP 增速从 0.2% 提高到 0.5%，但下调了 2023 和 2024 年增速预期，前者从 1.2% 大幅下调到 0.5%，后者从 1.7% 小幅下调到 1.6%。说明，FOMC 对经济增速的担忧从 2023 年开始显现，认为经济直到 2025 年才会回到潜在增速水平。

失业率是实际 GDP 增速的“镜子”，两者反映的信息是对称的。FOMC 将 2022 年失业率预测从 3.8% 小幅下调至 3.7%，而将 2023 和 2024 年从 4.4% 提高到 4.6%，将 2025 年从 4.3% 提高到 4.5%。

进一步抬升了整体 PCE 和核心 PCE 通胀的曲线，但不改变“前高后低”的期限结构。核心通胀下行斜率较小，2023 年中位数预测从 3.1% 提高到 3.5%。

综合而言，FOMC 对 2023 年美国宏观经济的看法整体上仍处于“滞胀”象限，但相比 2022 年，“滞”有所增强，“胀”有所缓解。对应地，参会者进一步提升了 2023 年的利率中枢水平，从 9 月的 4.6% 提高到了 5.1%。这就是终点利率水平，对应的联邦基金利率的目标区间为【5.0-5.25%】，说明 2023 年还有 75bp 的加息空间。从分布上看，参会者对 5.1% 的利率水平意见较为一致。所以，基准预测是 2023 年 2 月加息 50bp，3 月加息 25bp。基本符合市场预期（CME Fed Watch）。

- 联邦基金利率已经回归正常水平，未来更需要美联储在“紧缩不足”和“紧缩过度”之间取得平衡。在未来一段时间内，物价下降得多快，就需要多关注美国经济基本面的信息，因为通胀下降的斜率约等于总需求下降的斜率。前者有助于抬升风险偏好，后者则会压制企业盈利（EPS）。所以我们认

赵伟

分析师 SAC 执业编号：S1130521120002
zhaow@gjzq.com.cn

为，与10月以来的交易逻辑不同的是，未来成长或跑赢周期价值。

风险提示：1、地缘政治冲突再起波澜；2、罢工潮加剧劳工短缺和成本上升压力；3、原油补库存；4、中国“重新开放”政策对供应链的短期扰动；

1、议息会议的决定及其背后的思考

12月例会决定加息 50bp，联邦基金利率目标区间升至【4.25-4.5%】，与市场预期一致。12月会议声明关于宏观经济运行、前瞻指引等方面表述与11月会议保持一致。声明认为，家庭支出和工业生产保持“温和增长”；通胀“仍然很高”，涨价压力来自包括食品和能源在内的广泛的商品或服务，原因依然强调与疫情引起的供求失衡，以及俄乌冲突的边际影响。虽然能源价格同比自6月触顶后持续回落，但在11月的CPI数据中，能源同比增速（13%）较历史依然处较高分位数位置，且高于食品价格同比增速（10.7%）。

图表 1: FOMC 议息会议声明比较 (6-12月)

议题	模块	具体内容	2022年12月	11月	9月	7月	6月
一	宏观经济	增长	家庭支出和生产 温和增长	家庭支出和生产 温和增长	家庭支出和生产 温和增长	家庭支出和生产 走弱	整体经济活动 有所反弹
		物价	通胀 仍然很高 ，原因：1. 与大流行有关的供需不平衡；2. 食品、能源及更广泛的价格压力；3. 俄乌战争	通胀 仍然很高 ，原因：1. 与大流行有关的供需不平衡；2. 食品、能源及更广泛的价格压力；3. 俄乌战争	通胀 仍然很高 ，原因：1. 与大流行有关的供需不平衡；2. 食品、能源及更广泛的价格压力；3. 俄乌战争	通胀 仍然很高 ，原因：1. 与大流行有关的供需不平衡；2. 食品、能源及更广泛的价格压力；3. 俄乌战争	通胀 仍然很高 ，原因：1. 与大流行有关的供需不平衡；2. 食品 、能源及更广泛的价格压力；3. 俄乌战争；4. 中国的防疫政策增加了供应链扰动
		就业	1. 就业增长 保持稳健 2. 失业率 仍然很低	1. 就业增长 保持稳健 2. 失业率 仍然很低	1. 就业增长 保持稳健 2. 失业率 仍然很低	1. 就业增长 保持稳健 2. 失业率 仍然很低	1. 就业增长 保持稳健 2. 失业率 仍然很低
二	政策决定	利率	FFR+50bp，目标利率区间提高到【4.25-4.5%】 1. IORR 提高到 4.4% 2. 隔夜回购利率提高到 4.5% ，总规模上限5,000亿； 3. 隔夜逆回购利率提高到 4.3% ，每交易方规模上限1,600亿/日	FFR+75bp，目标利率区间提高到【3.75-4%】 1. IORR 提高到 3.9% 2. 隔夜回购利率提高到 4% ，总规模上限5,000亿； 3. 隔夜逆回购利率提高到 3.8% ，每交易方规模上限1,600亿/日	FFR+75bp，目标利率区间提高到【3-3.25%】： 1. IORR 提高到 3.15% 2. 隔夜回购利率提高到 3.25% ，总规模上限5,000亿； 3. 隔夜逆回购利率提高到 3.05% ，每交易方规模上限1,600亿/日	FFR+75bp，目标利率区间提高到【2.25-2.5%】： 1. IORR 提高到 2.4% 2. 隔夜回购利率提高到 2.5% ，总规模上限5,000亿； 3. 隔夜逆回购利率提高到 2.3% ，每交易方规模上限1,600亿/日	FFR+75bp，目标利率区间提高到【1.5-1.75%】： 1. IORR 提高到 1.65% 2. 隔夜回购利率提高到 1.75% ，总规模上限5,000亿； 3. 隔夜逆回购利率提高到 1.55% ，每交易方规模上限1,600亿/日
		QT	QT，总上限 950亿美元/月 ：1. 国债减持上限为600亿/月；2. 政府机构债或MBS减持上限为350亿美元/月；	QT，总上限 950亿美元/月 ：1. 国债减持上限为600亿/月；2. 政府机构债或MBS减持上限为350亿美元/月；	QT，总上限 950亿美元/月 ：1. 国债减持上限为600亿/月；2. 政府机构债或MBS减持上限为350亿美元/月；	QT，1. 7月、8月：国债赎回上限为300亿/月，超额部分滚动购买；政府机构债或MBS赎回上限为175亿美元/月，超额部分滚动购买；2. 9月开始 ：国债赎回上限增加到600亿/月；政府机构债或MBS赎回上限为350亿/月；	开始QT ，总上限 475亿/月 ：1. 国债赎回上限为300亿/月；2. 政府机构债或MBS赎回上限为175亿美元/月；
三	前瞻指引	利率	继续加息是合理的，以到达足够紧的水平 加息节奏考虑：1. 紧缩政策的累计效应；2. 货币政策滞后效应；3. 经济、金融发展	继续加息是合理的，以到达足够紧的水平 加息节奏考虑：1. 紧缩政策的累计效应；2. 货币政策滞后效应；3. 经济、金融发展	继续加息是合理的	继续加息是合理的	继续加息是合理的
		QT	继续按计划缩表	继续按计划缩表	继续按计划缩表	继续按计划缩表	继续按计划缩表
		转向的条件	1. 任何影响货币政策目标实现的风险； 2. 广泛的信息：公共卫生状况、劳动力市场条件、通胀压力和通胀预期、金融市场和海外环境	1. 任何影响货币政策目标实现的风险； 2. 广泛的信息：公共卫生状况、劳动力市场条件、通胀压力和通胀预期、金融市场和海外环境	1. 任何影响货币政策目标实现的风险； 2. 广泛的信息：公共卫生状况、劳动力市场条件、通胀压力和通胀预期、金融市场和海外环境	1. 任何影响货币政策目标实现的风险； 2. 广泛的信息：公共卫生状况、劳动力市场条件、通胀压力和通胀预期、金融市场和海外环境	1. 任何影响货币政策目标实现的风险； 2. 广泛的信息：公共卫生状况、劳动力市场条件、通胀压力和通胀预期、金融市场和海外环境
四	投票结果	支持/反对	全票通过	全票通过	全票通过	全票通过	全票通过

来源：Fed、国金证券研究所

图表 2：12 月和 11 月声明的文本比较（详细版）

Recent indicators point to modest growth in spending and production. Job gains have been robust in recent months, and the unemployment rate has remained low. Inflation remains elevated, reflecting supply and demand imbalances related to the pandemic, higher food and energy prices, and broader price pressures.	Recent indicators point to modest growth in spending and production. Job gains have been robust in recent months, and the unemployment rate has remained low. Inflation remains elevated, reflecting supply and demand imbalances related to the pandemic, higher food and energy prices, and broader price pressures.
Russia's war against Ukraine is causing tremendous human and economic hardship. The war and related events are creating additional upward pressure on inflation and are weighing on global economic activity. The Committee is highly attentive to inflation risks.	Russia's war against Ukraine is causing tremendous human and economic hardship. The war and related events are contributing to upward pressure on inflation and are weighing on global economic activity. The Committee is 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 goals, the Committee decided to raise the target range for the federal funds rate to 3-3/4 to 4 percent. The Committee anticipates that ongoing increases in the target range will be appropriate in order to attain a stance of monetary policy that is sufficiently restrictive to return inflation to 2 percent over time. In determining the pace of future increases in the target range, 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 developments. In addition, the Committee will continue reducing its holdings of Treasury securities and agency debt and agency mortgage-backed securities, as described in the Plans for Reducing the Size of the Federal Reserve's Balance Sheet that were issued in May. The Committee is strongly committed to returning inflation to its 2 percent objective.	The Committee seeks to achieve maximum employment and inflation at the rate of 2 percent over the longer run. In support of these goals, the Committee decided to raise the target range for the federal funds rate to 4-1/4 to 4-1/2 percent. The Committee anticipates that ongoing increases in the target range will be appropriate in order to attain a stance of monetary policy that is sufficiently restrictive to return inflation to 2 percent over time. In determining the pace of future increases in the target range, 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 developments. In addition, the Committee will continue reducing its holdings of Treasury securities and agency debt and agency mortgage-backed securities, as described in the Plans for Reducing the Size of the Federal Reserve's Balance Sheet that were issued in May. 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 public health, labor market conditions, inflation pressures and inflation expectations, and financial and international developments.	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 public health, 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; Lael Brainard; James Bullard; Susan M. Collins; Lisa D. Cook; Esther L. George; Philip N. Jefferson; Loretta J. Mester; and Christopher J. Waller.	Voting for the monetary policy action were Jerome H. Powell, Chair; John C. Williams, Vice Chair; Michael S. Barr; Michelle W. Bowman; Lael Brainard; James Bullard; Susan M. Collins; Lisa D. Cook; Esther L. George; Philip N. Jefferson; Loretta J. Mester; and Christopher J. Waller.

来源：美联储、国金证券研究所

在新闻发布会中，鲍威尔对基本面、劳动力市场、通货膨胀和金融条件做了进一步阐述，强调需要更多证据以考察通胀下行的持续性。经济增速相比 2021 年的高增长继续放缓，支出和生产温和增长，住房部门明显走弱，企业固定资产投资也面临压力；即使如此，由于劳动力市场依然处于供不应求的结构性失衡状态，就业增速依然稳健，主要原因仍在于供给不足，体现在劳动参与率至今仍为回升到疫情前的水平；通胀方面，针对 11 月 CPI 通胀超预期下降，鲍威尔表示欢迎，但强调需要“更多证据表明通胀的下行是持续的”；金融条件明显收紧，但强调这主要抗通胀政策的副作用，主要局限于利率敏感性部门，以安抚市场的情绪。

图表 3：鲍威尔新闻发布会演说内容的比较（6-12月）

日期	会议	具体内容	2022年12月	11月	9月	7月	6月
一	鲍威尔新闻发布会	增长	1. GDP增速： 从去年的快速增长中明显放缓； 2. 支出和收入： 温和增长（部分反映了实际可支配收入的减少和金融条件的收紧）； 3. 失业率： 明显下降（主要反映抵押贷款利率上升）； 4. 企业盈利： 持平上季和产出增长放缓带来的压力。	1. GDP增速： 从去年的快速增长中明显放缓； 2. 支出和收入： 温和增长（部分反映了实际可支配收入的减少和金融条件的收紧）； 3. 失业率： 明显下降（主要反映抵押贷款利率上升）； 4. 企业盈利： 持平上季和产出增长放缓带来的压力。	1. GDP增速： 放缓； 2. 支出和收入： 温和增长（部分反映了实际可支配收入的减少和金融条件的收紧）； 3. 失业率： 明显下降（主要反映抵押贷款利率上升）； 4. 企业盈利： 持平上季和产出增长放缓带来的压力。	1. 支出和收入： 明显放缓（部分反映了实际可支配收入的减少和金融条件的收紧）； 2. 失业率： 明显下降（部分反映了较高的抵押贷款利率）； 3. 企业盈利： 持平上季和产出增长放缓带来的压力。	1. GDP增速： 明显放缓（部分反映了经济活动有所下降）； 2. 支出和收入： 明显放缓； 3. 失业率： 明显下降； 4. 企业盈利： 持平上季和产出增长放缓带来的压力。
	鲍威尔新闻发布会	通胀	1. 通胀水平： 仍然远高于我们2%的长期目标，CPI下降过快，但通胀压力依然强劲； 2. 通胀压力： 在广泛的商品和服务价格上涨；俄乌战争； 3. 通胀预期： 在广泛的商品和服务价格上涨；俄乌战争； 4. 通胀预期： 在广泛的商品和服务价格上涨；俄乌战争；	1. 通胀水平： 仍然远高于我们2%的长期目标，CPI下降过快，但通胀压力依然强劲； 2. 通胀压力： 在广泛的商品和服务价格上涨；俄乌战争； 3. 通胀预期： 在广泛的商品和服务价格上涨；俄乌战争； 4. 通胀预期： 在广泛的商品和服务价格上涨；俄乌战争；	1. 通胀水平： 仍然远高于我们2%的长期目标，CPI下降过快，但通胀压力依然强劲； 2. 通胀压力： 在广泛的商品和服务价格上涨；俄乌战争； 3. 通胀预期： 在广泛的商品和服务价格上涨；俄乌战争； 4. 通胀预期： 在广泛的商品和服务价格上涨；俄乌战争；	1. 通胀水平： 仍然远高于我们2%的长期目标，CPI下降过快，但通胀压力依然强劲； 2. 通胀压力： 在广泛的商品和服务价格上涨；俄乌战争； 3. 通胀预期： 在广泛的商品和服务价格上涨；俄乌战争； 4. 通胀预期： 在广泛的商品和服务价格上涨；俄乌战争；	1. 通胀水平： 仍然远高于我们2%的长期目标，CPI下降过快，但通胀压力依然强劲； 2. 通胀压力： 在广泛的商品和服务价格上涨；俄乌战争； 3. 通胀预期： 在广泛的商品和服务价格上涨；俄乌战争； 4. 通胀预期： 在广泛的商品和服务价格上涨；俄乌战争；
	鲍威尔新闻发布会	就业	通胀：保持谨慎， 仍然非常谨慎，失业率处于50年来的最低水平，职位空缺仍然很高，工资增长也很快，工资增长的压力依然存在； 2. 通胀压力： 在广泛的商品和服务价格上涨；俄乌战争； 3. 通胀预期： 在广泛的商品和服务价格上涨；俄乌战争； 4. 通胀预期： 在广泛的商品和服务价格上涨；俄乌战争；	通胀：保持谨慎， 仍然非常谨慎，失业率处于50年来的最低水平，职位空缺仍然很高，工资增长也很快，工资增长的压力依然存在； 2. 通胀压力： 在广泛的商品和服务价格上涨；俄乌战争； 3. 通胀预期： 在广泛的商品和服务价格上涨；俄乌战争； 4. 通胀预期： 在广泛的商品和服务价格上涨；俄乌战争；	通胀：保持谨慎， 仍然非常谨慎，失业率处于50年来的最低水平，职位空缺仍然很高，工资增长也很快，工资增长的压力依然存在； 2. 通胀压力： 在广泛的商品和服务价格上涨；俄乌战争； 3. 通胀预期： 在广泛的商品和服务价格上涨；俄乌战争； 4. 通胀预期： 在广泛的商品和服务价格上涨；俄乌战争；	通胀：保持谨慎， 仍然非常谨慎，失业率处于50年来的最低水平，职位空缺仍然很高，工资增长也很快，工资增长的压力依然存在； 2. 通胀压力： 在广泛的商品和服务价格上涨；俄乌战争； 3. 通胀预期： 在广泛的商品和服务价格上涨；俄乌战争； 4. 通胀预期： 在广泛的商品和服务价格上涨；俄乌战争；	通胀：保持谨慎， 仍然非常谨慎，失业率处于50年来的最低水平，职位空缺仍然很高，工资增长也很快，工资增长的压力依然存在； 2. 通胀压力： 在广泛的商品和服务价格上涨；俄乌战争； 3. 通胀预期： 在广泛的商品和服务价格上涨；俄乌战争； 4. 通胀预期： 在广泛的商品和服务价格上涨；俄乌战争；
	鲍威尔新闻发布会	金融条件	金融条件有所收紧，但通胀压力依然强劲，我们仍保持谨慎； 金融条件有所收紧，但通胀压力依然强劲，我们仍保持谨慎；	金融条件有所收紧，但通胀压力依然强劲，我们仍保持谨慎； 金融条件有所收紧，但通胀压力依然强劲，我们仍保持谨慎；	金融条件有所收紧，但通胀压力依然强劲，我们仍保持谨慎； 金融条件有所收紧，但通胀压力依然强劲，我们仍保持谨慎；	金融条件有所收紧，但通胀压力依然强劲，我们仍保持谨慎； 金融条件有所收紧，但通胀压力依然强劲，我们仍保持谨慎；	金融条件有所收紧，但通胀压力依然强劲，我们仍保持谨慎； 金融条件有所收紧，但通胀压力依然强劲，我们仍保持谨慎；
	鲍威尔新闻发布会	政策利率	FED-50bp，目标利率区间提高到【4.25-4.75】	FED-50bp，目标利率区间提高到【4.25-4.75】	FED-50bp，目标利率区间提高到【4.25-4.75】	FED-50bp，目标利率区间提高到【4.25-4.75】	FED-50bp，目标利率区间提高到【4.25-4.75】
二	鲍威尔新闻发布会	资产负债表	资产负债表有所扩张，但通胀压力依然强劲，我们仍保持谨慎； 资产负债表有所扩张，但通胀压力依然强劲，我们仍保持谨慎；	资产负债表有所扩张，但通胀压力依然强劲，我们仍保持谨慎； 资产负债表有所扩张，但通胀压力依然强劲，我们仍保持谨慎；	资产负债表有所扩张，但通胀压力依然强劲，我们仍保持谨慎； 资产负债表有所扩张，但通胀压力依然强劲，我们仍保持谨慎；	资产负债表有所扩张，但通胀压力依然强劲，我们仍保持谨慎； 资产负债表有所扩张，但通胀压力依然强劲，我们仍保持谨慎；	资产负债表有所扩张，但通胀压力依然强劲，我们仍保持谨慎； 资产负债表有所扩张，但通胀压力依然强劲，我们仍保持谨慎；
	鲍威尔新闻发布会	立场 / 意图	1. 政策利率： 保持谨慎，仍然非常谨慎，失业率处于50年来的最低水平，职位空缺仍然很高，工资增长也很快，工资增长的压力依然存在； 2. 通胀压力： 在广泛的商品和服务价格上涨；俄乌战争； 3. 通胀预期： 在广泛的商品和服务价格上涨；俄乌战争； 4. 通胀预期： 在广泛的商品和服务价格上涨；俄乌战争；	1. 政策利率： 保持谨慎，仍然非常谨慎，失业率处于50年来的最低水平，职位空缺仍然很高，工资增长也很快，工资增长的压力依然存在； 2. 通胀压力： 在广泛的商品和服务价格上涨；俄乌战争； 3. 通胀预期： 在广泛的商品和服务价格上涨；俄乌战争； 4. 通胀预期： 在广泛的商品和服务价格上涨；俄乌战争；	1. 政策利率： 保持谨慎，仍然非常谨慎，失业率处于50年来的最低水平，职位空缺仍然很高，工资增长也很快，工资增长的压力依然存在； 2. 通胀压力： 在广泛的商品和服务价格上涨；俄乌战争； 3. 通胀预期： 在广泛的商品和服务价格上涨；俄乌战争； 4. 通胀预期： 在广泛的商品和服务价格上涨；俄乌战争；	1. 政策利率： 保持谨慎，仍然非常谨慎，失业率处于50年来的最低水平，职位空缺仍然很高，工资增长也很快，工资增长的压力依然存在； 2. 通胀压力： 在广泛的商品和服务价格上涨；俄乌战争； 3. 通胀预期： 在广泛的商品和服务价格上涨；俄乌战争； 4. 通胀预期： 在广泛的商品和服务价格上涨；俄乌战争；	1. 政策利率： 保持谨慎，仍然非常谨慎，失业率处于50年来的最低水平，职位空缺仍然很高，工资增长也很快，工资增长的压力依然存在； 2. 通胀压力： 在广泛的商品和服务价格上涨；俄乌战争； 3. 通胀预期： 在广泛的商品和服务价格上涨；俄乌战争； 4. 通胀预期： 在广泛的商品和服务价格上涨；俄乌战争；
三	鲍威尔新闻发布会	政策利率	继续加息	继续加息	继续加息	继续加息	继续加息
	鲍威尔新闻发布会	资产负债表	继续按计划扩张	继续按计划扩张	继续按计划扩张	继续按计划扩张	继续按计划扩张
四	鲍威尔新闻发布会	资产负债表	继续按计划扩张	继续按计划扩张	继续按计划扩张	继续按计划扩张	继续按计划扩张
	鲍威尔新闻发布会	资产负债表	继续按计划扩张	继续按计划扩张	继续按计划扩张	继续按计划扩张	继续按计划扩张

来源：Fed、国金证券研究所

2、经济预测摘要及其隐含的信息

FOMC 每年会发布 4 次经济预测摘要（SEP），分别对应着季末的例会。值得注意的是，SEP 是一种“有条件预测”，即当宏观经济在预测的轨道上运行时，“合宜的政策利率”是多少，并不代表实际的路径。但它可以提供参照系，例如当未来实际的通胀率低于预期、实际失业率高于预期，或经济增速弱于预期时，合宜的政策利率可能会调整到什么水平——预测摘要提供了一个中枢。

图表 4：FOMC12 月例会经济预测摘要

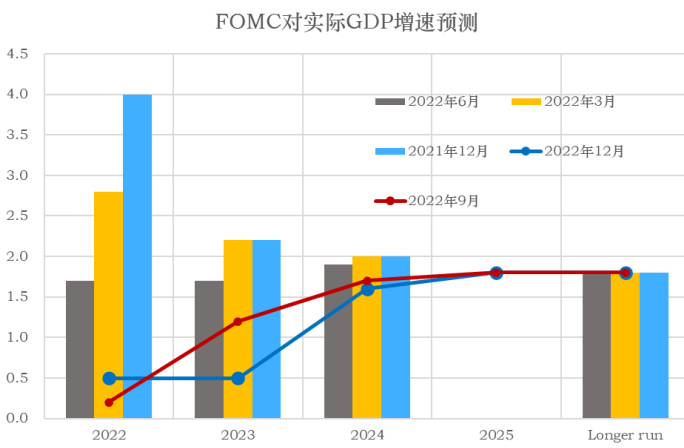
变量	中位数预测					中间区域（剔除首尾3项）					预测范围（全部参与者）				
	2022	2023	2024	2025	长期	2022	2023	2024	2025	长期	2022	2023	2024	2025	长期
实际GDP增速	0.5	0.5	1.6	1.8	1.8	0.4-0.5	0.4-1.0	1.3-2.0	1.6-2.0	1.7-2.0	0.2-0.5	-0.5-1.0	0.5-2.4	1.4-2.3	1.6-2.5
9月预测	0.2	1.2	1.7	1.8	1.8	0.1-0.3	0.5-1.5	1.4-2.0	1.6-2.0	1.7-2.0	0.0-0.5	-0.3-1.9	1.0-2.6	1.4-2.4	1.6-2.2
失业率	3.7	4.6	4.6	4.5	4	3.7	4.4-4.7	4.3-4.8	4.0-4.7	3.8-4.3	3.7-3.9	4.0-5.3	4.0-5.0	3.8-4.8	3.5-4.8
9月预测	3.8	4.4	4.4	4.3	4	3.8-3.9	4.1-4.5	4.0-4.6	4.0-4.5	3.8-4.3	3.7-4.0	3.7-5.0	3.7-4.7	3.7-4.6	3.5-4.5
PCE通胀	5.6	3.1	2.5	2.1	2	5.6-5.8	2.9-3.5	2.3-2.7	2.0-2.2	2	5.5-5.9	2.6-4.1	2.2-3.5	2.0-3.0	2
9月预测	5.4	2.8	2.3	2	2	5.3-5.7	2.6-3.5	2.1-2.6	2.0-2.2	2	5.0-6.2	2.4-4.1	2.0-3.0	2.0-2.5	2
核心PCE通胀	4.8	3.5	2.5	2.1	2	4.7-4.8	3.2-3.7	2.3-2.7	2.0-2.2	2	4.6-5.0	3.0-3.8	2.2-3.0	2.0-3.0	2
9月预测	4.5	3.1	2.3	2.1	2	4.4-4.6	3.0-3.4	2.2-2.5	2.0-2.2	2	4.3-4.8	2.8-3.5	2.0-2.8	2.0-2.5	2
预测的合宜的政策利率路径															
联邦基金利率	4.4	5.1	4.1	3.1	2.5	4.4	5.1-5.4	3.9-4.9	2.6-3.9	2.3-2.5	4.4	4.9-5.6	3.1-5.6	2.4-5.6	2.3-3.3
9月预测	4.4	4.6	3.9	2.9	2.5	4.1-4.4	4.4-4.9	3.4-4.4	2.4-3.4	2.3-2.5	3.9-4.6	3.9-4.9	2.6-4.6	2.4-4.6	2.3-3.0

来源：Fed、国金证券研究所

FOMC 对经济增速的担忧从 2023 年开始显现，认为经济直到 2025 年才会回到潜在增速水平。与 9 月相比，12 月预测将 2022 年实际 GDP 增速从 0.2% 提高到 0.5%，但下调了 2023 和 2024 年增速预期，前者从 1.2% 大幅下调到 0.5%，后者从 1.7% 小幅下调到 1.6%。2025 年增速和长期增速（即自然增长率）保持不变。这说明，在美国经济复苏的内生动能不断消退、全球总需求下滑，以及紧缩的货币政策的累计效应和滞后效应逐步显现的情况下，美联储比较担心 2023 年的经济。这是维持物价稳定必要的代价，也体现了美联储抗通胀的决心。

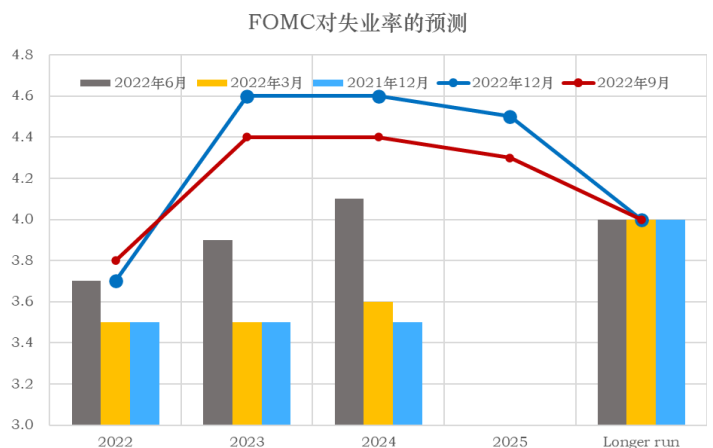
失业率是实际 GDP 增速的“镜子”，两者反映的信息是对称的。FOMC 将 2022 年失业率预测从 3.8% 小幅下调至 3.7%，而将 2023 和 2024 年从 4.4% 提高到 4.6%，将 2025 年从 4.3% 提高到 4.5%。长期水平维持在 4%。截止到 2022 年底，美国劳动力市场供不应求的矛盾仍为明显缓解，工资增速虽然高点已过，但仍明显高于疫情之前的水平，支撑着非住房类核心服务的通胀。抬高失业率预测的中枢，使短期失业率超过长期水平（即自然失业率），也反映出美联储提高了对失业率上行的容忍度。

图表 5：5 次预测摘要中 GDP 增速路径的比较



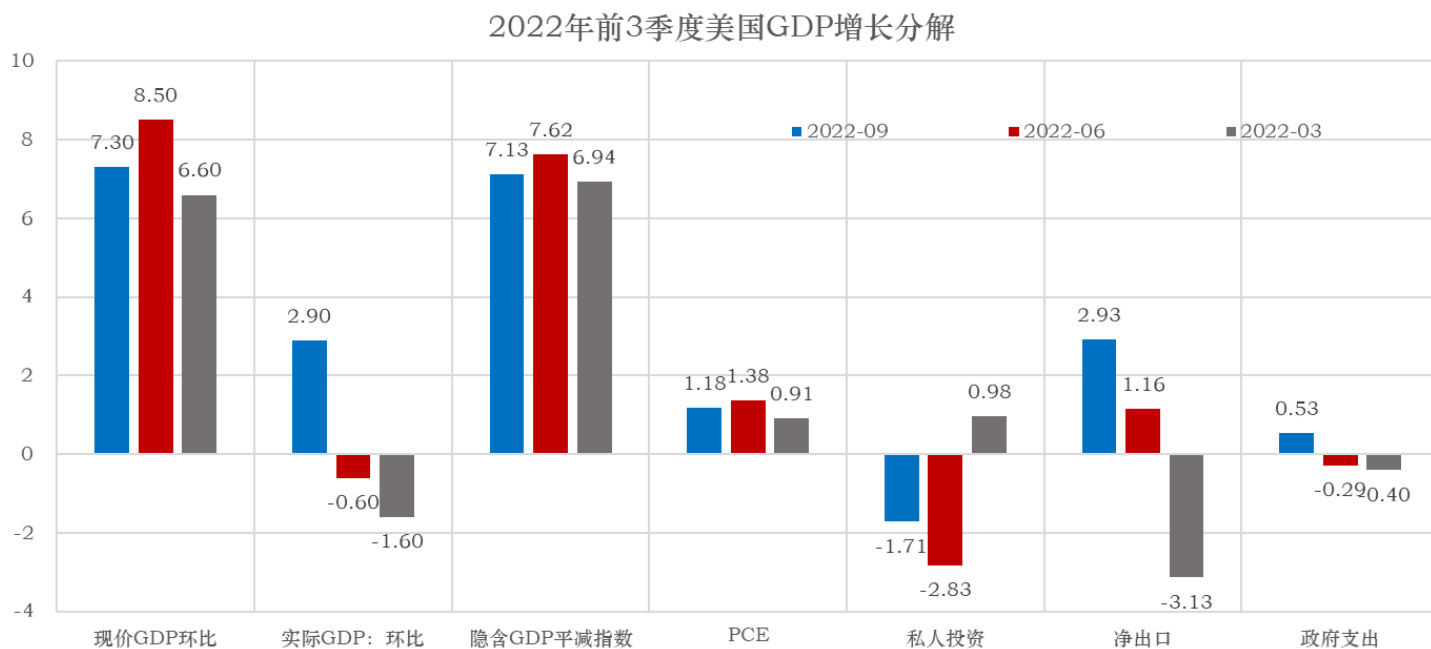
来源：Fed、国金证券研究所

图表 6：5 次预测摘要中失业率路径的比较



来源：Fed、国金证券研究所

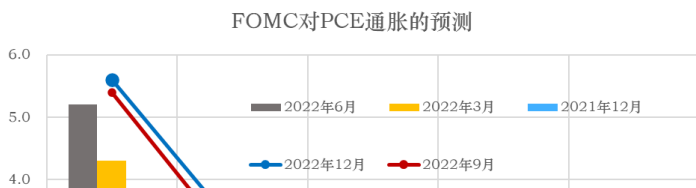
图表 7: 2022 年前 3 季度美国 GDP 增长的分解



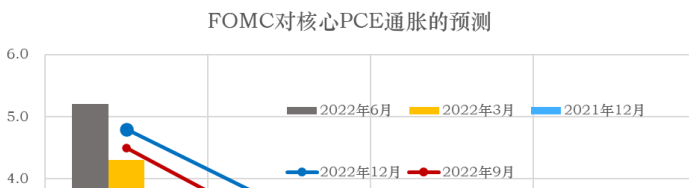
来源: Fed、国金证券研究所

12月预测进一步抬升了整体PCE和核心PCE通胀的曲线,但不改变“前高后低”的期限结构。核心通胀下行斜率较小,2023年中位数预测从3.1%提高到3.5%。2022年PCE通胀从9月的5.4%上升到5.6%,比10月PCE同比增速低0.4个百分点(6%),表明FOMC认为年内通胀会继续下行,也符合市场一致预期。2023年、2024年和2025年PCE预测的中值分别为3.1%、2.5%和2.1%,较9月预测分别提高了0.3、0.2和0.1个百分点。长期预测维持在2%目标水平。核心PCE通胀的预测路径也有所抬升,其下降的斜率明显小于整体PCE,2023年中枢从9月的3.1%上升到了3.5%。

图表 8: 5 次预测摘要中 PCE 通胀路径的比较



图表 9: 5 次预测摘要中核心 PCE 通胀路径的比较



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_50213

