

实际加息结束可能领先点阵图指引

——美联储12月议息会议传递的信息

核心观点

12月美联储加息50BP，鲍威尔态度比市场预期更为鹰派但整体基调未出现明显偏离。结合美联储今夜的政策表态，当前点阵图隐含的利率路径是：1月末议息会议继续加息50BP，3月加息25BP；此后相机抉择，或是5月加息25BP并在年末启动降息，或是将利率水平维持至年底保持不变。我们认为联储实际加息周期的结束可能领先于点阵图指引，主要压力源自于欧洲金融稳定因素的制约。

□ 美联储加息50BP，鲍威尔态度比市场预期更为鹰派但整体基调未出现明显偏离利率区间方面，美联储加息50BP将基准利率区间上调至4.25%-4.5%区间，符合市场与我们预期。缩表方面，美联储将按950亿美元/月的原定计划继续执行。

会后声明中，鲍威尔对未来加息节奏进行指引：一是下一次加息幅度仍将相机抉择，当前无法进行明确指引。二是利率的峰值存在进一步上调的可能性，当前的关注点不在加息速度而在加息的持续性。三是指出在通胀回落至2%的趋势绝对明确之前，美联储不会选择降息。

整体来看，我们认为鲍威尔本次议息会议的态度相较市场预期更为鹰派但整体基调并未出现明显偏离（详见下文），符合我们在前期报告《通胀压力连续缓解，加息路径逐步清晰》中的判断。各类资产价格在会议期间均保持宽幅震荡，截至报告时，10年美债利率小幅回落至3.5%以下；美股小幅下跌，纳指和道指跌幅均不足-0.5%；金价小幅回落。

□ 2023年GDP预期下修，通胀仍上修但幅度年内最低说明通胀回归联储预测框架增长预测方面，2022年GDP增速预测由前次预测的0.2%小幅上修至0.5%，但对应2023年、2024年的增长预期全都进一步下修，分别为0.5%和1.6%（前值分别为1.2%和1.7%）。基于利率将持续位于限制性区的政策预期，联储认为未来的衰退风险将有所增加，实现软着陆的路径有所“收窄”。

通胀预测方面，2022年PCE预测由前次的5.4%进一步小幅上调至5.6%，2023、2024年末的预期相较前值也分别上修0.3%和0.2%。这一调整一方面固然说明通胀粘性仍然较强，另一方面本次上修幅度也是年内最小的一次，说明通胀已脱离年内此前的失控状态，逐渐回归联储的预测框架。从鲍威尔前期讲话来看，美联储当前对通胀的关注点主要集中在“住房以外的核心服务”分项，该分项的压力主要源自于工资增速，我们已于前期报告进行测算，预计2023年Q2美国劳动力市场才会出现明显降温，届时工资增速回落以及核心服务降温可能开始加速。

失业率方面，美联储对年末的就业市场仍然保持乐观，认为失业率将在年底维持在3.7%，但2023年将突破政策阈值并可能在年末升至4.6%。我们认为：当前岗位空缺数仍然较高对就业市场依然有保护作用，预计2023年Q2起就业市场的恶化速度可能逐步加剧，失业率届时可能突破4.5%。

□ 点阵图较市场预期小幅上修，隐含路径2023年至少仍有2次加息

11月美国CPI数据公布后，联邦基金利率期货市场再次对加息路径进行了修正。本月议息会议前预期为：2023年1、3月各自加息25BP，利率终点预期为4.75%-5%，此后加息周期将正式结束并在2023年Q3启动降息周期。最终12月点阵图公布，对应2023年末利率水平为5-5.25%，小幅高于市场会前预期但并未出现明显偏离。结合美联储今夜的政策表态，我们认为当前点阵图隐含的利率路径是：1月末议息会议继续加息50BP，3月加息25BP；此后相机抉择，或是5月加息25BP并在年末启动降息，或是将利率水平维持至年底保持不变。

□ 预计加息周期结束领先点阵图，金融稳定踩刹车&就业恶化+通胀回落打转向灯我们认为联储实际加息周期的结束可能领先于点阵图指引，1月末议息会议再度加息50BP后本轮加息周期可能就此结束。原因在于：

分析师：李超

执业证书号：S1230520030002

lichao1@stocke.com.cn

分析师：林成炜

执业证书号：S1230522080006

linchengwei@stocke.com.cn

相关报告

我们认为 2023 年 Q1 末欧债风险爆发的概率较高，欧债风险如果爆发，美国金融稳定压力将受明显扰动，压力将不仅局限在部分债务压力国的主权债，美国持有的欧洲企业债同样将面临较大的下跌压力。从风险敞口规模看，截至 2021 年末，从欧元区 19 国看，美国共计持有欧债 8555 亿美元，占美国持有所有海外债券头寸的 20%。此外，欧洲银行体系自身资产质量的恶化形成的流动性挤兑也可能拖累作为其交易对手的美国金融机构。**金融稳定的压力可能倒逼联储在 2023 年 3 月不再加息。2023 年 3 月起的政策指引以及 2023 年 Q2 点阵图中（例如在点阵图中下修 2024 或 2025 年的远期政策预期）可能逐步出现较为明确的宽松预期，主要驱动因素源自就业数据恶化速度加快以及通胀水平回落至政策利率以下（详细请参考前期报告《万里风云，峰回路转》）。**

缩表方面，拐点将滞后于利率政策出现，不排除缩表延续 2023 全年但对流动性影响有限。我们曾于前期报告进行详细测算，预计 2023 财年美国 1 年期以下短债供给规模为 8056 亿美元，可以虹吸隔夜逆回购（ONRRP）中的流动性释出并对缩表形成对冲。考虑到缩表对市场的影响相对较小其拐点或将滞后于利率政策出现，一方面可以继续发挥压制通胀的作用（美联储工作论文曾进行测算，2.5 万亿美元的缩表规模相当于加息 56BP 的政策效果；对 10 年期美债收益率期限溢价的影响约为 60BP），另一方面也可以为未来的宽松赚取政策空间。

□ 未来利率下行过程中可能存在震荡反复，美元走势仍需关注欧债压力变化

美债方面，近期 10 年期美债利率回落至 3.5% 以下已经兑现我们前期关于美债利率见顶的判断，但未来利率在回落的过程中仍可能出现震荡、反弹。**一是**通胀仍有不确定性，在罢工等潜在风险的制约下通胀的回落未必一帆风顺。**二是**当前通胀绝对水平仍然较高（且仍然高于政策利率），如果利率回落过快或被联储纠偏。

美股方面，美股盈利端下行压力仍然有待释放，美股短期仍有下行空间。2023 年 Q1 后伴随流动性转向我们认为美股将迎来上行拐点。

美元方面，未来欧洲情况演变仍是关键变量。短期来看，欧债压力仍有进一步加剧风险，一旦危机爆发，美元仍可能在 2023 年 Q1 进一步反弹向 120 冲高。

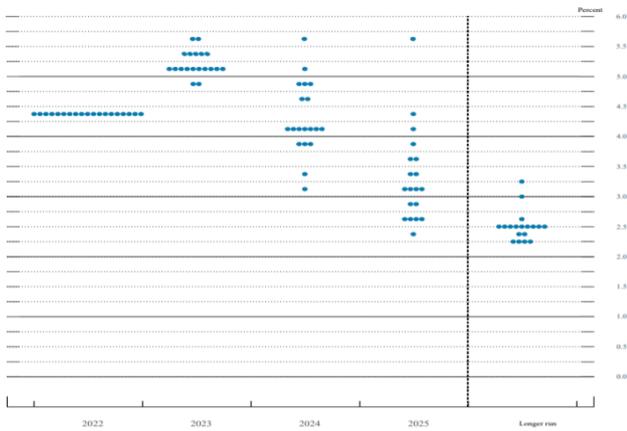
黄金方面，我们认为当前黄金具有较高配置价值，欧债潜在压力将利多黄金，主要源于避险逻辑（从 2010 年经验来看，美元、黄金两大避险资产在欧债危机期间均有较好表现）；未来全球央行转向宽松驱动实际利率回落也将对黄金形成提振。

□ 风险提示

欧洲主权债务压力超预期；美国通胀超预期恶化

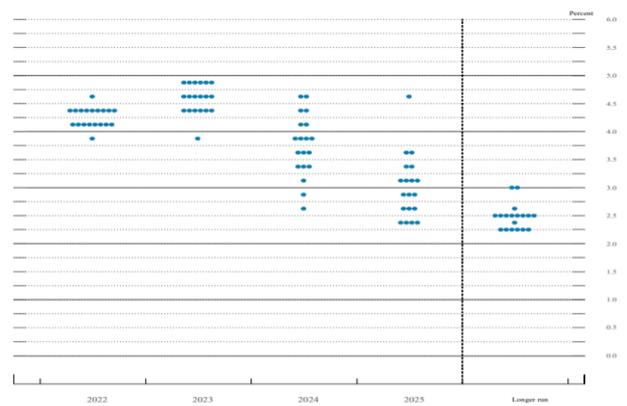
1.重要图表

图1：12月美联储点阵图



资料来源：美联储，浙商证券研究所

图2：9月美联储点阵图



资料来源：美联储，浙商证券研究所

表1：美联储下修2023年经济增长预期，上修通胀预期（%）

		2022	2023	2024	长期
实际 GDP 增长	22 年 12 月预测	0.5	0.5	1.6	1.8
	22 年 09 月预测	0.2	1.2	1.7	1.8
失业率	22 年 12 月预测	3.7	4.6	4.6	4.5
	22 年 09 月预测	3.8	4.4	4.4	4.3
PCE	22 年 12 月预测	5.6	3.1	2.5	2.1
	22 年 09 月预测	5.4	2.8	2.3	2.0
核心 PCE	22 年 12 月预测	4.8	3.5	2.5	2.1
	22 年 09 月预测	4.5	3.1	2.3	2.1

资料来源：美联储，浙商证券研究所

表2：美国主体跨境持有欧债的规模及占比情况（亿欧元）

发行国家	总持有量	债券发行主体				
		银行	其他金融机构	其他	政府	非金融机构
奥地利	149.99	9.78	55.09	55.09	46.68	38.43
比利时	119.95	4.64	1.8	1.8	69.41	44.09
塞浦路斯	7.67	0.28	0.01	0.01	6.76	0.62
爱沙尼亚	0.48	0	0	0	0	0.48
芬兰	150.85	37.37	53.77	53.77	36.3	23.41
法国	2169.03	608.35	512.26	512.26	541.94	506.48
德国	1037.91	446.18	34.95	34.95	357.55	199.24
希腊	24.41	0.16	0.03	0.03	23.74	0.48
爱尔兰	1193.23	7.79	574.04	574.04	28.85	582.55
意大利	547.31	150.6	15.78	15.78	301.44	79.49
拉脱维亚	0.98	0	0	0	0.98	0

