

## 2022年12月美联储议息会议解读

### 降息梦醒

#### 证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号  
S1060520090001  
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

#### 研究助理

范城恺 一般证券从业资格编号  
S1060120120052  
FANCHENGKAI146@pingan.com.cn  
李泉剑 一般证券从业资格编号  
S1060122030023  
LIXIAOJIAN257@pingan.com.cn



#### 事项:

美国时间2022年12月14日,美联储公布12月FOMC会议声明及经济预测,加息幅度由11月的75BP降至50BP。会议声明公布和媒体采访后,市场出现一定波动:10年美债利率小幅下行,尾盘收于3.49%;美股三大股指在会议声明后跳水,并在鲍威尔讲话期间出现大幅震荡,纳指、标普500和道指分别收跌0.76%、0.61%和0.42%;美元指数小幅下行,最终收于103.63。

#### 平安观点:

- **货币政策与声明:** 加息方面,会议宣布上调联邦基金利率50bp,至4.25-5.0%目标区间。这一节奏符合11月初议息会议以来CME利率期货市场预期以及9月美联储点阵图的指引。缩表方面,美联储将维持原有计划,即每月被动缩减600亿美元国债和350亿美元机构债券和MBS。美联储在12月的声明与11月相比几乎没有变化。
- **经济预测:** 1) **经济增长方面**,美联储对明年的经济形势预期更为悲观,大幅下调了2023年实际GDP增速0.7个百分点至0.5%; 2) **就业方面**,美联储认为加息对就业市场的冲击会更明显,且可能持续更久; 3) **通胀方面**,美联储进一步上调了对今明两年的通胀预期,并认为核心通胀将保持更强的“粘性”,这意味着美联储对通胀的看法较9月更为悲观; 4) **利率与点阵图方面**,超过半数委员认为2023年政策利率应至少达到5.0-5.25%,超过1/3的委员甚至认为至少应达到5.25-5.5%或更高。同时,委员们对2024年的政策利率水平也出现了全面的上调,相当于再次重申了此前鲍威尔“未来利率将更高,持续时间将更久”的表述。
- **鲍威尔讲话:** 总的来说,鲍威尔延续了11月议息会议的政策立场,即美联储不会过早放松政策。其对加息终点的描述,继续使用了“足够限制性”。同时,再次强调加息还有“很长一段路要走”,会尽量保持限制性的利率水平较长时间。鲍威尔称,未来几次会议的加息幅度仍不确定,但较为明确地表示2023年可能不会降息。
- **美联储“转鹰”的背后:** 我们认为,12月美联储议息会议发出“鹰派信号”,主要是由于通胀的“魅影”并未完全消散。一方面,能源价格回落是美国通胀形势缓和的主要原因,但当前原油市场供需的紧张状况实际上并未得到明显改善。另一方面,美国核心通胀回落较慢,住房租金、服务通胀等仍存在一定“粘性”。另外,美联储不愿意看到金融状况过度宽松,因为这可能会削弱货币政策的效果。在此背景下,未来一段时间,美债利率和美元指数或维持高位运行,美股短期或难大幅回暖。
- **风险提示:** 美国通胀超预期、经济下行超预期、货币政策超预期等。

美国时间 2022 年 12 月 14 日，美联储公布 12 月 FOMC 会议声明及经济预测，加息幅度由 11 月的 75BP 降至 50BP。但点阵图暗示 2023 年利率终点超过 5%，高于会议前的 CME 市场预期。最新经济预测进一步下调了 2023 年经济增速预期、上调失业率预期，说明美国经济“软着陆”的空间更加逼仄。美联储主席鲍威尔在记者会上进一步释放“鹰派”信号，强调加息还有“很长一段路要走”，会尽量保持足够限制性的利率水平较长时间，更是较为明确地表示 2023 年可能不会降息，以期打消市场的“降息梦”。另外，鲍威尔的讲话也透露出，美联储不愿意看到金融状况过度宽松，因为这可能会削弱货币政策的效果。在此背景下，未来一段时间，美债利率和美元指数或维持高位运行，美股短期或难大幅回暖。

### 1. 货币政策：加息幅度放缓至 50BP

美联储 2022 年 12 月议息会议声明，宣布上调联邦基金利率 50BP 至 4.25-4.50% 目标区间。这一节奏符合 11 月初议息会议以来 CME 利率期货市场预期以及 9 月美联储点阵图的指引。同时，为配合新的联邦基金利率区间，美联储同时上调了其多个政策利率：1) 将存款准备金利率由 3.9% 上调至 4.4%；2) 将隔夜回购利率由 4.0% 上调至 4.5%；3) 将隔夜逆回购利率由 3.8% 上调至 4.3%；4) 将一级信贷利率由 4.0% 上调至 4.5%。缩表方面，美联储将维持原有计划，即每月被动缩减 600 亿美元国债和 350 亿美元机构债券和 MBS。

图 1 美联 联储 2022 年 12 月和 11 月议息会议声明比较

2022 年 12 月美联储 FOMC 声明
<p>美联储已做出以下决定，以实施联邦公开市场委员会在 2022 年 12 月 14 日的声明中宣布的货币政策立场：</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>■ 美联储系统理事会一致投票决定将准备金余额支付的利率提高至 <del>3.9%</del><b>4.4%</b>，自 2022 年 12 月 15 日起生效。</li> <li>■ 作为其政策决定的一部分，联邦公开市场委员会投票授权和指示纽约联邦储备银行的公开市场服务台，除非另有指示，否则根据以下国内政策在系统公开市场账户中执行交易指示：             <ul style="list-style-type: none"> <li>■ "自 2022 年 12 月 15 日起，联邦公开市场委员会指示：                 <ul style="list-style-type: none"> <li>● 必要时进行公开市场操作，以将联邦基金利率维持在 <del>3-3/4</del> 至 <del>4%</del><b>4-1/4 至 4-1/2%</b> 的目标范围内。</li> <li>● 进行隔夜回购协议操作，最低投标利率为 <del>4%</del><b>4.5%</b>，总操作限额为 5000 亿美元；主席可酌情暂时增加总操作限额。</li> <li>● 以 <del>3.8%</del><b>4.3%</b> 的发行利率和每天 1600 亿美元的每个交易对手限额进行隔夜逆回购协议操作；主席可酌情暂时提高每个交易对手的限额。</li> <li>● 在拍卖中展期美联储持有的每个日历月到期的美国国债的本金支付金额，只针对每月超过 600 亿美元的部分。赎回不超过此上限的国库券，以及在息票本金支付低于每月上限的情况下赎回国库券。</li> <li>● 将每个日历月收到的美联储持有的机构债务和机构 MBS 的本金支付金额再投资到机构 MBS，只针对每月超过 350 亿美元的部分。</li> <li>● 如果出于运营原因需要，允许适度偏离规定的再投资金额。</li> <li>● 必要时参与美元展期和息票掉期交易，以促进美联储机构 MBS 交易的结算。。"</li> </ul> </li> </ul> </li> <li>■ 在一项相关行动中，美联储系统理事会一致投票批准将初级信贷利率提高 <del>1/2</del> 个百分点至 <b>4.5%</b>，自 2022 年 12 月 15 日起生效。</li> </ul>

资料来源: iFinD, 美联储, 平安证券研究所

美联储在 12 月声明中，有关经济和通胀的表述相较 11 月声明几乎没有变化，仍然强调当前美国通胀很高，地缘冲突对通胀的影响未散，而美联储仍坚定承诺 2% 的通胀目标，继而选择继续大幅加息。同时，美联储在 12 月的声明中同样保留了在 11 月时增加的“美联储预计仍将继续加息，以达到‘足够限制性 (sufficiently restrictive)’水平使通胀重回 2% 的目标”以及“在确定今后的加息速度时，委员会将考虑货币政策的累积紧缩、货币政策对经济和通胀的滞后影响、以及经济和金融发展状况”等表述。仅有的一处改动是，美联储将俄乌冲突对通胀的影响由“带来额外的上行压力 (creating additional upward

pressure) 调整为“加剧了上行压力 (contributing to upward pressure)”。做出这一调整的背景可能是，近期能源价格明显回落，国际油价已降至俄乌冲突前水平。

图表2 美联储 2022 年 12 月和 11 月议息会议声明原文比较

2022 年 12 月美联储 FOMC 声明 (中文)	2022 年 12 月美联储 FOMC 声明 (英文)
<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 最近的支出和生产指标温和增长。近几个月就业增长强劲，失业率保持在较低水平。通货膨胀仍然很高，反映了与大流行、食品和能源价格上涨和以及更广泛的价格压力相关的供需失衡。</li> <li>■ 俄罗斯对乌克兰的战争正在造成巨大的人类和经济困难。战争和相关事件对通胀造成了正在给通胀带来额外<b>加剧通胀</b>的上行压力，并对给全球经济活动造成了带来压力。委员会高度关注通胀风险。</li> <li>■ 该委员会的目标是在较长时期内以 2% 的增长率实现最大的就业率和通货膨胀率。为支持这些目标，委员会决定将联邦基金利率的目标范围提高至 <b>4.25-4.5%</b>，并预计目标范围的持续增加将是适当的，以实现货币政策的立场，使其具有足够的限制性，使通货膨胀率随着时间的推移回到 2%。在确定目标利率范围今后增加的速度时，委员会将考虑到货币政策的累积紧缩、货币政策对经济活动和通货膨胀的滞后影响、以及经济和金融发展。此外，委员会将继续减少其持有的国债和机构债务以及机构抵押贷款支持证券，如 5 月份发布的缩减美联储资产负债表规模的计划所述。委员会坚定地致力于将通货膨胀率恢复到 2% 的目标。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 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.</li> <li>■ Russia's war against Ukraine is causing tremendous human and economic hardship. The war and related events are <del>creating additional</del> <b>contributing to</b> upward pressure on inflation and are weighing on, global economic activity. The Committee is highly attentive to inflation risks.</li> <li>■ 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 <b>4-1/4 to 4-1/2</b> 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.</li> </ul>

资料来源: iFinD, 美联储, 平安证券研究所

## 2. 经济预测：更弱的“软着陆”，更高的“利率顶”

美联储 2022 年 12 月发布的经济预测 (SEP)，与 9 月预测相比：

- 1) 经济增长方面，小幅上调 2022 年实际 GDP 增速至 0.5%，但大幅下调 2023 年实际 GDP 增速 0.7 个百分点至 0.5%。同时，将 2024 年实际 GDP 增速小幅下调至 1.6%，并预计长期经济增速保持 1.8% 不变。总的来说，美联储对明年的美国经济形势更加悲观，但能预计能实现正增长，且加息的“滞后作用”也可能更加明显。
- 2) 就业方面，小幅下调 2022 年失业率预测 0.1 个百分点至 3.7%，但对 2023、2024、2025 年的失业率均上调了 0.2 个百分点，即美联储认为未来三年内，美国失业率仍将高于长期失业率水平的 4%。换言之，美联储认为加息对就业市场的

冲击会更明显，且可能持续更久。

3) 通胀方面，进一步上调 2022 年 PCE 同比增速预测 0.2 个百分点至 5.6%，上调同期核心 PCE 同比增速 0.3 个百分点至 4.8%；同时分别上调 2023 年 PCE 和核心 PCE 通胀率 0.3 和 0.4 个百分点，至 3.1%和 3.5%；仍然预计 2024 年及以后 PCE 通胀率可回归至 2%左右的目标水平。我们认为，与 9 月相比，目前美联储对通胀的预期更加悲观，且认为核心通胀将保持更强的“粘性”。

图表3 2022 年 12 月美联储经济预测

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	
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

图表4 2022 年 9 月美联储经济预测

Variable	Median <sup>1</sup>				
	2022	2023	2024	2025	Longer run
Change in real GDP	0.2	1.2	1.7	1.8	1.8
June projection	1.7	1.7	1.9		1.8
Unemployment rate	3.8	4.4	4.4	4.3	4.0
June projection	3.7	3.9	4.1		4.0
PCE inflation	5.4	2.8	2.3	2.0	2.0
June projection	5.2	2.6	2.2		2.0
Core PCE inflation <sup>4</sup>	4.5	3.1	2.3	2.1	
June projection	4.3	2.7	2.3		
Memo: Projected appropriate policy path					
Federal funds rate	4.4	4.6	3.9	2.9	2.5
June projection	3.4	3.8	3.4		2.5

资料来源: 美联储 (2022.12.14), 平安证券研究所

资料来源: 美联储 (2022.9.21), 平安证券研究所

4) 利率与点阵图方面，委员们对未来两年的政策利率预期出现了明显的上调。与 9 月的分歧不同，本次会议全部委员认为 12 月应加息 50BP，以在 2022 年末将联邦基金目标利率中值提升至 4.4%。同时，2023 年政策利率将进一步升至 5.1%，2024 年和 2025 年或降息至 4.1%和 2.9%，即预计未来几年政策利率水平显著高于 2.5%的长期预测水平。2022 年 12 月点阵图显示，超过半数委员认为 2023 年政策利率应至少达到 5.0-5.25%，超过 1/3 的委员甚至认为 2023 年政策利率至少应达到 5.25-5.5%或更高，而即使是最为“鸽派”的委员也认为，2023 年政策利率将提升至 4.75-5.0%。这意味着明年的加息幅度至少为 75BP；同时，委员们对 2024 年的政策利率水平也出现了全面的上调，预测中值由 9 月的 3.9% 提升至 12 月的 4.1%，相当于再次重申了此前鲍威尔“未来利率将更高,持续时间将更久”的表述。

图表5 美联储点阵图：2022 年 12 月与 9 月比较



资料来源: iFinD, 美联储, 平安证券研究所

值得一提的是，美联储对 2023 年的利率预测高于会议前的 CME 市场预期。截至 12 月 13 日（美联储会议前），在 11 月 CPI 同比超预期回落的推动下，CME 利率期货预计 2023 年加息至 5.00-5.25% 及以上的概率不到 50%；但美联储的点阵图显示，19 位委员中有 17 位支持加息到这一水平或更高。我们的基准预期是，2023 年美联储仍将执行 3-4 次 25BP 的加息，使终端利率达到 5 或 5.25%，最后一次加息或在二季度，并在下半年维持终端利率不变。

#### 4. 鲍威尔讲话：打消 2023 年降息预期

鲍威尔在声明发布半小时后发表讲话并接受采访。总的来说，鲍威尔延续了 11 月议息会议的政策立场，即美联储不会过早放松政策。其对加息终点的描述，继续使用了“足够限制性”。同时，再次强调加息还有“很长一段路要走”，会尽量保持限制性的利率水平较长时间。鲍威尔称，未来几次会议的加息幅度仍不确定，但较为明确地表示 2023 年可能不会降息。

具体来看：

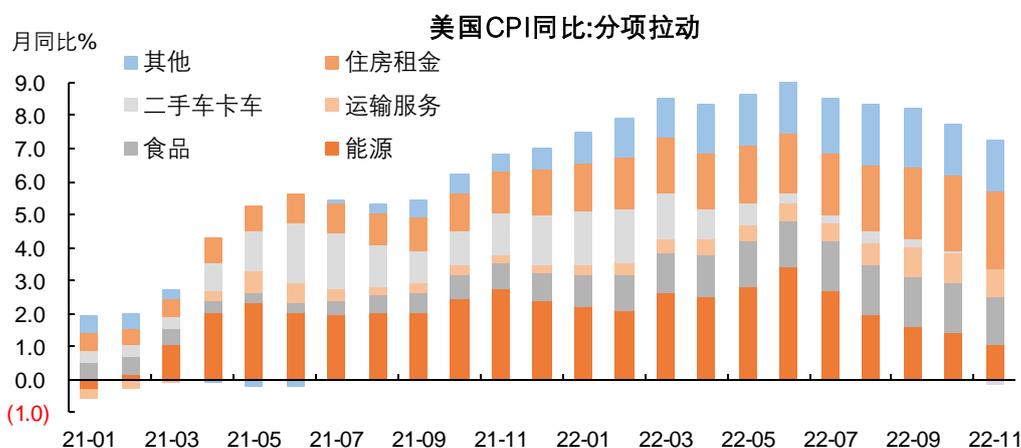
- 1) **关于金融状况。**有记者开场问，11 月会议以来金融状况有了明显的改善，如长端美债收益率大幅回落、股市反弹等。这一系列现象是否将成为美联储货币政策的阻碍？美联储又将如何应对这些情况？鲍威尔称，在抗击通胀的过程中，金融市场对货币政策的充分反应至关重要。在过去一年里，金融状况已经明显收紧，货币政策已经通过金融渠道起到一定作用。同时，金融状况不仅反映了当前的货币政策操作，也反映了市场对未来政策的预期。鲍威尔补充，美联储目前关注的并非短期行动，而是更具持续性的行动。目前金融状况并不是特别紧张，这也是美联储在 SEP 中上调终点利率的原因之一。
- 2) **关于通胀。**在开场白中，鲍威尔再次重申了通胀对于美国民众的损害，以及美联储抗击通胀的决心。而后续的答记者问中，鲍威尔对当前美国的通胀形势做出了简要的分析：首先，近期美国商品通胀已经开始缓和，主要原因在于供应链改善与需求回落使得商品市场的供需缺口缩窄；其次，当前美国的住房通胀非常高，并且由于租房合同的签订具有滞后性，房租的调整仍将持续较长时间，这使得短时间内住房通胀仍将保持高位；最后，非住房核心服务方面，主要受到工资影响，而当前劳动力市场供需仍不匹配，职位空缺较高，工资上涨压力犹存，这部分通胀也有持续的动力。鲍威尔同时表示，美联储观察到了近两个月来通胀的回落，但目前核心 CPI 仍在 6% 的高位，这意味着美联储还有“很长的一段路要走”。总的来看，鲍威尔认为当前美国通胀形势“喜忧参半”，而“忧”的部分仍占据更大比例。
- 3) **关于就业与衰退。**有记者问，SEP 中预测明年美国将实现 0.5% 左右的经济增长，但这一水平并不高，且明年的失业率将明显回升，二者共同出现的情况为何不能称之为衰退？鲍威尔称，从增长的角度来说，正如 SEP 中预测的，今明两年美国仍有望实现 0.5% 左右的实际增长，这与衰退并不相符（衰退往往对应着经济的负增长）；从就业的角度来看，许多分析表明当前美国的自然失业率可能已经抬升，4.5% 左右的失业率对应的就业市场可能仍是比较强劲的。有记者问，“软着陆”是否还有希望？鲍威尔称仍有实现的可能性。
- 4) **关于加息及加息路径。**鲍威尔在开场陈述中，仍然沿用了此前“足够限制性”（sufficiently restrictive）的表述来描述政策利率目标水平。有记者问到后续的加息路径以及何时停止加息？鲍威尔再次重申了目前加息速度已经不再重要，更重要的问题已经是终点利率的位置以及持续时间，而后续的加息路径仍取决于经济数据，直到未来某一时间点足够多的证据表明通胀已经切实回落，才会考虑降息。有“新美联储通讯社”之称的 Nick Timiraos 问道，刚刚提到将在每次会议做出决定，并关注货币政策的滞后影响，这是否意味着从下次会议开始，美联储将每次加息 25BP，直至接近终点利率？鲍威尔称，这种说法大体正确，当前以更缓慢的步伐加息确实是更合适的，美联储将会更好的平衡当前所面临的风险。但正如我之前所强调的，未来的加息幅度仍取决于后续的通胀及经济形势。这也意味着，在下次议息会议上仍然存在继续加息 50BP 的可能性。有记者直接问道，目前已有关于明年转为宽松的预期，如何看待这一观点？鲍威尔称，目前美联储只关心终端利率，并没有考虑过降息。历史经验告诉我们不要转向过早。换言之，只有在委员会确信通胀会以持续的方式下降到 2% 的水平之后，才会开始考虑降息。根据 12 月 SEP 的预测，2023 年将不会有降息。
- 5) **关于中国经济重启。**有记者问，如何看待近期中国防疫政策的优化？这将会给美国经济带来正面（如供应链缓解）还是负面（如大宗商品价格反弹）的影响？鲍威尔表示，中国在全球经济中至关重要，但目前很难评估中国经济重启对美国的影响。

## 5. 美联储“转鹰”的背后

我们认为，12月美联储议息会议发出“鹰派信号”，主要是由于通胀的“魅影”并未完全消散。近几个月来，美国通胀形势出现缓和，CPI同比增速连续两个月出现超预期下行，但正如鲍威尔在记者会中提到的，当前没有充分的证据证明美国通胀压力已明显缓解。

一方面，能源价格回落是美国通胀形势缓和的主要原因，但当前原油市场供需的紧张状况实际上并未得到明显改善。11月美国CPI同比增速回落0.6个百分点，其中能源项的贡献就达到了0.35个百分点。而若将视角拉长，能源价格回落对通胀的下拉作用则更加明显：今年6月至11月，美国CPI同比从高点已回落2.0个百分点，而其中能源项的贡献更是达到了2.3个百分点。不过，目前美国原油产能恢复缓慢、OPEC+可能采取进一步行动阻止油价过快降温、中国经济重启带来需求回暖等因素，均使得原油价格走势的不确定性增强。（参考报告《弱需求驱动油价创年内新低》）

图表6 能源价格回落是近期美国CPI回落的主要驱动力



资料来源: Wind, 平安证券研究所

另一方面，美国核心通胀回落较慢，住房租金、服务通胀等仍存在一定“粘性”。中长期看，美国CPI通胀率与工资水平保持着较好的同步性。短期看，工资的上漲或滞后于物价，涨幅也可能较CPI更加温和，体现出工资变化的粘性。这也意味着，未来即便CPI增速下行，工资增速的放缓或相对滞后。而工资增速的韧性也可能反方向对冲物价的下行。而房租价格的变动一般滞后与房价变化12-18个月，美国标普20城房价指数同比增速于今年4月触顶，这意味着美国房租的回落至少要等到明年年中。总的来看，至少在2023上半年，美国通胀仍将存在一定的“粘性”。我们的基准预测显示，2023上半年，即使在最乐观的估计下，美国CPI同比仍可能保持在3%以上的高位运行。

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\\_50215](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_50215)

