

美联储“紧缩退坡”正式确立，但利率终值仍将超 5%

——美联储 12 月货币政策会议点评与展望

研究发展部分析师 白雪 李晓峰

事件：北京时间 12 月 15 日周四凌晨，美联储联邦公开市场委员会发布最新的利率决议，将联邦基金利率区间上调 50 个基点至 4.25%-4.50%，符合市场预期。美联储同时宣布继续按照设定的路径展开缩表操作。虽然本次会议出现了加息速度的拐点，但政策声明几乎没有任何变化，仅将 11 月声明中的俄乌冲突“创造了额外的通胀上行压力”改为“增进通胀上行压力”。

会后公布的利率点阵图出现进一步出现抬高的倾向。在 9 月预期中，所有委员对本轮加息的峰值利率预期均低于 5%，但在 12 月预期中，除了 2 名委员外，所有人都将终值利率点在 5% 上方。从中值预期的角度来看，FOMC 对于终值利率的预期从三个月前的 4.6% 升至 5.1%，意味着后续可能还有 75 个基点的加息，之后在 2024 和 2025 年分别降息 1 个百分点。

会后也公布了美联储的宏观经济预测数据，延续了“失业率、通胀上修，经济增速下修”的节奏。其中虽然今年的实际 GDP 中值预期有所上升，2023 年美国经济增长预期从 1.2% 下降至 0.5%，同时将核心 PCE 通胀数据预期上调至 3.5%。

会后鲍威尔暗示明年的利率水平将高于投资者的预期，他指出，10 月和 11 月通胀数据显示通胀录得“可喜的下降”，但还需要更多通胀下降的证据，FOMC 继续认为通胀风险倾向于上升。鲍威尔表示，坚定地致力于将通胀率恢复至 2% 的目标，加息还有一段路要走，美联储的决定将取决于未来的整体数据。对于下一次加息幅度，鲍威尔称明年 2 月加息规模将取决于未来的数据和就业市场，但“美联储强烈考虑将下次加息幅度调整到 25 个基点”。鲍威尔反驳了明年逆转路线的押注。他表示：“直到委员会有信心确认通胀下降到 2% 之前，我不认为我们会考虑降息。恢复价格稳定可能需要在一段时间内保持限制性政策立场。”

对此，东方金诚解读如下：

12 月美联储如期加息 50 个基点，结束了此前连续四次 75 个基点的非常规大幅加息。这标志着美联储货币政策正式从“激进紧缩”阶段，切换至“紧缩退坡”阶段。美国 CPI 连续五个月同比回落，

尤其是 10 月、11 月 CPI 及核心 CPI 连续超预期下行，非农就业、职位空缺率、首申失业金人数等数据透露出劳动力市场出现边际放缓迹象，通胀预期也出现小幅回落态势，均有力支撑美联储放缓加息观察政策效果，防止由于货币政策传导的滞后效应引发的不必要的过度紧缩。

虽然确认了政策“紧缩退坡”，但终端利率并不会因此“缩量”，2023 年仍有约 75 个基点的加息空间。

鲍威尔在会后表示，近两个月美国通胀的下行和通胀预期的稳定，并不是“值得自满的理由”，美联储需要看到更多通胀下降的证据。会后公布的经济预测数据也显示，美联储上调 2023 年 PCE 通胀率至 3.1%、上调 2023 年核心 PCE 通胀率至 3.5%，也上调了 2024 年的通胀预期。这表明，美联储对于未来 1-2 年的通胀走势更加谨慎，认为通胀虽然会下行，但向政策目标回落的速度仍然较慢——最近的通胀数据也证明了这一点。从 11 月通胀数据中可以看出，随着能源与食品价格对通胀的拉动贡献持续减退、供应链压力的缓解，以及持续的货币紧缩对总需求的抑制作用下商品消费动能的降低，美国的通胀压力已出现广泛缓解。参照今年以来美国 CPI、核心 CPI 的环比均值，以及历史通胀环比数据，目前美国 CPI 的环比增速已经基本回归正常区间，这意味着未来美国通胀的下行方向是比较确定的。然而，当前住房通胀与住房以外的核心服务通胀仍未出现实质性回落，凸显出在美国劳动力市场供需依然偏紧的背景下，核心服务通胀的黏性可能超出预期，这将令 2023 年的通胀率向目标通胀的回落速度和幅度偏缓。

由此，我们判断，考虑到本轮通胀美联储的政策响应偏晚，在目标通胀率不会做出调整、劳动力市场强劲和住房、服务业造成的通胀粘性下，不宜低估美联储政策持续偏“鹰派”的可能性。由于通胀在 2023 年下半年可能才会加速回落，因此，我们预计，美联储还将进一步小幅加息至 2023 年二季度。

12 月利率点阵图显示，大部分委员预期政策利率到 2023 年底将升至 5% 以上，中位数与众数预期均为 5%-5.25%，这意味着美联储内部主流预期 2023 年仍将有大约 75 个基点的加息空间，并将 5.25% 的利率高点持续至 2023 年年末，鲍威尔也在新闻发布会上确认了点阵图的指引。未来美联储的政策节奏，仍将取决于通胀的回落幅度和速度。考虑到鲍威尔在会后提及 2 月美联储很有可能将加息幅度再次调整到 25 个基点，我们判断，后续美联储的加息路径，2023 年 2 月、3 月和 5 月各加息 25 个基点的可能性较大。

2023 年美国经济下行压力显著增加，但转向降息的可能性很小，首次降息时点大概率在 2024 年。

利率点阵图显示，美联储几乎不太可能在 2023 年降息，鲍威尔也在会后发言中确认了这一点——

—即使 2023 年美国经济增长压力显著增加。从会后公布的经济展望来看，美联储大幅调降 2023 年经济增长至 0.5%，并上调 2023 年失业率至 4.6%。这表明美联储认为未来一年美国仍将处于相对“滞胀”的局面，经济增长将显著低于潜在增速。这也暗示，美联储仍将持续加息，并默认以一定程度的经济下行换取通胀回落。我们判断，以当前居民部门的资产负债表状况来看，美国经济对于政策持续收紧仍有较为充足的缓冲，除非美国房地产市场崩盘引发系统性风险，否则明年美国经济陷入深度衰退的可能性很小，并不足以触发降息。

关于降息的时点，鲍威尔表示：“只有在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”。不过，根据本次会议公布的经济预测，2024 年年末 PCE 通胀同比增速为 2.5%，但政策利率预期为 4.1%，较 2023 年末下降了 100 个基点，似乎暗示美联储可能会在通胀目标达成前提前降息。不过，考虑到 2024 年点阵图的离散程度更高，显示美联储内部对于降息时点的意见分歧较大，其参考意义可能较为有限。我们判断，2024 年开始，随着通胀已形成趋势性下行态势，美联储可能将政策重心逐渐转移至劳动力市场和经济稳定，因此，即使通胀尚未回落至 2% 的目标，美联储仍存在提前降息的可能性。

10 年美债收益率在短期内仍将维持在 3.5%-4% 的偏高位置。

11 月以来，10 年期美债收益率在实际利率下行回落的驱动下大幅下行。但我们认为，短期内美债利率继续下行的空间有限，10 年期美债收益率可能仍将在 3.5%-4.0% 左右的偏高位置运行。主要原因有三点：

第一，本次会议进一步强化了维持高利率更久的预期，并否认 2023 年降息，这可能会在后期抬升中长端美债实际利率；第二，短期内通胀预期可能难以明显降温，这将支撑美债收益率维持在相对高位。11 月美国非农数据、服务业 PMI 数据表明，美国经济仍然存在一定韧性，这一方面使得市场对于美国经济“软着陆”的预期升温，但同时也会令通胀预期更具“粘性”，短时间内难以大幅回落。

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_50221

