

美联储比市场预期偏鹰，但逐步转鸽仍是明年主线

美联储 12 月议息会议点评

◆ 美联储加息 50BP 符合市场预期，加息幅度放缓但终端利率上移，经济预测凸显控通胀决心

北京时间 12 月 15 日凌晨，美联储公布 12 月议息会议决议，加息 50BP，联邦基金利率目标区间上升至 4.25%-4.5%，符合市场预期。此外，维持每月缩减 600 亿美元国债和 350 亿美元机构债券和抵押贷款支持证券(MBS)。美联储在 11 月的议息会议上提升了政策调整的前瞻性，提出考虑紧缩的滞后影响。本次议息会议声明与 11 月无明显变化，总体上仍然沿着 11 月会议上设定的路线，但是为了避免因加息放缓显得过于鸽派，以至于向市场传达错误的信息，本次会议通过经济预测强调了美联储抗击通胀的决心，上调了利率终点预期至 5.1%。点阵图显示 19 位委员中的 17 位认为终端利率水平会高于 5%，相较于 9 月的预期有明显抬升，9 月议息会议发布的点阵图中无人预期终端利率会高于 5%。

自从今年 3 月美联储开启加息周期以来，截止目前本轮加息幅度已达 425 BP，创下自 1981 年以来最大幅度、最大密度的加息纪录。鲍威尔声明中表示，虽然 10 月和 11 月的通胀数据显示月度价格上涨速度有所放缓，但需要“更多的证据”才能让人相信通胀处于持续下降的轨道上。虽然本次议息会议是美联储在连续 4 次加息 75BP 后，首次将加息幅度放缓至 50BP，但点阵图利率终点的抬升和鲍威尔的会后发言显示美联储当前鹰派程度高于市场预期，美股一改 11 月 CPI 数据低于预期带来的上涨势头，应声下跌，最终道指下跌 0.42%，标准普尔 500 指数下跌 0.61%，纳指下跌 0.76%。

◆ 终端利率持续时间成为问题关键，美联储政策转向时间或早于预期

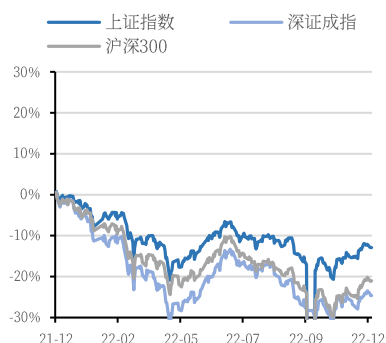
11 月议息会议点评中我们指出美联储货币政策逻辑开始发生明显变化，经济因素在政策考虑中的权重提升，而美国 2023 年经济衰退的风险持续上升，美债两年期和十年期收益率倒挂程度达到了数十年来的峰值。国际货币基金组织 (IMF) 在最新经济展望中将 2023 年美国经济增长下调至 1.0%，经合组织 (OECD) 预测美国 2023 年增速为 0.5%。

本次会议公布的经济预测摘要下调了 2023 年实际 GDP 增速预测至 0.5%(9 月预测值 1.2%)，远低于 2024 年 (1.6%) 及长期正常增长率 (1.8%) 的估计，并且上调明年到 2025 年的失业率预期，明年经济衰退的风险在美联储政策考量中愈加成为重要因素。会后采访中，鲍威尔表示“经过之前的大幅加息，很多紧缩影响仍在渗透之中，因此现在适当的做法是减少加息幅度。这会给我们更多摸索紧缩水平的空间，平衡我们面临的风险”，并强调终端利率水平持续时间成为问题的关键，美联储政策何时转向成为市场关注的焦点。另一方面，鲍威尔在采访中一再强调核心通胀的韧性，并表示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。经济预测摘要中也上调了今年至 2025 年的 PCE 通胀预期和核心 PCE 预期，说明联储官员依然

主要数据

上证指数	3176.5253
沪深 300	3954.8857
深证成指	11321.8119

主要指数走势图



作者

符旻 分析师
SAC 执业证书: S0640514070001
联系电话: 010-59562469
邮箱: fuyys@avicsec.com

刘倩 研究助理
SAC 执业证书: S0640122090025
联系电话: 010-59562515
邮箱: liuqian@vicsec.com

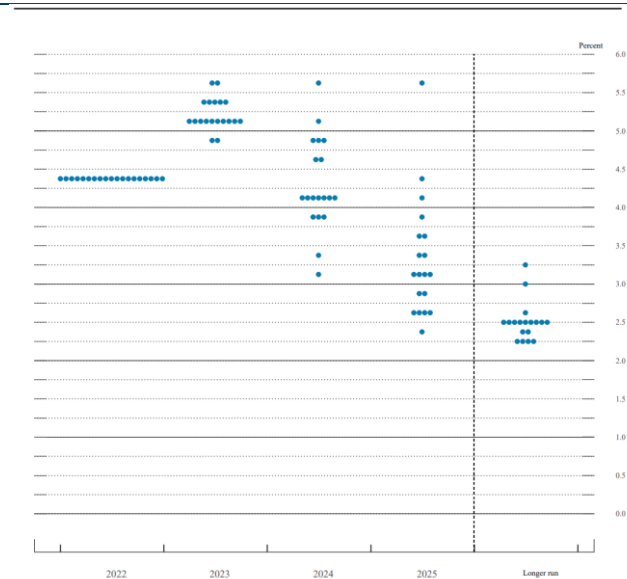
相关研究报告

社融数据走弱或已近尾声 —2022-12-14
金融市场分析周报 —2022-12-13
信用债面临赎回潮冲击，债市波动加大 —2022-12-11

担忧后续通胀风险。目前在经济增长和打压通胀两方面纠结之下，美联储不希望释放过强的鸽派信号，以便为后续的政策调整保留足够的灵活性。

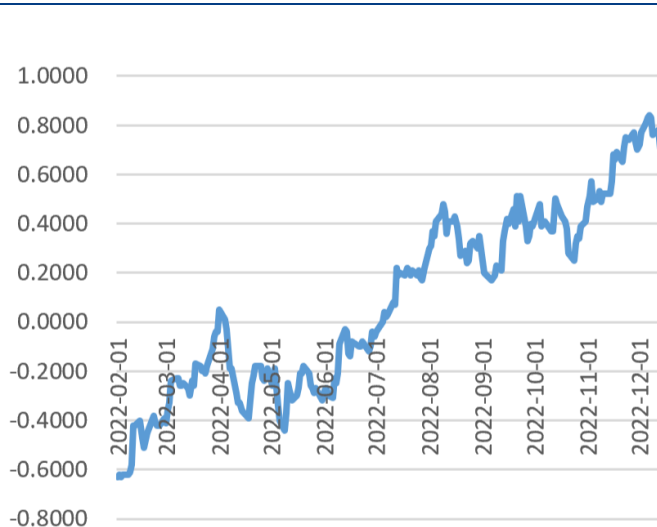
整体来看，我们认为随着经济衰退风险的逐步显现，以及通胀数据的进一步回落，美联储政策转向仍可能早于预期。11 月议息会议巩固了市场对美联储加息步伐将要放缓的预期，提振了市场信心，美股持续反弹。相应的，美债十年期收益率从 4% 以上见顶回落，利率中枢下移至 3.5% 左右，较之高峰下行了 60BP 左右。10 月和 11 月美国 CPI 数据的超预期下行使得 6 月开启的激进加息迎来了转折点。总体来说，美国通胀高峰期已过，但要使通货膨胀持续下行至长期目标 2%，还需要在一段时间内将利率保持在限制性水平上。美联储 12 月议息会议比市场期待的更加偏鹰的表态也重申了其控制通胀的决心，但未来政策调整方向已经明确，只是节奏上存在不确定性，我们仍然认为逐步计价美联储转鸽将是明年资本市场的重要主线。

图1 美联储利率预测点阵图



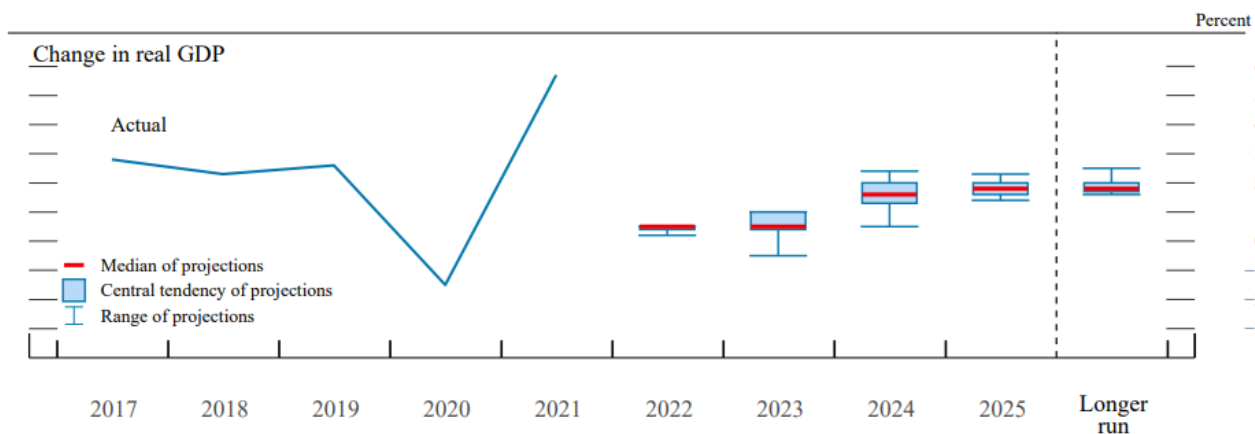
资料来源：美联储官网，中航证券研究所

图2 美国 2 年期国债收益率-10 年期国债收益率 (%)



资料来源：wind，中航证券研究所

图 3 2022-2025 年及长期经济预测中 GDP 预测箱型图



资料来源：美联储官网，中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券宏观团队: 立足国内, 放眼国际, 全面覆盖国内外宏观经济、政策研究。以自上而下的宏观视角, 诠释经济运行趋势与规律, 以把握流动性变化为核心, 指导大类资产配置。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复本给任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637