

2023年02月02日

市场或已对美联储“脱敏”——美联储2月FOMC

宏观研究团队

会议点评

——宏观经济点评

何宁（分析师）

潘纬桢（联系人）

hening@kysec.cn

panweizhen@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

证书编号：S0790122110044

事件：美联储于北京时间2月2日凌晨3点发布2月FOMC会议声明，宣布加息25bp。

● 声明及发布会要点

1. 美联储宣布加息25bp，缩表将继续按5月计划有序进行。

2. 美联储对美国通胀形势看法有所缓和。美联储对美国经济的看法同12月份大体相同，但对通胀形势看法有所缓和，货币政策操作上亦有微妙变化。美联储认为当前通胀形势虽然处于高位，但有所缓和，这是近期美联储首次对通胀形势的态度发生转变；本次声明中还特别表示俄乌冲突中造成了经济困难，并提升了全球的不确定性，因此会密切关注通胀风险；货币政策操作上从关注利率上升“速度”改为关注利率上升的“幅度”。

3. 发布会上，鲍威尔延续较鹰表态，但加息终点基本确定。从发布会上鲍威尔的发言和表态来看，其认为目前宣布抗击通胀取得胜利还为时过早，整体表态延续了之前的鹰派态度，但同时表示通缩进程已经开始。后续的加息路径目前还是维持12月的判断，加息终点基本确定。

● 加息幅度再度放缓，但降息或仍然较远

1. 通胀不断走低、薪资增速减缓驱动本次加息幅度再次下降。在通胀连续回落以及劳动力市场韧性放缓的背景下，考虑到美国经济增长动能正在逐渐放缓，因此将加息幅度下调至25bp是一个较为合适的选择，一则可以更好的观察高利率环境下经济的走势，以充分评估政策的滞后效应；二则可以预留政策空间，以应对可能出现的各类经济金融风险。

2. 美联储降息或仍较远。虽然美联储正在放缓加息幅度，以避免造成过度紧缩，从而对经济造成较为严重的伤害，但是这并不意味着美联储将很快转向降息，鲍威尔也在发布会上表示2023年不会降息。

● 市场或已对美联储“脱敏”，双方分歧仍存

本次会议基本符合市场预期，虽然鲍威尔在发布会上表态依旧偏鹰，但其对于后续货币政策的表态并没有超出之前美联储官员的表态范围，叠加其对通胀的看法，市场可能将其解读为“中性偏鸽”。从近期市场表现来看，市场或已对美联储“脱敏”，双方分歧主要在通胀回落速度上，而这还需要更多的通胀数据加以验证，劳动力市场走势可能是当前需要关注的重点。发布会后，美股快速拉升，并最终收涨，美债收益率和美元指数快速下行。利率期货显示3月FOMC会议美联储加息25bp概率为85.6%。

● 风险提示：国际局势紧张引发通胀超预期，新冠疫情形势大幅恶化。

相关研究报告

《通向库存新阶段的投资信号——12月企业利润点评—宏观经济点评》-2023.1.31

《从“落后追赶”到“加力提效”——12月和2022年财政数据点评—宏观经济点评》-2023.1.31

《服务消费“M”型修复的线索——兼评1月PMI数据—宏观经济点评》-2023.1.31

目 录

1、 声明及发布会要点	3
1.1、 美联储宣布加息 25bp，缩表将继续按原计划有序进行	3
1.2、 美联储对美国通胀形势看法有所缓和	3
1.3、 发布会上，鲍威尔延续较鹰表态，但加息终点基本确定	3
2、 加息幅度再度放缓，但降息或仍然较远	4
2.1、 通胀不断走低、薪资增速减缓驱动本次加息幅度再次下降	4
2.2、 美联储降息或仍较远	4
3、 市场或已对美联储脱敏，双方分歧仍存	5
4、 风险提示	6

图表目录

图 1: ECI 指数环比增速连续走低	4
图 2: 12 月美国 PCE 同比增速再度下降	4
图 3: 12 月点阵图显示将加息至 5%以上	5
图 4: 美股最终收涨	6
图 5: 10 年期美债收益率走低	6
图 6: 美元指数快速走低	6
图 7: 利率期货显示 3 月份美联储大概率加息 25bp	6

事件：美联储于北京时间2月2日凌晨3点发布2月FOMC会议声明，宣布加息25bp。

1、声明及发布会要点

1.1、美联储宣布加息25bp，缩表将继续按原计划有序进行

美联储在此次会议上宣布加息25bp，幅度较2022年12月份继续下降，恢复到25bp加息节奏，并表示利率目标区间的持续提高将是适当的，以达到足够紧缩的利率区间。缩表方面，将继续按照2022年5月份会议上发布的《缩减美联储资产负债表规模的计划》来有序缩减持有国债及MBS。

1.2、美联储对美国通胀形势看法有所缓和

在声明中，美联储对美国经济的看法同12月份大体相同，但对通胀形势看法有所缓和，货币政策操作上亦有微妙变化。具体而言：

美国经济表现上，声明表示最近的指标显示支出和生产有温和增长；

就业与通胀方面，声明表示美国就业市场近几个月保持强劲，失业率维持在低位。但其对于通胀形势的看法有所缓和，认为当前通胀形势虽然处于高位，但有所缓和，这是近期美联储首次对通胀形势的态度发生转变；本次声明中还特别表示俄乌冲突中造成了经济困难，并提升了全球的不确定性，因此会密切关注通胀风险；

货币政策立场方面，声明表示将继续监测即将发布的信息对经济前景的影响，包括公共卫生、劳动力市场状况、通胀压力和通胀预期以及金融和国际形势等信息，同时如果出现可能阻碍相关货币政策目标实现，将会准备适当调整货币政策立场。但有一点不同之处，本次声明中美联储表示在决定未来利率的上升“幅度”（the extent of future increases in the target range）时，将会考虑货币政策的累积紧缩效应等，之前则是决定未来利率的上升“速度”（the pace of future increases）时才会考虑这些因素，这意味着后续美联储的加息步伐将会固定为25bp，且加息终点已近。

1.3、发布会上，鲍威尔延续较鹰表态，但加息终点基本确定

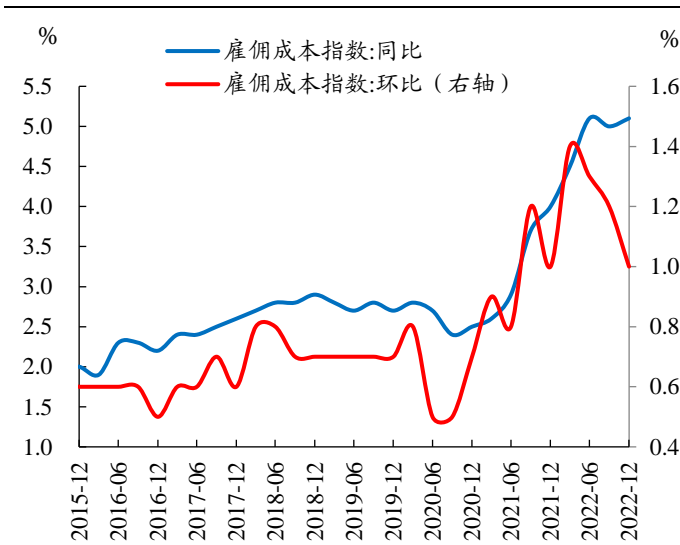
从发布会上鲍威尔的发言和表态来看，仍然延续了较鹰派的表态，即认为历史告诫不能过早放松加息，直至大功告成。从发言稿以及问答来看，鲍威尔认为2022年美国出现了显著的放缓（slowed significantly），真实的GDP增长速度低于潜在趋势1个百分点，消费者支出步伐放慢，房地产市场持续降温，但劳动力市场仍然火热。通胀在过去数月中出现了较为明显的下降，虽然鼓舞人心，但是还需要更多的证据来确定通胀正处在一个可持续下行的通道上，不过好在当前通胀预期锚定的较好，不过这不是自满的理由。目前宣布抗击通胀取得胜利还为时过早（It would be very premature to declare victory），但表示通缩进程已经开始（the disinflationary process has started），转向25bp加息有助于更好的评估政策的效果。虽然整体表态延续了之前的鹰派态度，但鲍威尔也表示正在讨论几次加息以达到限制性水平（we're talking about a couple of more rate hikes to get to that level we think is appropriately restrictive），后续的加息路径目前还是维持12月的判断，即加息至5%-5.25%区间水平，这意味着联储可能在3月、5月两次会议上各加息25bp，并结束本轮加息。

2、加息幅度再度放缓，但降息或仍然较远

2.1、通胀不断走低、薪资增速减缓驱动本次加息幅度再次下降

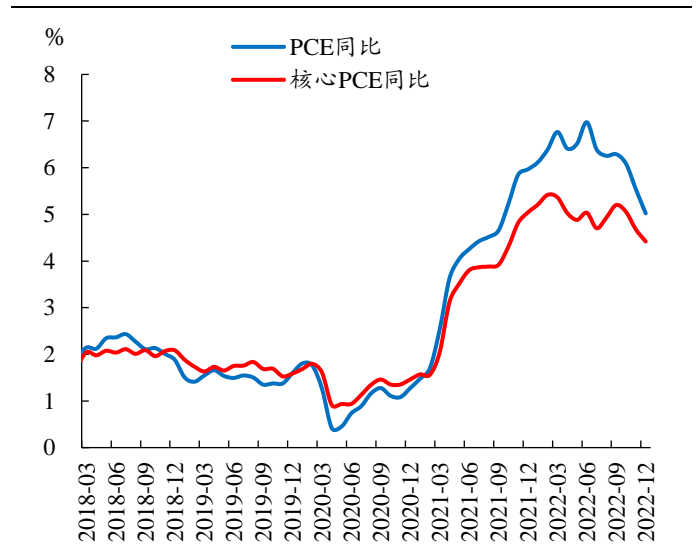
12月份美国新增非农就业22.3万人，虽然新增非农就业数量仍旧较多，且高于市场预期，但是薪资增长同比增长4.6%，较2022年11月降低0.2个百分点，环比增速亦出现下降。美联储关注的雇佣成本指数(ESI)在2022年4季度同比上涨5.1%，环比上涨1.0%，环比增速连续下降，显示美国劳动力市场或仍在韧性放缓（可参考报告《就业虽强劲、加息或放缓——美国12月非农就业数据点评》）。通胀也已经连续多月走低，美联储最为关心的PCE通胀数据在2022年12月同比上升5.0%，核心PCE同比上升4.4%，均较2022年11月份有较大的降幅。从更能反应通胀潜在趋势的截尾平均CPI以及CPI中值两项指标来看，12月份两项指标分别为6.93%、6.54%，较11月份回落0.05、0.12个百分点，且已经连续3个月回落，显示当前美国通胀的趋势性回落仍在继续（可参考报告《CPI环比首度转负，但服务通胀仍有韧性——美国12月CPI点评》）。在此情形下，考虑到美国经济增长动能正在逐渐放缓，因此将加息幅度下调至25bp是一个较为合适的选择，一则可以更好的观察高利率环境下经济的走势，以充分评估政策的滞后效应；二则可以预留政策空间，以应对可能出现的各类经济金融风险。

图1: ECI 指数环比增速连续走低



数据来源: FRED、开源证券研究所

图2: 12月美国 PCE 同比增速再度下降



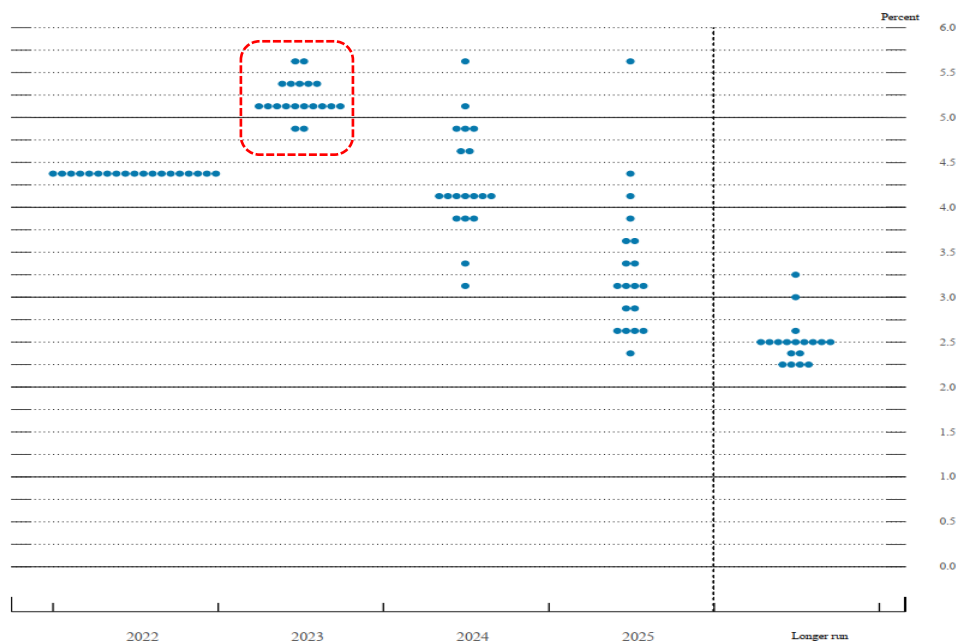
数据来源: FRED、开源证券研究所

2.2、美联储降息或仍较远

虽然美联储正在放缓加息幅度，以避免造成过度紧缩，从而对经济造成较为严重的伤害，但是这并不意味着美联储将很快转向降息，鲍威尔也在发布会上表示2023年不会降息。我们认为美联储货币政策转向的时间节点或在2023年底，不过停止加息的时点或已临近，最快可能在5月份考虑停止加息，并且保持较高利率一段时间。首先，从2022年12月份的点阵图来看，美联储对于本次加息终点的利率终值在5.1%，这意味着政策利率需要至少加息至5.0%-5.25%区间，且在2023年将持续保持该利率水平；其次，当前美国实际利率还未转正，这意味着货币政策对于经济需求端的抑制作用可能还未全部显现，考虑到当前美国劳动力市场仍较火热，通胀水平距离美联储2%的目标还较远，2022年4季度GDP数据显示经济尚有一定韧性，因此即使

在后续临近的会议上停止加息，美联储也需要在较长的一段时间内保持较高的利率水平，确保不会出现通胀水平的再度反弹，否则可能需要更为严苛的货币紧缩政策才能对通胀进行有效管理；最后，停止加息的时点或已临近。第一个时间节点或在5月份，届时其将会握有1-3月份的通胀与就业数据，可以更好的对美国通胀与就业市场的情况进行判断，若届时核心服务通胀也出现确定性的持续放缓，劳动力市场也出现持续的降温，停止加息并观察高利率对经济的影响，对美联储来说会是一个较为合理的选择。

图3：12月点阵图显示将加息至5%以上



数据来源：美联储、开源证券研究所

3、市场或已对美联储“脱敏”，双方分歧仍存

本次会议基本符合市场预期，虽然鲍威尔在发布会上表态依旧偏鹰，并多次重申美联储抗击通胀的决心，但是从发布会上的信息看，其对于后续货币政策的表态并没有超出之前美联储官员的表态范围，叠加其对通胀的看法，市场可能将其解读为“中性偏鸽”。事实上，自美国通胀确定性回落以及美联储放缓加息幅度以来，虽然美联储表态没有发生根本性转变，但市场或已对美联储“脱敏”。2022年11月份

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_51832



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn