

2023年2月美联储议息会议解读

“山雨欲止”

证券分析师

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

范城恺 投资咨询资格编号
S1060523010001
FANCHENGKAI146@pingan.com.cn



事项：

美国时间 2023 年 2 月 1 日，美联储公布全年首次 FOMC 会议声明，加息如期放缓至 25BP，且鲍威尔讲话较为“鸽派”。会议声明公布和媒体采访后，市场反应积极，三大股指悉数转涨，10 年美债利率和美元指数明显跳水。

平安观点：

- **1、会议声明：加息放缓至 25BP，保留“持续加息”措辞。**这是 2022 年 3 月以来的最小幅度加息，但符合近一个月的 CME 利率期货市场预期。在经济和政策描述部分，美联储在 2023 年 2 月的声明与 2022 年 12 月相比没有太大变化。主要改动包括：1) 对通胀的描述中新增了“有所缓解”。2) 删除了有关俄乌局势增大通胀压力和经济下行风险的表述，只是轻描淡写成“增大全球不确定性”。3) 在描述未来加息决策时，将“速度”(pace) 换成了“程度”(extent)。值得一提的是，本次美联储仍保留了“持续加息”的措辞，这一表述暗示未来至少还有一次加息，且弱化了停止加息的信号。
- **2、鲍威尔讲话：承认通胀比预期回落更快，漠视金融条件放松。**总的来说，鲍威尔讲话比市场预期得更加“鸽派”：通胀方面，首次提到“反通胀”(disinflation)，不仅承认了遏制通胀的进展，还屡次提到未来通胀超预期下行的可能，一定程度又唤起了市场的“降息梦”。经济方面，其预计就业和经济不会大幅降温，对“软着陆”抱有信心。此外，美联储对近期金融市场条件的放松较为漠视，也为市场服下“定心丸”。
- **3、政策逻辑：“山雨欲止”。**回顾 2022 年 1 月会议，我们以“山雨欲来”为题提示了全年美联储疾风骤雨般的紧缩行动。回到当下，我们认为“山雨欲止”——随着美国通胀已经连续数月出现积极进展，美国政策利率也接近普遍认为的 5% 左右的“足够限制性水平”，2023 年货币政策对资本市场的影响有望趋弱。但不可否认的是，美联储平衡“双向风险”(紧缩过度和紧缩不足)是困难的。未来一段时间，美国通胀能否持续回落、“软着陆”能否兑现，仍有不确定性。
- **4、市场展望：风险未散。**由于本次美联储会议的定调十分“鸽派”，我们预计未来一段时间，市场情绪可能保持积极。然而，我们倾向于认为，近期市场预期可能过于乐观，尤其美股“金发女孩”行情演绎得较为充分，所以也需要对市场风格提早切换有所防备。具体来看：1) 美股“金发女孩”行情或难持续。2) 10 年美债利率易下难上。3) 美元指数下跌空间有限。
- **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。

2023 年首次美联储议息会议备受关注，市场欲找寻全年货币政策的基调与线索。整体来看，本次会议传递的信号比市场预计的更为“鸽派”。美联储如期放缓加息至 25BP。鲍威尔讲话首次提到“反通胀”（disinflation），不仅承认了遏制通胀的进展，还屡次提到通胀超预期下行的可能，一定程度又唤起了市场的“降息梦”。此外，美联储对近期金融市场条件的放松较为漠视，也为市场服下“定心丸”。我们预计，未来一段时间，市场情绪可能保持积极。然而，美国通胀能否持续回落、“软着陆”能否兑现，仍有不确定性。我们倾向于认为，美联储“放鸽”有些过早，继而使通胀反复风险、货币紧缩重新加码的风险上升。

1. 会议声明：加息放缓至 25BP，保留“持续加息”措辞

美联储 2023 年 2 月议息会议声明，宣布上调联邦基金利率 25BP 至 4.50-4.75% 目标区间。这是 2022 年 3 月以来的最小幅度加息，但符合近一个月的 CME 利率期货市场预期。同时，为配合新的联邦基金利率区间，美联储同时上调了其他多个政策利率：1) 将存款准备金利率由 4.4% 上调至 4.65%；2) 将隔夜回购利率由 4.5% 上调至 4.75%；3) 将隔夜逆回购利率由 4.3% 上调至 4.55%；4) 将一级信贷利率由 4.5% 上调至 4.75%。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。

图表1 美联储 2023 年 2 月议息会议声明：货币政策部分

2023 年 2 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 2023 年 2 月 1 日的声明中宣布的货币政策立场：</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ 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 4.65%，自 2023 年 2 月 2 日起生效。 ■ 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"> ■ "自 2023 年 2 月 2 日起，联邦公开市场委员会指示： <ul style="list-style-type: none"> ● 必要时进行公开市场操作，以将联邦基金利率维持在 4-1/2 至 4-3/4% 的目标范围内。 ● 进行隔夜回购协议操作，最低投标利率为 4.75%，总操作限额为 5000 亿美元；主席可酌情暂时增加总操作限额。 ● 以 4.55% 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。 ● 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。 ● 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。 ● 如果出于运营原因需要，允许适度偏离规定的再投资金额。 ● 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。。" ■ 在相关行动中，美联储系统理事会一致投票批准将初级信贷利率提高 1/4 个百分点至 4.75%，自 2023 年 2 月 2 日起生效。

资料来源：美联储，平安证券研究所

在经济和政策描述部分，美联储在 2023 年 2 月的声明与 2022 年 12 月相比没有太大变化。主要改动包括：1) 对通胀的描述中新增了“有所缓解”；2) 删除了有关俄乌局势增大通胀压力和经济下行风险的表述，只轻描淡写成“增大全球不确定性”。3) 在描述未来的加息决策时，将“速度”（pace）换成了“程度”（extent）。

值得一提的是，本次美联储仍保留了“持续加息”的措辞，这一表述暗示未来至少还有一次加息，且弱化了停止加息的信号。此前有市场观点认为，本次声明将以“额外加息”（additional）取代“持续加息”（ongoing），若此将进一步确认加息

周期接近尾声、释放鸽派信号。

声明公布后，由于加息如期放缓，且声明改动不大，市场并未感受到“鹰派意外”。市场整体表现缺乏方向，等待鲍威尔记者会释放更多信号：美股短线拉升，纳指由下跌 0.3% 转涨，标普 500 和道指跌幅略有缩窄；2 年美债收益率一度由高点回落 4BP，10 年美债收益率在 3.5% 附近震荡；美元指数在 101.7-102 之间震荡。

图表2 美联储 2023 年 2 月议息会议声明：经济和政策描述部分

2023 年 2 月美联储 FOMC 声明 (中文)	2023 年 2 月美联储 FOMC 声明 (英文)
<ul style="list-style-type: none"> ■ 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。通货膨胀有所缓解但仍然很高，反映了与夫流行、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。 ■ 俄罗斯对乌克兰的战争正在造成巨大的人类和经济困难，并增加全球不确定性。战争和相关事件对通胀造成了正在加剧通胀的上行压力，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。 ■ 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 4.50-4.75%，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程度时，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，按照此前公布的计划。委员会坚定地致力于将通货膨胀率恢复到 2% 的目标。 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 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 has eased somewhat but remains elevated, reflecting supply and demand imbalances related to the pandemic, higher food and energy prices, and broader price pressures. ■ Russia's war against Ukraine is causing tremendous human and economic hardship and is contributing to elevated global uncertainty, and related events are contributing to upward pressure on inflation and are weighing on global economic activity. The Committee is highly attentive to inflation risks. ■ 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 4-1/2 to 4-3/4 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 extent of future increases 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 its previously announced plans 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.

资料来源: 美联储, 平安证券研究所

2. 鲍威尔讲话：承认通胀比预期回落更快，漠视金融条件放松

美联储主席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，鲍威尔讲话比市场预期得更加“鸽派”：通胀方面，首次提到“反通胀”(disinflation)，不仅承认了遏制通胀的进展，还屡次提到未来通胀超预期下行的可能，一定程度又唤

起了市场的“降息梦”。经济方面，其预计就业和经济不会大幅降温，对“软着陆”抱有信心。此外，美联储对近期金融市场条件的放松较为漠视，也为市场服下“定心丸”。鲍威尔讲话后，市场表现积极：美股三大股指悉数转涨，纳指大幅收涨2%；10年美债收益率大幅跳水近10BP至3.4%附近；美元指数回落至101.1附近，日内跌约1%。

具体来看：

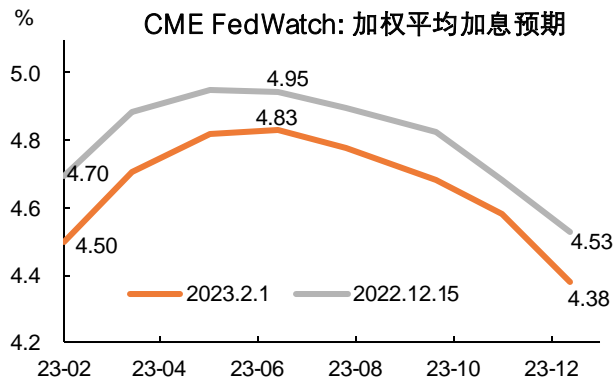
- 1) **关于金融市场条件。**记者会第一个问题就是针对近期金融市场条件的放松，市场担心这会抵消美联储抗击通胀的效果。鲍威尔回复得较“敷衍”，只是称过去一年金融市场已经明显收紧了，而且美联储不是影响金融市场的唯一因素。在记者会接近尾声时，另一记者质疑鲍威尔似乎过于漠视金融市场条件的放松。鲍威尔补充称，近期市场条件并没有太大改变，认为整体能够反映货币政策的变化，且市场的短期变化不是美联储的主要关注点。
- 2) **关于通胀。**鲍威尔强调了美联储致力于维护2%的通胀目标，当前尚未取得胜利。但其也“大方”承认了12月会议以来美国通胀的超预期改善。其称，这是**美联储第一次看到“反通胀”（disinflation）的进展**，是令人欣喜的（这一表述使美股拉升、三大股指转涨）。通胀结构中，其认为虽然住房服务价格未来仍可能高增，但终会回落。其重点提到“非住房核心服务”（core service excluding housing）的概念，暗示这是当前美联储更为关注的通胀部分。对于未来通胀的展望，其表态比较模糊，总是强调不同人有不同预测，但他的基准预期是通胀稳步改善，但也提到“通胀超预期下行更快”的表述。
- 3) **关于就业。**不少问题围绕仍然紧俏的就业市场，主要关注点在于，美国就业市场能否保持韧性、“强就业”会否阻碍通胀回落。一方面，鲍威尔对就业市场的韧性保持乐观，倾向于认为未来美国失业率不会大幅上升，暗示存在“软着陆”的可能；另一方面，鲍威尔似乎不是特别担心就业市场对通胀的影响。其认为目前“工资-物价螺旋”的风险可控，因为通胀预期并未失控。
- 4) **关于加息路径。**虽然本次声明中提到仍将“持续加息”，但记者们也在积极找寻何时停止加息的线索。有记者问本次会议是否讨论了“暂停加息”，鲍威尔并未直接回答，而是称委员们讨论了“加息路径”。关于年内会否降息，鲍威尔透露，此前认为年内不降息的基准预期是，全年通胀稳步回落；但其也提到，如果通胀回落超预期更快，货币政策也会保持灵活，实质上承认了年内降息的可能性。
- 5) **关于政府债务上限。**由于近期美国政府债务已经达到上限，记者们关心美联储会不会在必要的时候“救市”。鲍威尔回答得较为犹豫，称其相信国会最终能够通过新的债务上限；但如果真的爆发危机，美联储能做的也比较有限。

3. 政策逻辑：“山雨欲止”

美联储每一年的首次议息会议都备受关注，市场欲找寻全年货币政策的基调与线索。回顾2022年1月会议，我们以“山雨欲来”为题提示了全年美联储疾风骤雨般的紧缩行动。回到当下，我们认为**“山雨欲止”——随着美国通胀已经连续数月出现积极进展，美国政策利率也接近普遍认为的5%左右的“足够限制性水平”，2023年货币政策对资本市场的影响有望趋弱。**虽然近期通胀改善给予了市场和美联储更多信心，但不可否认的是，美联储平衡“双向风险”（紧缩过度和紧缩不足）是困难的。尤其当美联储加息降速或停止加息后，想要重新加息（缺乏历史先例）可能较为困难，这意味着货币政策的调整空间较为有限。未来一段时间，美国通胀能否持续回落、“软着陆”能否兑现，仍有不确定性。

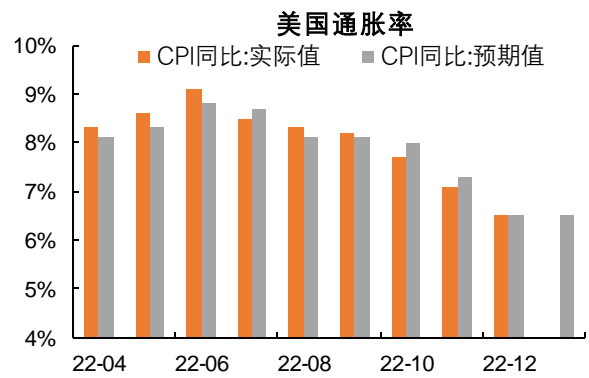
近期，随着通胀数据超预期改善（如近两个月的美国CPI通胀率低于预期，工资增速超预期回落等），据CME数据，市场不仅预计本次加息放缓，而且未来一年的加息路径均出现了下移。

图表3 近一个半月，市场预期的加息路径下移



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表4 近两个月美国 CPI 通胀率好于预期

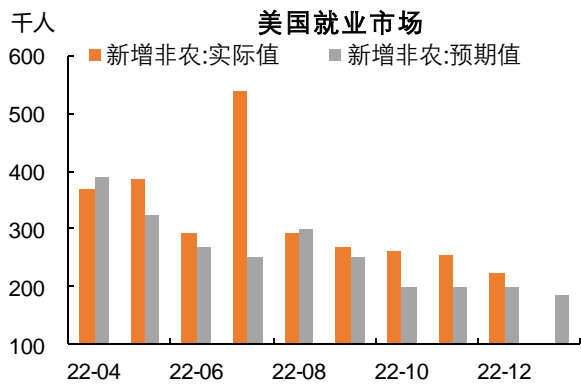


资料来源: Wind, 平安证券研究所

但我们倾向于认为，市场和美联储可能同时低估了美国通胀反复的风险。这一风险具体来自三个方面：

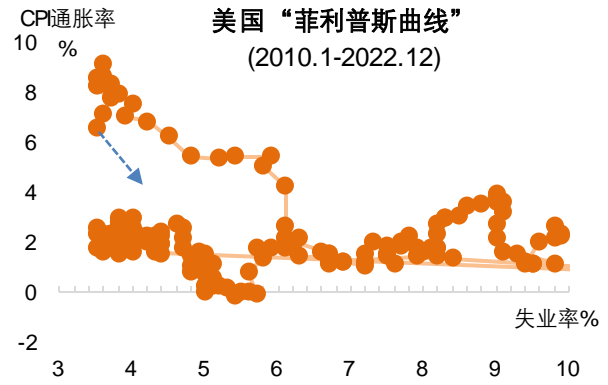
第一，尽管通胀改善，但就业市场的紧张程度也超预期。1月6日公布的就业数据显示，美国2022年12月新增非农就业22.3万人，高于预期的20.2万人。美国12月U3失业率由前值3.7%回落至3.5%，高于预期的3.7%，持平于新冠疫情以来最低水平；U6失业率由6.7%下降至6.5%，高于预期的6.7%，并创下历史新低。此外，就业和通胀的关系可能被忽视。2010年以来的数据显示，“菲利普斯曲线”并未消失。而且，假设美国就业市场可以保持相对韧性（即失业率维持较低水平），同时通胀也能稳步改善，这意味着“菲利普斯曲线”将突然变得“陡峭化”，这与国际金融危机以来该曲线长年平坦化的形态有很大差别。根本上，我们质疑“需求驱动型”通胀压力能否在就业市场保持韧性的背景下有序回落。

图表5 美国就业市场紧张程度超预期



资料来源: Wind, 平安证券研究所

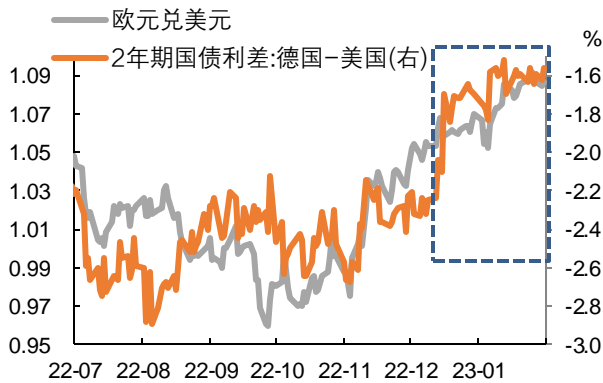
图表6 2010年以来“菲利普斯曲线”并未消失



资料来源: Wind, 平安证券研究所

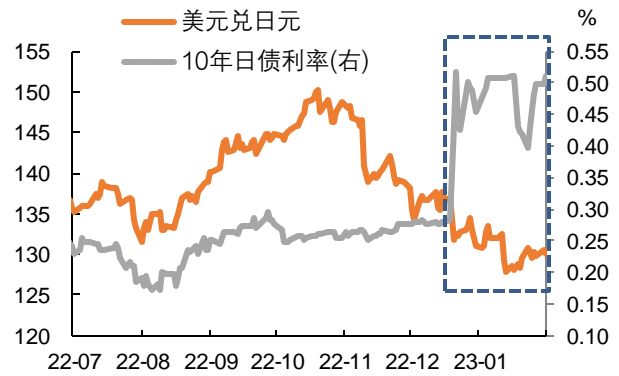
第二，欧日货币政策趋紧、汇率反弹。近期欧央行阶段性“跑赢”美联储，2年期德国和美国利差缩窄，驱动欧元反弹。2022年12月以来日本央行上调YCC上限后，日元也出现明显反弹。日元欧元反弹的另一面是美元走弱，可能加大“输入性通胀”风险。

图表7 近期欧元汇率反弹



资料来源: Wind,平安证券研究所

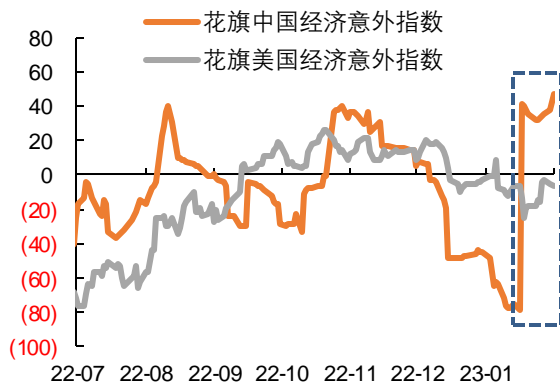
图表8 近期日元汇率反弹



资料来源: Wind,平安证券研究所

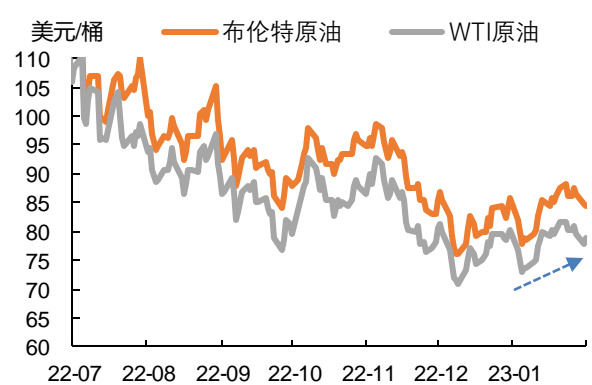
第三，全球经济预期乐观推升商品价格，反向加大通胀反弹风险。近期，中国经济在防疫政策优化后，复苏势头良好、复苏预期不断强化，叠加美欧“软着陆”预期也在强化。对需求的乐观预期，近期已经驱使国际商品价格反弹；如果商品价格持续走高，可能进一步干扰美联储遏制通胀的成果。

图表9 近期中国经济预期乐观



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表10 近期油价反弹



资料来源: Wind,平安证券研究所

4. 市场展望：积极延续，风险未散

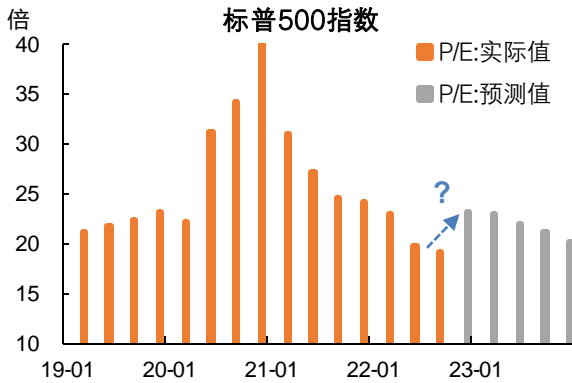
由于本次美联储会议的定调十分“鸽派”，我们预计未来一段时间，市场情绪可能保持积极。然而，我们倾向于认为，近期市场预期可能过于乐观，尤其美股“金发女孩”行情演绎得较为充分，所以也需要对市场风格提早切换有所防备。

美股：“金发女孩”行情或难持续

“金发女孩”经济（Goldilocks Economy）对应的是“高增长、低通胀、低利率”的特殊组合，也就对应着美股盈利（高增长）和估值（低利率）同步修复，类似“戴维斯双击”。近期，美国经济“软着陆”和美联储转向预期同时强化，创造了美股的金发女孩行情。然而，金发女孩经济未必能兑现，且即便兑现也势必是暂时的。

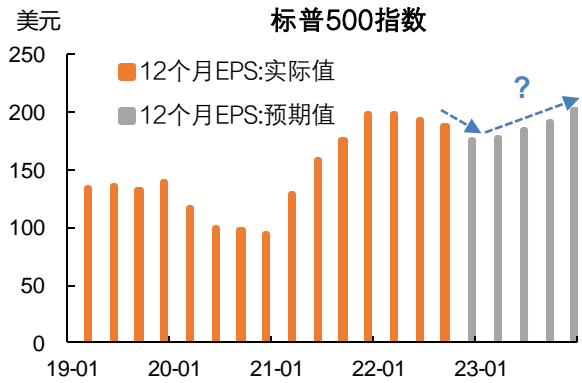
展望未来一段时间，美国经济和政策或存在两种预期偏离：一是，美国经济下滑速度快于预期，形成“衰退恐慌”，具体表现在美股企业盈利进一步下调；二是，如果美国经济韧性过强，通胀便存在反复风险，不排除美联储紧缩加码，继而无风险利率上行打压美股估值，而且盈利预期也可能同步下调（因美联储紧缩加大衰退风险），最终使美股承压。

图表11 目前市场预计美股估值修复



资料来源：标普全球(2023.1),平安证券研究所

图表12 目前市场预计“盈利底”在2023年一季度

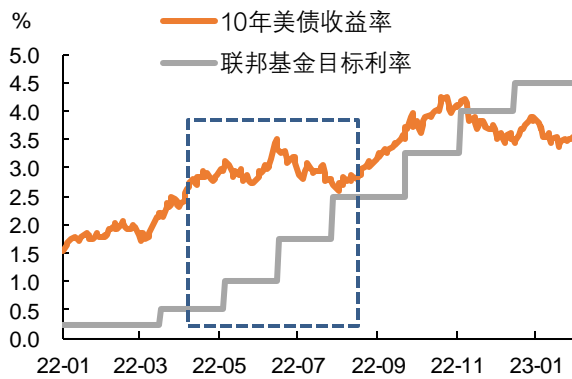


资料来源：标普全球(2023.1),平安证券研究所

美债：10年美债利率易下难上

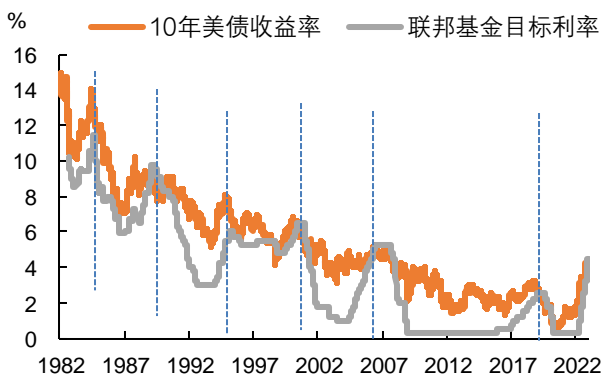
我们预计，“衰退”仍是债市的主要关注点，货币政策的影响会相对弱化。预计未来一段时间，10年美债利率易下难上。历史上，10年美债利率通胀早于政策利率见顶：一方面，我们不看好美国经济的韧性；另一方面，若美国经济韧性超预期，大概率引发美联储紧缩加码，这又会反向激发衰退预期（类似2022年4月至8月的行情，彼时美联储紧缩发力，但市场对衰退的担忧也较浓厚，10年美债同时受到双向压力，以震荡横盘为主）。因此，无论哪种情况，“衰退”都将成为美债市场交易的主旋律，中长端美债利率的大方向向下。

图表13 2022年4-7月10年美债利率并未明显上行



资料来源：Wind,平安证券研究所

图表14 历史上，10年美债利率通胀早于政策利率见顶



资料来源：Wind,平安证券研究所

美元：进一步下跌空间有限

欧洲方面，欧元区经济未必有多好。欧元区核心通胀仍然顽固，欧央行虽然加息较晚，但未来仍会至少加息至“限制性水平”，使欧元区经济面临考验。能源和主权债务压力两大风险并未真正解除。一旦国际能源价格反弹，又或者美联储紧缩加码，都可能使上述两大风险重回公众视野，届时欧元汇率仍可能承压。

日本方面，日本经济的韧性建立在宽松货币政策之上，后者对日元的影响更为关键。虽然日本通胀仍在上升，不排除日后货币政策调整和收紧，但资产价格已经开始积极计入相关风险，日元汇率也已经大幅反弹。同时，日本货币政策预计不会像美欧一样“大刀阔斧”地变化。未来一段时间，日元汇率反弹对美元指数的影响，也将逐渐趋弱。

风险提示：国际地缘冲突具有不确定性，美国通胀压力超预期，美国经济下行压力超预期，美联储政策紧缩节奏超预期变化等。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安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。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2023 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 16 层
邮编：100033