

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

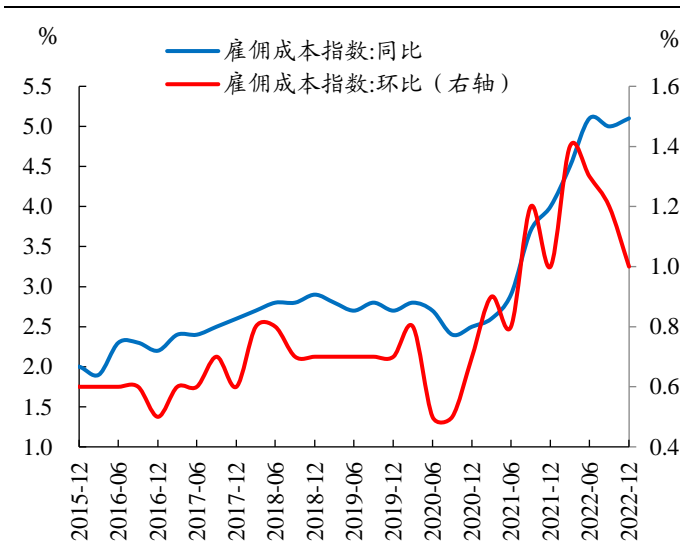
从发布会上鲍威尔的发言和表态来看，仍然延续了较鹰派的表态，即认为历史告诫不能过早放松加息，直至大功告成。从发言稿以及问答来看，鲍威尔认为2022年美国出现了显著的放缓（slowed significantly），真实的GDP增长速度低于潜在趋势1个百分点，消费者支出步伐放慢，房地产市场持续降温，但劳动力市场仍然火热。通胀在过去数月中出现了较为明显的下降，虽然鼓舞人心，但是还需要更多的证据来确定通胀正处在一个可持续下行的通道上，不过好在当前通胀预期锚定的较好，不过这不是自满的理由。目前宣布抗击通胀取得胜利还为时过早（It would be very premature to declare victory），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

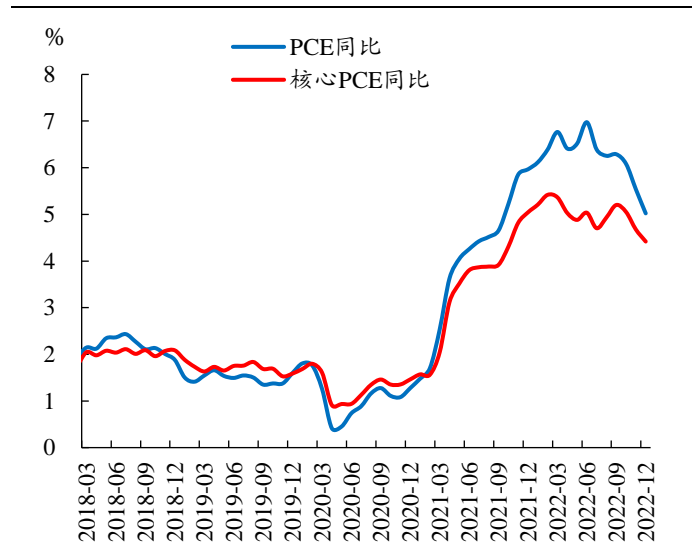
12月份美国新增非农就业22.3万人，虽然新增非农就业数量仍旧较多，且高于市场预期，但是薪资增长同比增长4.6%，较2022年11月降低0.2个百分点，环比增速亦出现下降。美联储关注的雇佣成本指数(ESI)在2022年4季度同比上涨5.1%，环比上涨1.0%，环比增速连续下降，显示美国劳动力市场或仍在韧性放缓（可参考报告《就业虽强劲、加息或放缓——美国12月非农就业数据点评》）。通胀也已经连续多月走低，美联储最为关心的PCE通胀数据在2022年12月同比上升5.0%，核心PCE同比上升4.4%，均较2022年11月份有较大的降幅。从更能反应通胀潜在趋势的截尾平均CPI以及CPI中值两项指标来看，12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



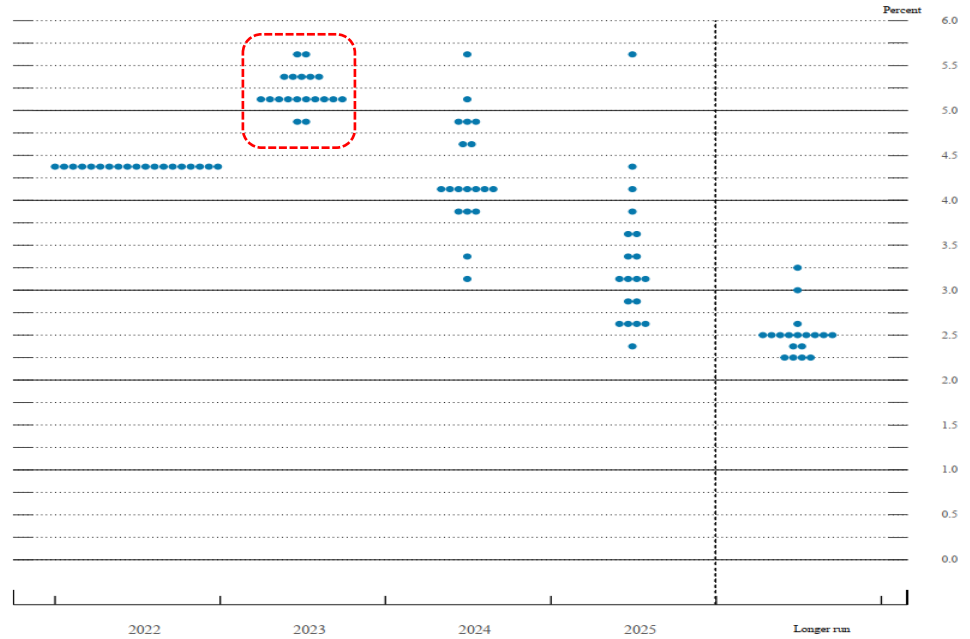
数据来源: FRED、开源证券研究所

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



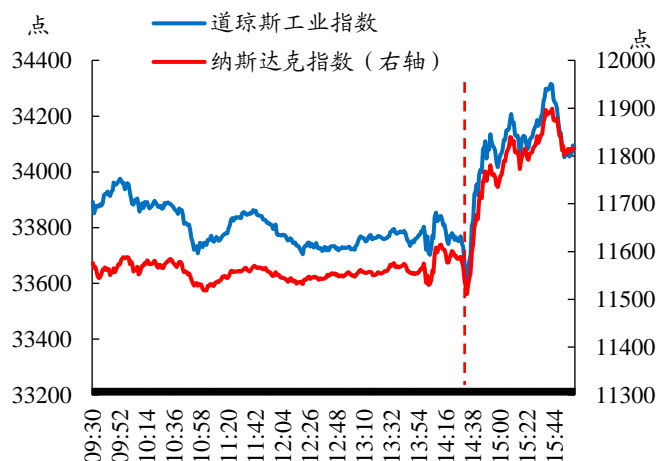
数据来源：美联储、开源证券研究所

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月份以来，美股取得了较为可观的涨幅，美债收益率、美元指数均有较大幅度的回落。我们认为，当前市场与美联储的主要分歧在于通胀的回落速度，市场对通胀回落较为乐观，叠加加息终点基本确定，因此各类风险资产迎来较大的涨幅。但美联储出于政策制定的谨慎，对通胀保持高度警惕，因此表态不会轻易出现放松，双方的分歧还需要后续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。

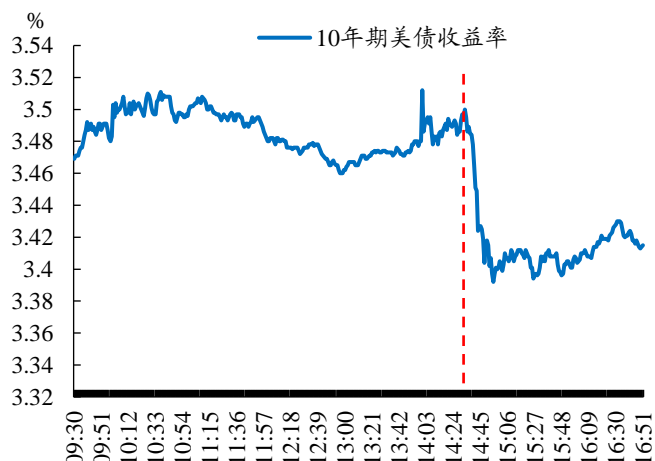
决议发布后，市场整体走势微跌，但发布会后，风险资产涨幅强劲。美股方面，在发布会后，美股快速拉升，最终道琼斯工业指数上涨0.02%，纳斯达克指数上涨2%；美债方面，发布会后，10年期美债收益率快速下跌至3.4%附近；美元方面，亦呈现出相同的回落态势。利率期货显示3月FOMC会议美联储加息25bp概率为85.6%。

图4: 美股最终收涨



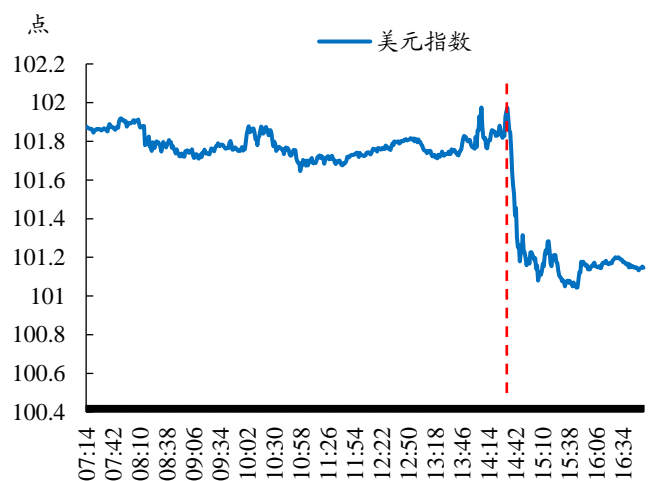
数据来源: Wind、开源证券研究所

图5: 发布会后 10 年期美债收益率走低



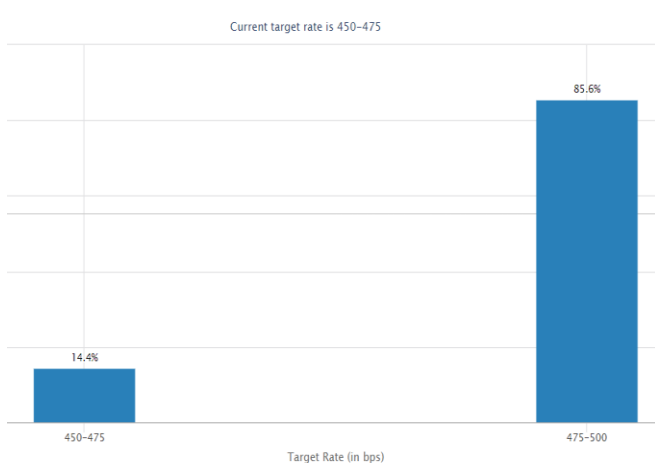
数据来源: Wind、开源证券研究所

图6: 发布会后美元指数快速走低



数据来源: Wind、开源证券研究所

图7: 利率期货显示 3 月份美联储大概率加息 25bp



资料来源: CME

4、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。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn