

美联储加息进入收尾阶段，但年内降息可能性依然偏低

——美联储 2 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 2 月 2 日凌晨，美联储宣布，将联邦基金利率目标区间由 4.25%-4.5% 上调 25 个基点至 4.5%-4.75%，符合市场预期。这是美联储自去年 3 月启动本轮加息周期以来首次放缓加息幅度至 25 个基点。美联储在声明指出，美国通胀已经一定程度上缓和，但仍然高企。声明重申了美国就业增长强劲、失业率保持低位；但并未继续重申去年 3 月“更高的食品、能源价格和更广泛的价格压力有关的供需失衡”的评价。声明重申，委员会（FOMC）高度关注通胀风险，坚定致力于将通胀率恢复至 2% 这一目标。同时，预计继续上调目标区间将是合适的。声明还重申了加息影响的滞后性，为了“判断未来目标范围的上升程度”，委员会将考虑货币政策的累积紧缩、货币政策影响经济活动和通胀的滞后性，以及经济和金融形势变化。同时，本次声明继续重申，在评估合适的货币政策立场时，委员会将继续监控未来的经济数据的影响。这些信息包括了劳动力市场指标、通胀压力和通胀预期指标、金融和国际形势发展的数据等，但不再包括此前提到的“公共卫生数据”。

对此，东方金诚解读如下：

2 月美联储加息幅度回归至常规水平，标志着在美国通胀与薪资增速持续回落，以及去年连续超常规加息对经济的滞后效应开始显现的背景下，美联储政策收紧压力进一步缓解。

自上次议息会议以来，美国多项通胀指标呈持续下降趋势，进一步缓解了美联储收紧压力。去年 12 月美国 CPI 和 PCE 物价指数同比均连续六个月持续回落，其中 CPI 环比转跌；而作为美联储最关注的通胀指标之一，核心 PCE 去年 12 月同比增速也继续放缓并低于美联储对 2022 年底核心 PCE 的预期。此外，同时，最新的非农时薪增速、2022 年四季度雇佣成本指数等反应薪资增长压力的指标也同样稳步趋缓。这表明，在国际能源、食品等供给冲击的价格因素减弱、供应链压力缓解，以及内需降温的共同作用下，美国通胀已初步形成温和回落趋势，美联储继续超常规大幅加息的必要性大为降低。此外，近期多个月度经济数据转弱、PMI 等先行指标均连续下滑、四季度 GDP 显示内生经济增长动能进一步放缓，也印证了货币政策对经济活动的滞后效应已开始有所体现。由此，美联储结束此前的激进加息，自 2 月起恢复常规加息幅度，这将有助于避免出现不必要的深度衰退以及不必要的金融市场波

动。

通胀压力缓和背景下，本轮加息周期即将进入最后收尾阶段。但劳动力市场偏强将制约通胀回落速度，美联储仍将在3月、5月保持25个基点的加息节奏，联邦基金利率将升至5%-5.25%，此后将进入政策观察期。

伴随近期美国通胀数据的持续下行，本次货币政策声明中首次明确承认“通胀一定程度上有所缓和”，结合鲍威尔在新闻发布会上的发言来看，美联储认为通胀已处于回落的初期阶段，且首次提及了“反通胀”进程，这表明美联储对待通胀的态度较此前已明显软化。此外，我们注意到，本次政策声明中，将此前声明中未来利率上调的“速度”修改为“程度”，并强调政策节奏取决于包括货币政策紧缩的累积影响，表明通胀压力缓和后，美联储在未来政策路径中考虑的因素将更为多元化。这意味着美联储加息周期即将进入最后的收尾阶段。

然而，与市场积极反应所体现出的乐观情绪不同，我们认为，本次会议的总体基调并不偏鸽，而是较为中性，美联储对通胀回落速度的预期，包括停止加息及降息的态度都偏谨慎，政策声明中也仍然保留了“持续加息”的措辞。结合我们对于通胀走势的判断，今年上半年美联储可能仍将有2次左右的加息。

根据鲍威尔的发言，当前商品与住房通胀下行趋势已较为确定，未来美联储将主要关注“非住房核心服务通胀”，这意味着劳动力市场紧张状况是否缓解、薪资增速能否有效回落，将是判断未来美联储货币政策走向的重要依据。考虑到当前职位空缺率仍处于较高水平，薪资增速同比也保持在4%以上的高位，劳动力供给改善有限，劳动力市场仍将在今年上半年持续保持“边际降温但依然偏紧”的状态。这意味着即使上半年在基数效下，美国整体通胀同比将加速回落，但在偏强的劳动力市场以及住房通胀粘性支撑下，核心服务通胀的回落速度也将受到较大制约，很难快速降至美联储合意的目标水平。这也意味着二季度之前，通胀大概率达不到美联储暂停加息的条件。因此，我们判断，为平衡“加息不够导致高通胀延续”以及“加息过度造成不必要的经济下行压力”这两种风险，继2月加息25个基点后，美联储在上半年仍将持续加息2次——3月和5月将各加息25个基点，直至政策利率升至5%-5.25%，此后停止本轮加息，并进入政策观察期。

考虑到美国经济在本轮加息周期中展现出强于预期的韧性，今年基本面出现深度衰退的概率不高，加之下半年通胀不确定性增强，2023年年内转向降息的可能性不大，不宜过早押注政策转向的时间点。

鲍威尔在新闻发布会上明确表示，“如果经济前景符合美联储预期，今年看不到降息”。这与近期

利率期货市场已计入今年降息预期的政策路径发生了较大偏离。这背后的原因主要在于市场与美联储对于经济基本面以及通胀下行速度的判断存在差异。当前市场持续定价经济衰退，且预期通胀会更快速地下行，导致金融市场条件持续宽松，但美联储仍然预测今年经济能维持增长，仍有“软着陆”的可能性。

我们判断，近期各项高频及前瞻性宏观经济指标均指向美国总需求转弱、经济下行压力不断加大，因此 2023 年经济趋势性下行，甚至轻度衰退可能难以避免。但服务消费支撑下，美国经济并未失速：2022 年全年美国实际 GDP 增速为 2.1%，仍位于长期趋势之上。2023 年，劳动力供给不足将支撑薪资增速保持上行，叠加超额储蓄、消费信贷的支撑，以及通胀下行，将令短期内消费仍有保障，美国经济将维持较强韧性，下行速度偏缓、衰退的时点偏晚，陷入深度衰退的可能性较低。同时，考虑到今年下半年基数效应减退后，通胀仍可能有反弹风险，因此，无论是从通胀还是基本面来看，2023 年年内都大概率难以构成触发降息的条件，因此不宜过早押注政策转向的时间点。

权利及免责声明：

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、研究观点等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以任何方式传播。未获书面授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方或/及发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

本研究报告的结论，是在最初发表本报告日期当日按照东方金诚的研究流程及标准做出的独立判断，遵循了客观、公正的原则，未受第三方组织或个人的干预和影响。东方金诚可能不时补充、修订或更新有关信息，也可能发出其他与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但没有义务和责任更新本报告并通知报告使用者。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本声明为本研究报告不可分割的内容，任何使用者使用或引用本报告，应转载本声明。并且，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。