

美联储谨慎传递进一步转向信号

证券研究报告

2023年02月03日

2月美联储 FOMC 点评

摘要

2月 FOMC 美联储如期加息 25bp，但市场更关注的是，美联储如何评估当前经济与通胀态势，以及如何评估后续加息路径。

美联储声明在通胀评估与后续加息原则上做了两处调整，结合会后鲍威尔看似谨慎但并无新意且充满回避态度的回答，我们评估，鲍威尔看似谨慎的表态背后，其实已经传递了进一步转向信号。

这意味着，市场仍可以持续交易流动性宽松预期，对市场是重要利好。鲍威尔发言后，美元美债均明显回落，美股则强劲反弹。

历史回顾，PCE 服务项同比与 ECI 同比对美联储加息路径具有重要指示意义。根据我们对 ECI 同比与服务业 PCE 同比的预测，我们目前不排除美联储可能在3月加息后暂停加息，并从四季度起开始降息的可能。

我们判断，目前美元美债的主导因素仍是美联储行为、以及市场对美联储行为的预期。市场能够持续交易美联储边际转向，美元美债就可能延续回落行情。

后续美元指数如果持续回落，对于人民币避险资产就会构成压力。

风险提示：美国经济与通胀发展超预期、海外风险事情演绎超预期、美联储货币政策调整超预期、中国疫情发展超预期

作者

孙彬彬 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516090003
sunbinbin@tfzq.com

廖翊杰 联系人
liaoyijie@tfzq.com

近期报告

- 1 《固定收益：天风总量每周论势 2023 年第 4 期 - 天风总量联席解读（2023-2-1）》 2023-02-01
- 2 《固定收益：1 月数据怎么看？ - 固收数据预测专题》 2023-02-01
- 3 《固定收益：开年拼经济，地方政府如何表态？ - 固收地方两会专题》 2023-01-31

内容目录

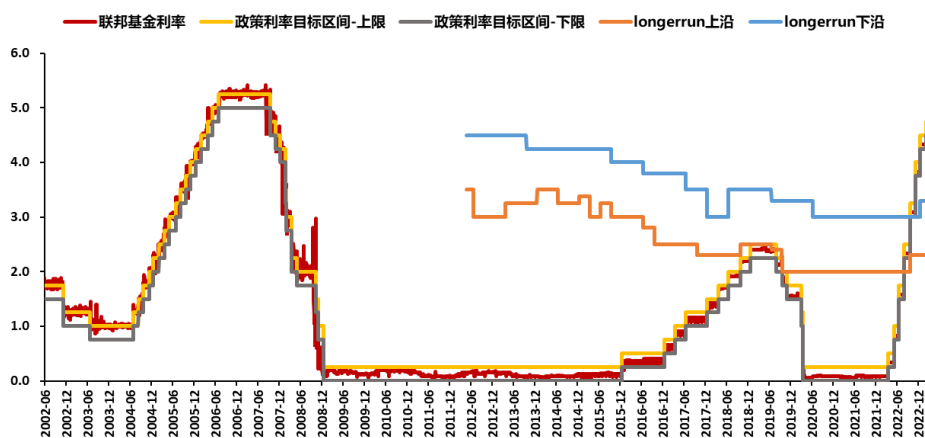
1. 如何理解美联储政策意图与会后市场反映?	3
2. 如何评估后续加息路径?	6
3. 如何看待后续美元美债?	8
4. 对国内债市意味着什么?	10

图表目录

图 1: 美联储政策利率 (%)	3
图 2: 美国 PCE 同比 (%)	4
图 3: 美国 ISM-PMI 制造业 (%)	4
图 4: 美国职位空缺数与空缺率 (千人、%)	4
图 5: GSCPI (%)	4
图 6: FEDWATCH 隐含市场预期的加息路径 (%)	5
图 7: 2022 年 12 月美联储加息点阵图	5
图 8: 美联储 FOMC 决议与声明比较	6
图 9: PCE 服务项同比、ECI 同比与美联储加息重点的历史数据 (%)	7
图 10: 非农时薪同比与 ECI 同比 (%)	7
图 11: 美元指数与十年 TIPS (%)	8
图 12: 美元指数与 VIX (%)	8
图 13: 美元指数与加息预期 (%)	8
图 14: 隐含通胀与加息预期 (%)	8
图 15: 美联储加息尾声全球风险未必出清 (%)	9
图 16: 加息终点与美债利率 (%)	9
图 17: 10-2 美债利差 (%)	9
图 18: 十年国债与美元指数 (%)	10

2月2日，美联储2月FOMC决议将政策利率目标区间提高25bp至4.5-4.75%¹，会后鲍威尔召开发布会²，进一步与市场进行沟通政策意图。如何理解美联储政策意图与会后市场反映？后续美联储加息路径与美元美债怎么看？对国内债市意味着什么？

图1：美联储政策利率（%）



资料来源：WIND、天风证券研究所。注：加息至高于 longerrun 上沿意味着利率处在限制性水平。

1. 如何理解美联储政策意图与会后市场反映？

我们注意到，相较于前两次 FOMC，特别是被市场认为具有重要边际转向意义的 2022 年 11 月 FOMC，本次 FOMC 声明主要有两处不同。

第一，在基本面评估部分，美联储调整了对通胀态势的评估。美联储最新评估，通胀虽然居高不下，但已经有所缓解，并删除了“反映出与疫情相关的供需失衡、食品和能源价格上涨以及更广泛的价格压力”的表述。根据美国最新 PCE 数据，随着商品通胀见顶后较快回落，美国通胀目前症结主要是服务通胀，上述表述调整较恰如其分。

美联储持续评估支出和生产略有增长；就业增长强劲，失业率仍然很低。反映出美联储对软着陆前景较为乐观，与近期经济数据与调查数据所透露信息也较为吻合。根据 ISM-PMI 最新受访企业调查情况反馈³，美国制造业对软着陆前景尚不悲观，虽然企业主动的库存管理使得制造业景气度回落，但为了在准备下半年的生产扩张，招聘需求并非减少反而有所扩张，正好对应了美国最新职位空缺数的较强劲扩张。

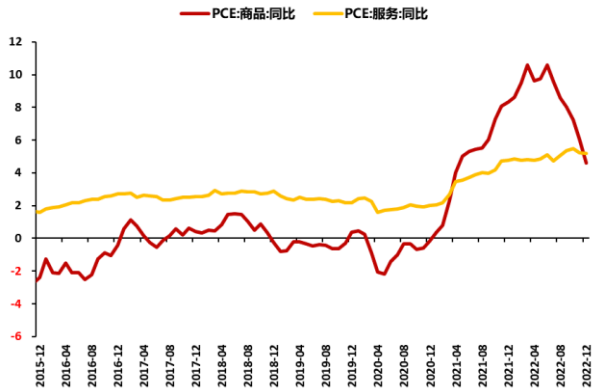
而在风险评估部分，美联储评估俄乌冲突仍加剧全球不确定性，但删除了“相关事件正加剧通胀风险，并给全球经济带来压力”的表述。我们认为，这意味着美联储评估海外风险事件对美国经济与通胀的冲击已经收敛。纽约联储发布的全球供应链压力指数也表明，全球供应链的修复逐步接近尾声。

¹ <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20230201a.htm>

² <https://www.federalreserve.gov/mediacenter/files/FOMCpresconf20230201.pdf>

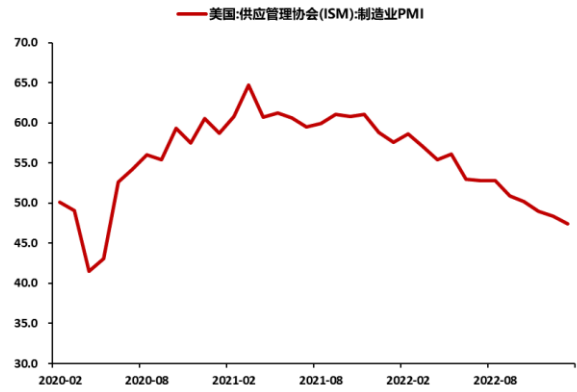
³ <https://www.ismworld.org/supply-management-news-and-reports/reports/ism-report-on-business/pmi/january/>

图 2：美国 PCE 同比 (%)



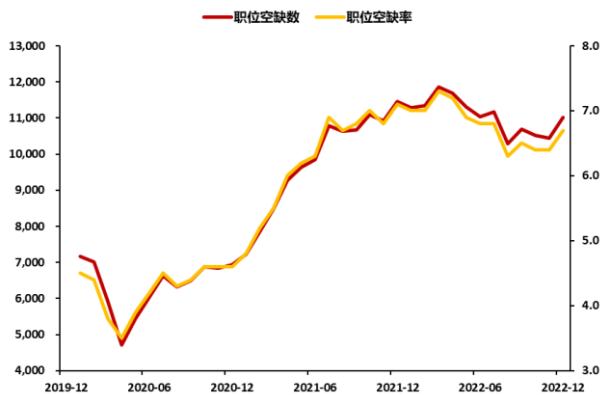
资料来源：BEA、天风证券研究所

图 3：美国 ISM-PMI 制造业 (%)



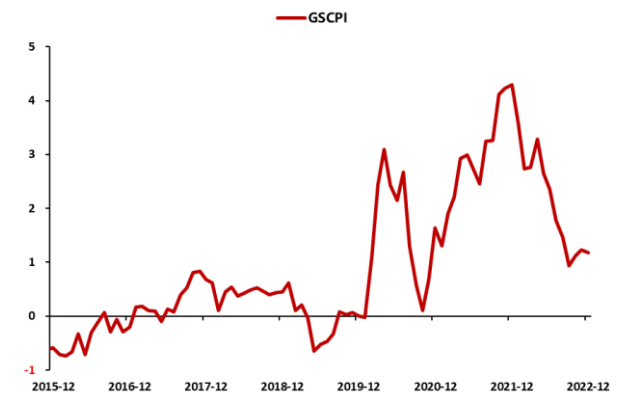
资料来源：WIND、天风证券研究所

图 4：美国职位空缺数与空缺率 (千人、%)



资料来源：WIND、天风证券研究所

图 5：GSCPI (%)



资料来源：NYFED、天风证券研究所

换言之，我们评估，美联储对基本面评估的表述调整，背后均有近期数据的充分支撑。

第二，美联储进一步压缩了加息幅度，并调整了后续加息路径的参考标准。美联储声明表示，在确定未来在目标区间上的加息幅度（原为加息速度）时，将考虑货币政策的累积紧缩，政策调整对经济和通胀的滞后影响，以及经济和金融的发展态势。结合鲍威尔会后发言，不难理解，将速度调整为幅度，意味着美联储已经开始明确讨论暂停加息。

仅从鲍威尔会后发言来看，美联储在做出相应调整时仍较为谨慎。鲍威尔表示，如果经济与通胀能够如预期（2022 年 12 月 SEP）发展，美联储可能会再加息几次后暂停加息，言外之意，美联储可能还将有至少两次加息，即在 5 月停止加息。并且明确表示没有考虑过暂停加息后重新加息的可能，预计不会在 2023 年降息，且不排除再度大幅加息可能。

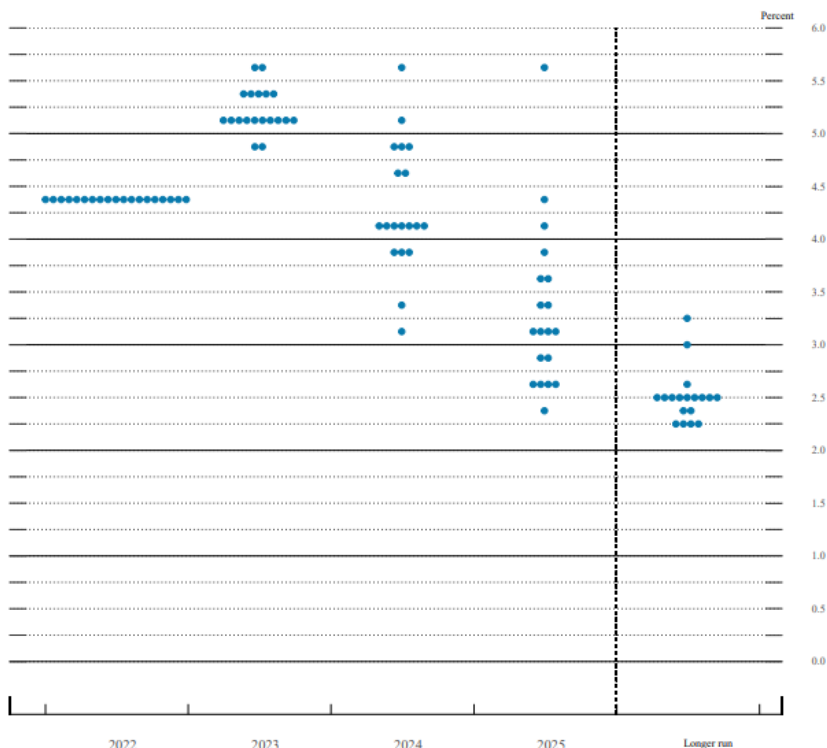
但如果对比 2022 年 12 月加息点阵图不难发现，鲍威尔看似谨慎的表态，不过是重复上次会议已经传递的加息路径而已。而且鲍威尔在会上表示，目前委员会还没有调整对经济与通胀前景的评估。这也意味着，如果美联储在 3 月会议上调整了经济与通胀预测，先前传递的加息路径也存在相应调整的可能。

图 6：FEDWATCH 隐含市场预期的加息路径（%）

MEETING PROBABILITIES								
MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2023/3/22	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	14.4%	85.6%	0.0%	0.0%
2023/5/3	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	8.5%	56.4%	35.1%	0.0%
2023/6/14	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	8.3%	55.6%	35.5%	0.6%
2023/7/26	0.0%	0.0%	0.0%	2.1%	20.0%	50.6%	26.8%	0.5%
2023/9/20	0.0%	0.0%	0.8%	9.3%	32.3%	41.1%	16.3%	0.3%
2023/11/1	0.0%	0.4%	4.6%	19.4%	36.2%	30.1%	9.2%	0.2%
2023/12/13	0.3%	4.0%	17.6%	34.1%	30.9%	11.8%	1.3%	0.0%

资料来源：CME、天风证券研究所

图 7：2022 年 12 月美联储加息点阵图



资料来源：FED、天风证券研究所

相较于 2022 年 12 月会议召开时，随着市场通胀预期持续回落，会前市场预期的美联储后续加息路径，即 3 月暂停降息且在四季度起开启降息，已经明显向下偏离先前美联储加息点阵图传递的隐含路径。面对市场流动性宽松预期的提前调整，我们认为，鲍威尔的回避姿态传递了两方面含义：其一，鲍威尔并未否定市场预期调整的合理性；其二，重申了美联储对抗通胀的决心，不希望市场过度交易流动性宽松预期，抵消美联储加息努力。

因此我们评估，鲍威尔看似谨慎的表态背后，其实已经传递了进一步转向信号。这意味着，市场仍可以持续交易流动性宽松预期，对市场是重要利好。因此在鲍威尔发言后，美元美债均明显回落，美股则强劲反弹。

图 8：美联储 FOMC 决议与声明比较

	2023年2月	2022年12月	2022年11月
基本面评估	支出和生产略有增长；就业增长强劲，失业率仍然很低； 通胀有所缓解 ，但仍居高不下。	支出和生产略有增长；就业增长强劲，失业率仍然很低；通胀仍居高不下， 反映出与疫情相关的供需失衡、食品和能源价格上涨以及更广泛的价格压力。	支出和生产略有增长；就业增长强劲，失业率仍然很低；通胀仍居高不下，反映出与疫情相关的供需失衡、食品和能源价格上涨以及更广泛的价格压力。
风险评估	俄乌冲突正造成巨大的人类和经济困难， 并加剧全球不确定性 ，委员会高度关注通胀风险。	俄乌冲突正造成巨大的人类和经济困难， 相关事件正加剧通胀风险，并给全球经济带来压力 ，委员会高度关注通胀风险。	俄乌冲突正造成巨大的人类和经济困难，相关事件正加剧通胀风险，并给全球经济带来压力，委员会高度关注通胀风险。
政策目标	寻求在长期内实现最大就业和2%通胀目标。	寻求在长期内实现最大就业和2%通胀目标。	寻求在长期内实现最大就业和2%通胀目标。
决议声明	决定提高政策利率的目标区间 25bp至4.5-4.75% ；预计持续提高目标区间是适当的。仍将按计划减少持有的国债和MBS。	决定提高政策利率的目标区间 50bp至4.25-4.5% ；预计持续提高目标区间是适当的。仍将按计划减少持有的国债和MBS。	决定提高政策利率的目标区间 75bp至3.75-4% ；预计持续提高目标区间是适当的。仍将按计划减少持有的国债和MBS。
声明基础	在确定未来在目标区间上的 加息幅度 时，将考虑货币政策的累积紧缩，政策调整对经济和通胀的滞后影响，以及经济和金融的发展态势。	在确定未来在目标区间上的 加息速度 时，将考虑货币政策的累积紧缩，政策调整对经济和通胀的滞后影响，以及经济和金融的发展态势。	在确定未来在目标区间上的加息速度时，将考虑货币政策的累积紧缩，政策调整对经济和通胀的滞后影响，以及经济和金融的发展态势。
政策重心	坚定地致力于将通胀恢复至2%目标。	坚定地致力于将通胀恢复至2%目标。	坚定地致力于将通胀恢复至2%目标。
立场评估	在评估货币政策的适当立场前，将继续监测传入数据对经济前景的影响。	在评估货币政策的适当立场前，将继续监测传入数据对经济前景的影响。	在评估货币政策的适当立场前，将继续监测传入数据对经济前景的影响。
决议调整	一致决定提高储备金支付利率 25bp至4.65% ；相应提高政策利率目标区间至4.5-4.75%；提高隔夜回购协议最低利率至4.75%，总额度5000亿美元；以4.55%利率和每日1600亿美元限额进行隔夜逆回购操作；继续每月降低所持的600亿美元国债与350亿MBS；提高主要信贷利率至4.75%。	一致决定提高储备金支付利率 50bp至4.4% ；相应提高政策利率目标区间至4.25-4.5%；提高隔夜回购协议最低利率至4.5%，总额度5000亿美元；以4.3%利率和每日1600亿美元限额进行隔夜逆回购操作；继续每月降低所持的600亿美元国债与350亿MBS；提高主要信贷利率至4.5%。	一致决定提高储备金支付利率 75bp至3.9% ；相应提高政策利率目标区间至3.75-4%；提高隔夜回购协议最低利率至4%，总额度5000亿美元；以3.8%利率和每日1600亿美元限额进行隔夜逆回购操作；继续每月降低所持的600亿美元国债与350亿MBS；提高主要信贷利率至4%。

资料来源：FED、天风证券研究所

2. 如何评估后续加息路径？

如前所述，市场集中关注后续潜在加息路径。根据 CME 的美联储观察工具，目前市场预期美联储可能在 3 月加息后暂停加息，并从四季度起开始降息，**当前市场预期是否合理？**

考虑美联储加息逻辑与历史数据，我们整理提出了一份预测美联储加息路径的定量框架模型，希望能够给予市场参考。

首先，美联储将政策利率提高至限制性水平，关键就是对抗高通胀。而在通胀数据中，对长期通胀中枢有最重要影响的，无疑是薪酬增速水平。因此**从逻辑出发，美联储加息路径最应该参考的正是薪酬增速、及其预期水平。**

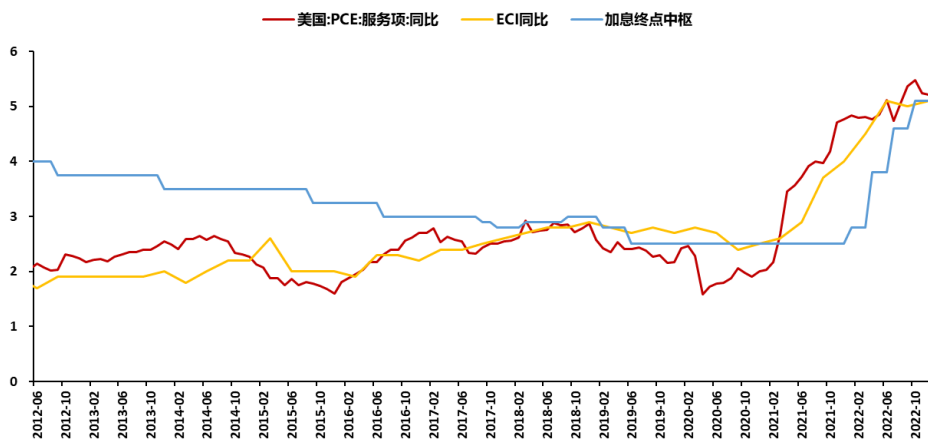
美联储通胀监测指标体系中，最重要的薪酬跟踪指标是雇佣成本指数（Employment Cost Index, ECI）与非农薪酬数据。相比较月度的非农数据，季度的雇佣成本指数虽然牺牲了部分时效性，但因为其具有覆盖面较广，考虑受访者权重、纳入福利体系、以及波动相对较小等特征，成为了美联储薪酬监测体系中最受关注的指标。

历史观察，PCE 服务项同比与 ECI 同比对美联储加息峰值具有重要指示意义。当美联储加息终点位置能够确定性的持续高于服务业 PCE 同比，并持续推动服务业 PCE 同比与 ECI 同比下行后，美联储加息进程或结束。

2022 年四季度 ECI 同比为 5.1%，仍然高于当前政策利率。但是我们预测，即便严格设定后续环比增速，2023 年一季度（4 月中下旬发布），ECI 同比有很高概率回落至 5%以下；2023 年三季度起（10 月中下旬发布），ECI 同比也有很高概率回落至 4.75%以下。进而也可以期待 PCE 服务业通胀如期回落。

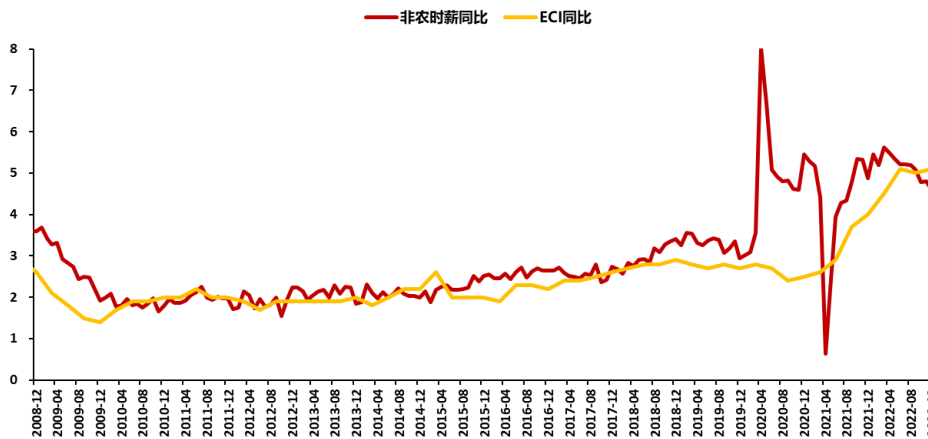
参考非农薪酬同比对 ECI 同比的领先意义，目前非农薪酬同比已经见顶并加速回落至 4.6%，后续 ECI 同比的持续回落确实是可以期待的。

图 9：PCE 服务项同比、ECI 同比与美联储加息重点的历史数据（%）



资料来源：WIND、天风证券研究所

图 10：非农时薪同比与 ECI 同比（%）



资料来源：WIND、天风证券研究所

根据我们的定量框架模型，我们目前不排除美联储可能在 3 月加息后暂停加息，并从四季度起开始降息的可能。

换言之，我们认为，目前市场对后续加息路径的预期其实是较为合理且克制的，仍存在进一步交易空间。

如果后续两份非农薪酬数据与 4 月中下旬发布的 ECI 同比能够验证市场预期，理论上美联储确实存在进一步转向可能。

3. 如何看待后续美元美债？

首先是美元。

我们在团队前期报告《美元回落对国内债市意味着什么？》中已经明确，本轮美联储行为主导的流动性预期变化是本轮美元强弱的主导因素。

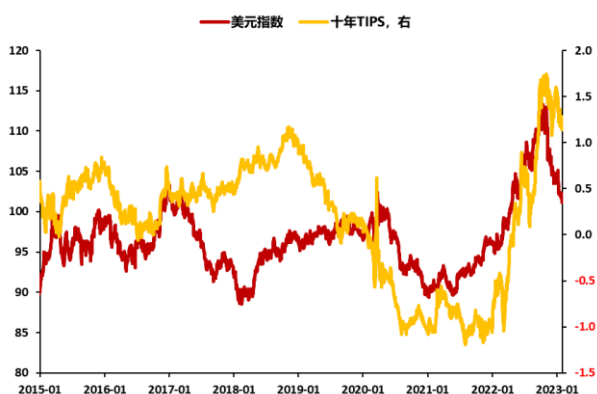
既然我们判断后续市场能够持续交易流动性边际宽松预期，美元继续回落就可以期待。

节奏上看，如果在3月、5月议息会议期间，市场能够明确观测到服务通胀回落信号，且美联储进一步边际转向得到验证，美元就存在向下跌破100的可能。

另外，风险偏好也是影响美元的另一重要因素。

2022年11月初至今，全球风险偏好提振对美元走弱亦有影响。但随着全球避险情绪逐步回归常态化水平，后续美元走势判断还是要集中关注美联储行为。

图 11：美元指数与十年 TIPS (%)



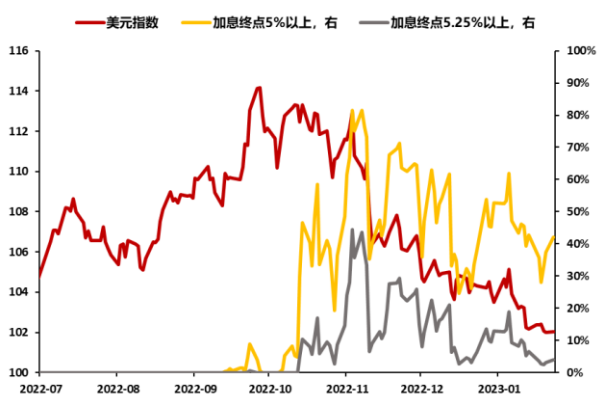
资料来源：WIND、天风证券研究所

图 12：美元指数与 VIX (%)



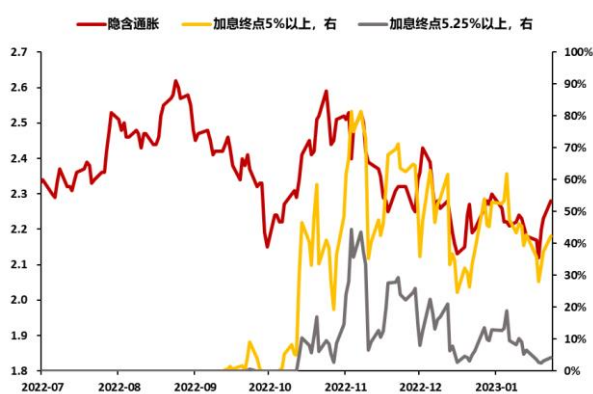
资料来源：WIND、天风证券研究所

图 13：美元指数与加息预期 (%)



资料来源：WIND、CME、天风证券研究所

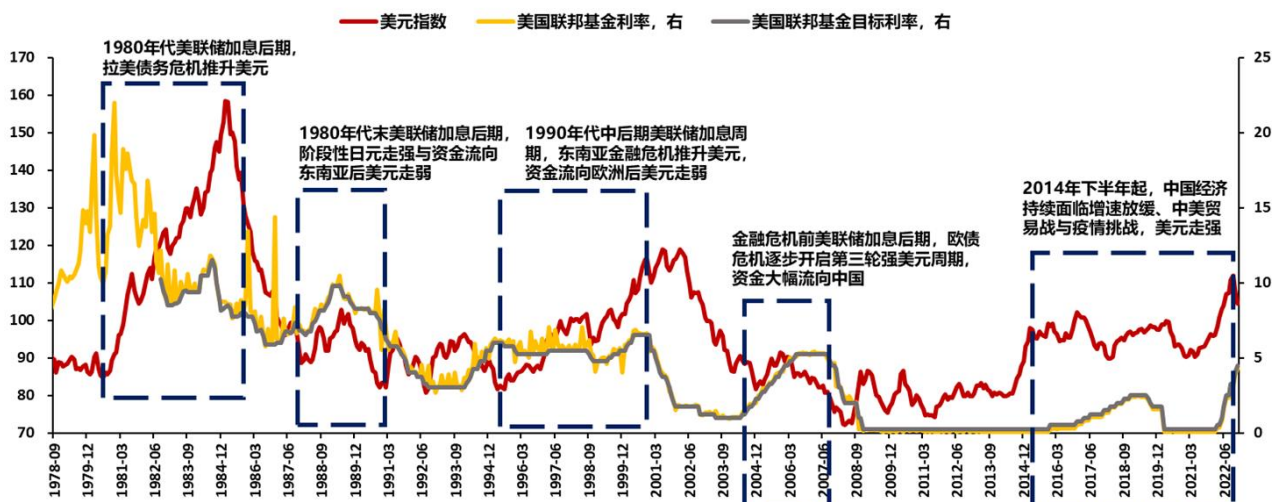
图 14：隐含通胀与加息预期 (%)



资料来源：WIND、天风证券研究所

当然，我们需要提示的是，美联储加息尾声，全球风险事件往往存在加速暴露风险。目前，全球风险正处在收敛状态。但建议市场还是对海外可能的风险事件保持关注。

图 15：美联储加息尾声全球风险未必出清（%）



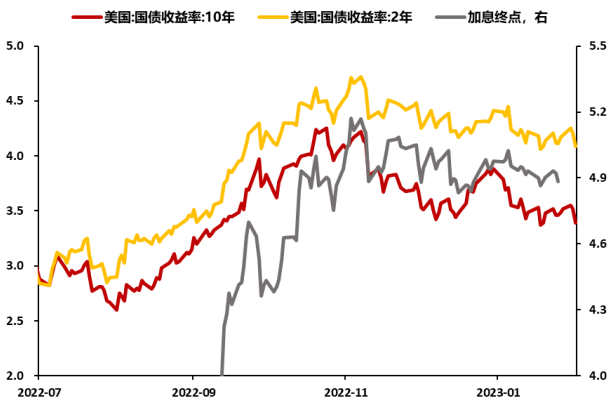
资料来源：WIND、天风证券研究所

美债方面，目前美联储已经加息至限制性水平，其意图主要是对抗通胀，因此通胀预期与美联储行为同样是影响美债的主导因素。

与美元类似，我们预计长端美债仍存在一定回落空间。但在薪酬同比的回落预期得到数据确认前，在美联储释放进一步转向信号前，我们还是维持十年美债 3-4% 的区间定价。

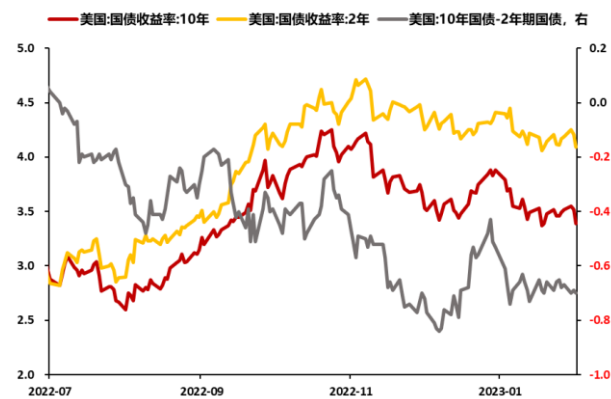
鉴于我们评估，后续美国经济景气度或仍将持续回落但倾向于最终软着陆，预计后续 10-2 美债利差小幅收窄。

图 16：加息终点与美债利率（%）



资料来源：WIND、CME、天风证券研究所

图 17：10-2 美债利差（%）



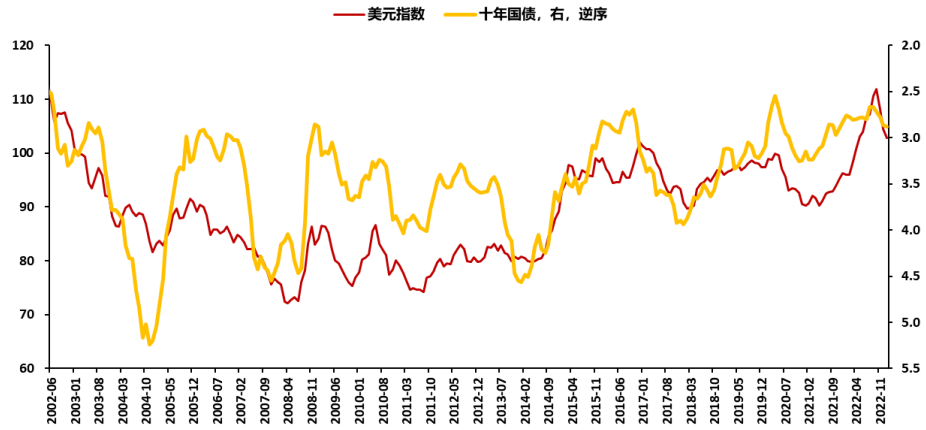
资料来源：WIND、天风证券研究所

4. 对国内债市意味着什么？

我们在团队前期报告《美元回落对国内债市意味着什么？》中有过讨论，虽然具体影响渠道非常复杂，但十年国债与美元指数的稳健相关性，还是能够辅助我们判断国内债市。

后续美元指数如果持续回落，对于人民币避险资产就会构成压力。

图 18：十年国债与美元指数（%）



资料来源：WIND、天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com