

加息回归常态，紧缩趋于尾声

——美联储 2 月议息会议点评

研究院 FICC 组

研究员

孙玉龙

✉ sunyulong@htfc.com

从业资格号: F3083038

投资咨询号: Z0016257

徐闻宇

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号: F0299877

投资咨询号: Z0011454

蔡劭立

✉ caishaoli@htfc.com

从业资格号: F3056198

投资咨询号: Z0015616

高聪

✉ gaocong@htfc.com

从业资格号: F3063338

投资咨询号: Z0016648

投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1289 号

策略摘要

我们认为，通胀压力实质性缓解及经济面临进一步下行压力的背景下，美联储减缓加息步伐具备持续性，今年上半年加息幅度回归每次调整 25bp 的常态，下半年紧缩周期暂告一段落，是否美联储会于年内转为降息仍存疑。

依然相对看好贵金属、股指、非美货币等受益于紧缩预期边际减弱的大类资产，但需警惕前期已有较大幅度下行的美元阶段反弹带给市场的短期负面冲击；配置思路仍坚持内强外弱的主线，建议重点关注受益于国内复工复产的焦煤钢矿等板块，以及受益于国内消费企稳复苏的软商品。

核心内容

■ 事件

北京时间 2 月 2 日周四，在美联储 FOMC 货币政策会议上，美联储宣布了 2023 年的第一次加息，加息 25bp 至 4.5%-4.75%，符合市场预期。

■ 会议要点

会议声明要点如下：一、将基准利率上调至 4.5%-4.75% 区间，同时，将贴现率从 4.5% 上调至 4.75%；二、决议声明重申，继续加息可能是适宜的，将研究未来加息的“程度”；三、将继续按原定计划缩表——削减所持美国国债和抵押贷款支持证券（MBS）；四、美国通胀已经在一定程度上放缓，但仍然偏高，重申高度关注通胀风险；五、就业人口增幅一直都是强有力的，失业率仍然偏低。

会后鲍威尔新闻发布会要点：一、FOMC 正在讨论再加息几次至限制性水平，之后就暂停，并没有探索暂停加息之后再重新开始加息的可能性，如果需要恢复 12 月以前的加息力度，美联储将那样做；二、三个月期（季度性）核心 PCE 通胀指标相当低，但 FOMC 将在宣布抗通胀胜利方面保持警惕；三、劳动力市场的供需关系仍然“极端紧俏”，JOLTS 职位空缺数据可能是一个重要的就业指标；四、不要假设发生债务违约时美联储能保护经济，唯一的出路是国会上调债务上限，在化解债务上限问题期间，FOMC 将监控货币市场。

■ 会议点评

通胀回落助力加息节奏放缓，但就业市场的高景气度不支持立即暂停加息。美国 12 月 CPI 同比 6.5%，预期 6.5%，前值 7.1%；CPI 环比 -0.1%，预期 -0.1%，前值 0.1%；

核心 CPI 同比增 5.7%，预期 5.7%，前值 6.0%。同比自 2022 年以来首次跌破 7%，环比自 2020 年春天后首次出现转负；从分项看，拖累美国通胀的主要因素仍是能源价格的下滑，食品价格增速放缓和汽车价格延续回落又进一步施压整体通胀水平。我们预计国际能源价格持续不振的情形下，美国 CPI 下行趋势将在今年延续，不排除回落幅度继续超预期的可能。同时，美国就业市场的韧性持续，12 月非农数据总体乐观，平均时薪环比增长 0.3%，低于预期的 0.4%；美国新增非农就业 22.3 万人，高于预期的 20.2 万人；季调失业率为 3.5%，低于预期的 3.7%。我们认为，通胀趋势回落促使美联储加息步伐将放缓，但强劲的就市场不支持美联储立刻暂停加息或转为降息。

加息步调如期放缓，且释放的政策基调有明显的转鸽迹象。鲍威尔在发布会上强调达到限制性立场的水平已不远，导致市场对于美联储今年年中转为降息的预期显著升温。我们分析，美联储本次释放的政策基调偏鸽派，主要原因在于通胀压力减轻后，对于美国经济硬着陆的担忧依然存在，美联储仍希望在完成控制通胀目标的同时，经济不出现大幅衰退。

今年上半年回归 25bp 的调升常态，下半年大概率结束紧缩周期，转为暂停加息或降息。我们认为，通胀保持高位粘性，就业强劲促使美联储上半年难以停止加息，但下半年随着通胀压力进一步减轻，就业景气度见顶回落，衰退预期进一步发酵，美联储有望暂停加息甚至转为降息，这意味着美国自 2022 年开启的紧缩周期暂告一段落。

■ 行情分析

1 月发布会后，大类资产的波动幅度较高，风险资产分化，商品表现明显弱于股指。道指收涨 0.02%，标普 500 收涨 1.05%，纳指收涨 2%；美债利率直线跳水，10Y 收跌至 3.429%，2Y 收跌至 4.115%；美元指数跌 0.93%，伦敦金现涨 1.18%；布伦特原油期货跌 2.97%，WTI 原油期货跌 2.78%。可以明显看出，1 月释放的鸽派信号对于股市的提振效应非常明显，但商品市场更倾向于交易衰退预期升温的逻辑。

1 月以来，风险资产边际转好，全球股市表现亮眼。比特币、全球非必需消费品指数、恒生指数、创业板指、纳指等领涨，非美发达国家债券利率和天然气领跌，反映出随着能源价格的继续下跌，通胀预期降温，海外紧缩预期边际减弱，从而支撑多数股指和商品呈现企稳回升。

掉期互换市场预期加息放缓是年内趋势，紧缩周期大概率于下半年暂告一段落。美联储利率决议后，掉期互换市场预测今年 6 月份到年底利率将大概率下调 50bp，政策利率料在 6 月份达到 4.9%，与 12 月挂钩的隔夜贷款利率目前交易价为 4.40%。就近两次议息预期而言，3 月加息 25bp 的概率为 84%，5 月份加息的预期亦下降。

中长期而言，需要警惕 10Y-2Y 美债利率倒挂加深信号下的持续交易衰退预期的风险。虽然美国就业市场依然保持较强韧性，但随着通胀的持续超预期回落，经济下行压力将

进一步凸显，衰退交易情境已成为近期市场主线并有望延续全年，美债 10y 利率与 2y 利率出现 1980 年代初以来最严重的倒挂，已达到近 80bp。通过复盘衰退时期的资产价格表现来看，一、股指表现较为中性，并非必然下跌，纳指上涨概率为 57%，道指上涨概率为 43%；二、商品下行概率较大，黄金相对抗跌，原油及其他主要商品上涨概率仅 14%，黄金上涨概率超 50%；三、美元指数易涨难跌，美债利率易跌难涨，美元上涨概率超 70%，美债利率上涨概率仅 14%。

美联储 2023 年加息节奏延续放缓趋势，美元下行大趋势难改，但需警惕衰退预期升温引发避险资金回流美国，从而带来美元阶段反弹的风险。虽然持续下行的美元净多持仓仍有望支撑美元延续下行趋势，但考虑到欧元兑美元的多头拥挤度处于历史高位，需警惕衰退预期升温引发避险资金回流美国，从而带来美元阶段反弹的风险。

综上所述，我们认为，**通胀压力实质性缓解及经济面临进一步下行压力的背景下，美联储减缓加息步伐具备持续性**，今年上半年加息幅度回归每次调整 25bp 的常态，下半年紧缩周期暂告一段落，是否美联储会于年内转为降息仍存疑。

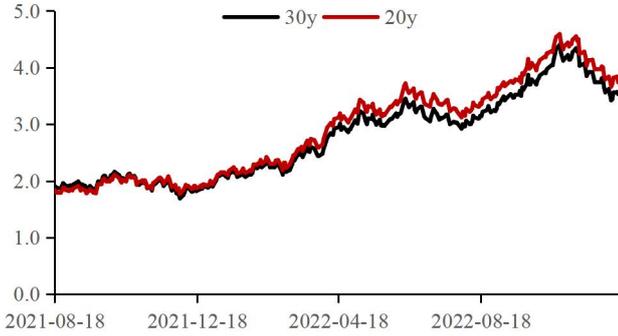
依然相对看好贵金属、股指、非美货币等受益于紧缩预期边际减弱的大类资产，但考虑到衰退预期仍未降温，且年内是否降息仍具不确定性，**仍需警惕前期已有较大幅度下行的美元阶段反弹带给市场的短期负面冲击**。由于欧美经济仍面临不小的下行压力，海外衰退预期未退的背景下，预计大宗商品仍以分化为主，配置思路仍坚持内强外弱的主线，建议重点关注受益于国内复工复产的焦煤钢矿等板块，以及受益于国内消费企稳复苏的软商品。

表 1： 近几次重要 FOMC 议息会议摘要

| | 2023 年 1 月会议 | 2022 年 12 月会议 | 2022 年 11 月会议 | 2022 年 9 月会议 |
|-------------|--|--|--|---|
| 经济活动 | 失业率保持低位, 就业增长势头强劲, 劳动力市场 (的供需关系) 仍然“极端紧俏”。JOLTS 职位空缺数据“可能是一个重要的就业指标”。 | 当前中性的失业率偏高, 但失业率上升并不意味着劳动力市场走软, 美国存在一个结构性的劳动力供应短缺, 在平均小时薪资增幅放缓方面, 没有看到太多的进展 | 劳动力市场非常强劲, 职位空缺指标现在变得异乎寻常的重要, 并未看到薪资/物价螺旋上升, 就业市场过热, 劳动力供不应求。 | 最近的指标显示支出和生产增长放缓, 劳动力市场供需关系相当紧俏, 仍然缺乏 (供需) 平衡关系, 就业市场非常可能会出现某种程度上的软着陆。 |
| 通胀 | 通胀已经在一定程度上放缓, 但仍然偏高。 | 通胀仍然偏高, 这在一定程度上体现出 (供需) 失衡问题。 | 通胀仍然偏高, 这在一定程度上体现出 (供需) 失衡问题。 | 通胀仍然高企, 反映出与疫情有关的供需失衡、能源价格上涨和更广泛的物价压力。 |
| 对后续经济和通胀的观点 | 存在可以让通胀降至 2%, 同时不会出现经济大幅衰退的路径, 美国经济仍可能软着陆。 | 经济预期概要 (SEP) 中, 美联储对美国 GDP 的预期不符合爆发经济衰退的标准。 | 美国经济仍有可能会软着陆, 但窗口正在变窄。没人知道美国经济是否会衰退, 也没人知道衰退程度会有多深 | 没有人知道 (加息/收紧货币政策的) 过程是否会造成美国经济衰退。部分通胀由供给引起, 商品价格已经见顶, 供给冲击减弱可缓解通胀压力。 |
| 利率和购债规模 | 委员会决定将联邦基金利率的目标区间上调至 4.5% 至 4.75%, 正在讨论再加息几次至限制性水平, 之后就暂停。将继续按原定计划削减所持美国国债和抵押贷款支持证券 (MBS)。 | 委员会决定将联邦基金利率的目标区间上调至 4.25% 至 4.5%, 认为需要继续加息直至 (对美国经济) 具有“实质性的限制性”。在 2023 年开始后仍将继续加息, 使得中位利率预期将进一步达到 5.1% 的峰值, 之后, 加息周期才会与高通胀的苦战取得胜利后暂告一段落。将继续按原定计划削减所持美国国债和抵押贷款支持证券 (MBS)。 | 委员会决定将联邦基金利率的目标区间上调至 3.75% 至 4%, 认为需要继续加息直至 (对美国经济) 具有“实质性的限制性”。可能会在 12 月份讨论缩小加息幅度, 但现在就考虑暂停加息还显得非常操之过急。将继续按原定计划削减所持美国国债和抵押贷款支持证券 (MBS)。 | 委员会决定将联邦基金利率的目标区间上调至 3% 至 3.25%, 并预计继续上调该目标区间将是合适之举, 2022 年还将加息 100-125 个基点。短期内, 未计划出售 MBS。 |

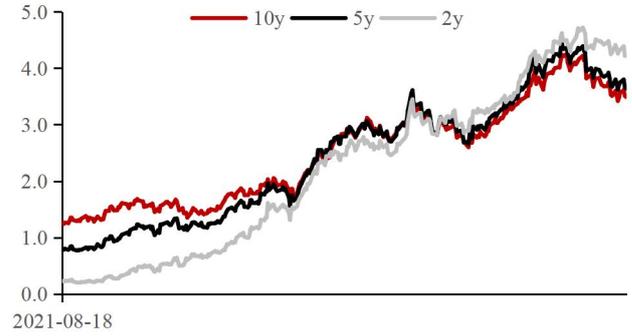
资料来源: Wind 纽约联储 华泰期货研究院

图3：长债利率走势 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图4：短中债利率走势 | 单位：%



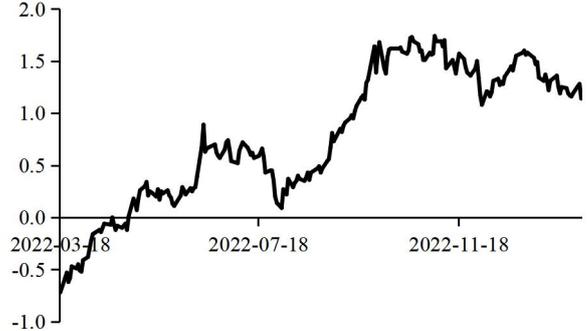
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图5：名义利率与通胀预期 | 单位：%



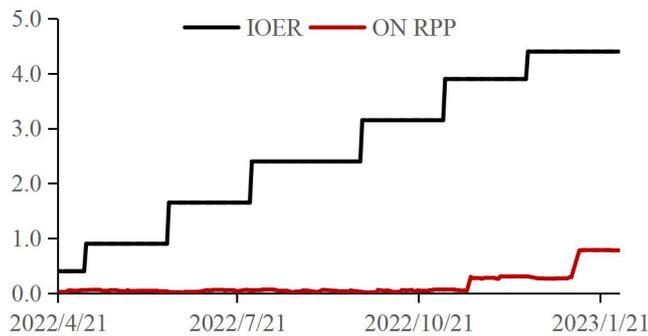
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图6：实际利率 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图7：联邦基金有效利率走廊 | 单位：%



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图8：泰勒规则目标利率 | 单位：%



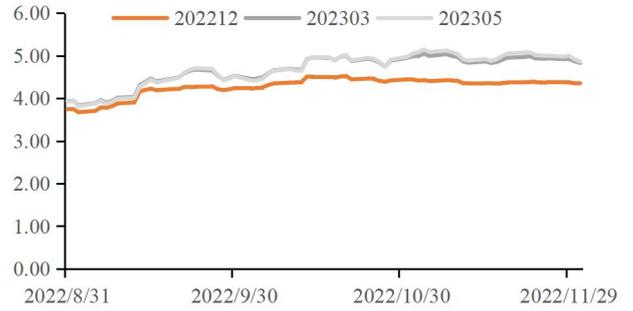
数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图 9： 失业率走势对加息影响较大 | 单位： %



数据来源： Wind 华泰期货研究院

图 10： 彭博利率期货隐含目标利率 | 单位： %



数据来源： Bloomberg 华泰期货研究院

图 11： 美国 CPI 各分项环比热力图 | 单位： %

| 指标名称 | 2022-12 | 2022-11 | 2022-10 | 2022-09 | 2022-08 | 2022-07 | 2022-06 | 2022-05 | 2022-04 | 2022-03 | 2022-02 | 2022-01 | 2021-12 |
|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| CPI | -0.10 | 0.10 | 0.40 | 0.40 | 0.10 | 0.00 | 1.30 | 1.00 | 0.30 | 1.20 | 0.80 | 0.60 | 0.60 |
| 核心CPI | 0.30 | 0.20 | 0.30 | 0.60 | 0.60 | 0.30 | 0.70 | 0.60 | 0.60 | 0.30 | 0.50 | 0.60 | 0.60 |
| 能源 | -4.50 | -1.60 | 1.80 | -2.10 | -5.00 | -4.60 | 7.50 | 3.90 | -2.70 | 11.00 | 3.50 | 0.90 | 0.90 |
| 食品与饮料 | 0.30 | 0.50 | 0.60 | 0.70 | 0.80 | 1.10 | 1.00 | 1.10 | 0.80 | 1.00 | 1.00 | 0.80 | 0.50 |
| 住宅 | 0.70 | 0.40 | 0.50 | 0.70 | 0.80 | 0.40 | 0.80 | 0.80 | 0.60 | 0.70 | 0.50 | 0.70 | 0.50 |
| 服装 | 0.50 | 0.20 | -0.70 | -0.30 | 0.20 | -0.10 | 0.80 | 0.70 | -0.80 | 0.60 | 0.70 | 1.10 | 1.10 |
| 交通运输 | -2.50 | -1.10 | 0.70 | -0.60 | -2.30 | -2.10 | 3.80 | 2.00 | -0.40 | 3.90 | 1.90 | 0.40 | 1.40 |
| 医疗保健 | 0.10 | -0.50 | -0.50 | 0.80 | 0.70 | 0.40 | 0.70 | 0.40 | 0.40 | 0.50 | 0.20 | 0.70 | 0.30 |
| 娱乐 | 0.20 | 0.50 | 0.70 | 0.10 | 0.20 | 0.30 | 0.30 | 0.40 | 0.40 | 0.20 | 0.70 | 0.90 | -0.10 |
| 教育与通信 | 0.10 | 0.70 | 0.00 | 0.10 | 0.10 | -0.20 | 0.20 | -0.10 | -0.20 | -0.20 | 0.00 | 0.10 | 0.10 |
| 其他商品与服务 | -0.10 | 0.70 | 0.50 | 0.30 | 0.70 | 0.40 | 0.50 | 0.50 | 0.40 | 0.50 | 1.10 | 0.80 | 0.50 |

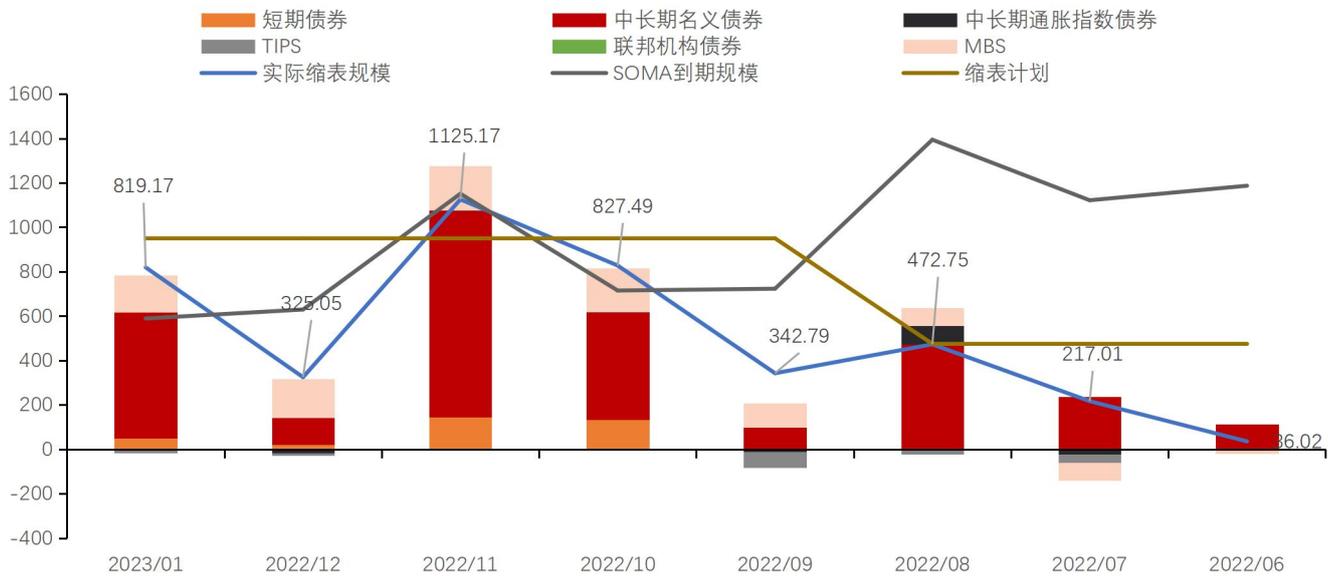
数据来源： Wind 华泰期货研究院

图 12: 美国经济月度热力图 | 单位: %

| 指标名称 | 单位 | 2023/01 | 2022/12 | 2022/11 | 2022/10 | 2022/09 | 2022/08 | 2022/07 | 2022/06 | 2022/05 | 2022/04 | 2022/03 | 2022/02 | 2022/01 |
|-----------------|----|---------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| GDP:不变价:同比 | % | | | 0.96 | | | 1.94 | | | 1.80 | | | 3.68 | |
| Markit制造业PMI | % | 46.80 | 46.20 | 47.70 | 50.40 | 52.00 | 51.50 | 52.20 | 52.70 | 57.00 | 59.20 | 58.80 | 57.30 | 55.50 |
| 投资 | | | | | | | | | | | | | | |
| 全部制造业:新增订单:当月同比 | % | | | 1.91 | 5.68 | 6.54 | 6.78 | 7.65 | 9.50 | 9.19 | 9.76 | 8.88 | 8.50 | 6.86 |
| 成屋+新建住房销售 | 万套 | | 1,018.00 | 1,010.00 | 1,041.00 | 1,021.00 | 1,124.00 | 1,025.00 | 1,082.00 | 1,177.00 | 1,179.00 | 1,282.00 | 1,383.00 | 1,480.00 |
| 新增非农就业人数 | 万人 | | 22.30 | 26.30 | 26.10 | 26.30 | 31.50 | 52.80 | 37.20 | 39.00 | 42.80 | 43.10 | 67.80 | 46.70 |
| 就业 | | | | | | | | | | | | | | |
| 失业率 | % | | 3.50 | 3.60 | 3.70 | 3.50 | 3.70 | 3.50 | 3.60 | 3.60 | 3.60 | 3.60 | 3.80 | 4.00 |
| 非农职位空缺数 | 万人 | | | 1,045.80 | 1,051.20 | 1,068.70 | 1,028.00 | 1,117.00 | 1,104.00 | 1,130.30 | 1,168.10 | 1,185.50 | 1,134.40 | 1,128.30 |
| CPI:当月同比 | % | | 6.50 | 7.10 | 7.70 | 8.20 | 8.30 | 8.50 | 9.10 | 8.60 | 8.30 | 8.50 | 7.90 | 7.50 |
| 消费 | | | | | | | | | | | | | | |
| 零售和食品服务销售额:同比 | % | | 5.30 | 6.19 | 7.85 | 9.07 | 10.95 | 8.45 | 9.38 | 9.36 | 8.25 | 7.39 | 17.57 | 13.44 |
| 个人可支配收入:同比 | % | | 3.18 | 3.08 | 3.10 | 2.78 | 1.28 | 1.19 | 1.97 | 1.43 | -1.50 | -16.29 | 2.74 | -6.06 |
| 个人消费支出:同比 | % | | 7.35 | 7.37 | 8.04 | 8.54 | 8.70 | 8.69 | 9.26 | 9.28 | 8.93 | 9.19 | 13.48 | 12.01 |
| 财政 | | | | | | | | | | | | | | |
| 财政收入:同比 | % | | -6.53 | -10.35 | 12.18 | 6.14 | 13.17 | 2.80 | 2.57 | -16.12 | 96.65 | 17.77 | 16.73 | 20.91 |
| 财政支出:同比 | % | | 6.28 | 5.95 | -9.49 | 74.94 | 19.20 | -14.83 | -11.83 | -23.58 | -16.45 | -45.23 | -9.44 | -36.73 |
| 贸易 | | | | | | | | | | | | | | |
| 出口金额:同比 | % | | 10.40 | 13.77 | 22.16 | 21.24 | 21.83 | 22.68 | 21.78 | 21.55 | 17.77 | 20.33 | 15.30 | |
| 进口金额:同比 | % | | 2.37 | 13.87 | 14.72 | 13.99 | 16.95 | 20.28 | 23.43 | 24.22 | 27.49 | 23.90 | 20.82 | |

数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 13: 美联储缩表结构 | 单位: 亿美元



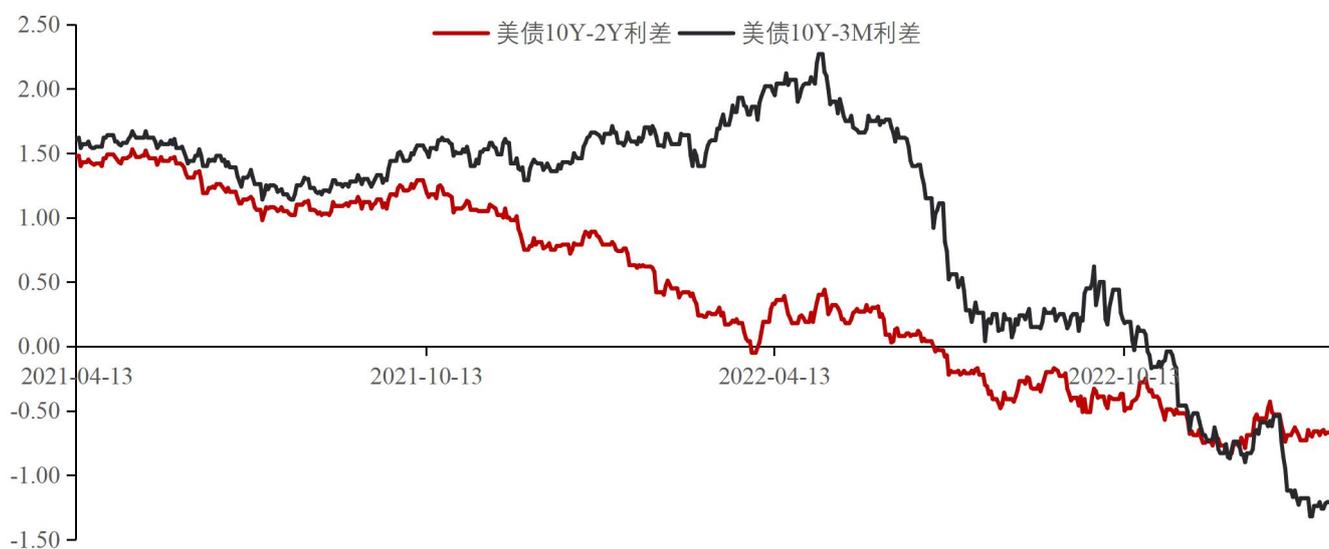
数据来源: Wind 华泰期货研究院

表 2： 2007 年至今美联储资产负债表和各类资产的相关性 | 单位：%

| | 美元指数 | 纳指 | 沪深 300 | CRB 综指 | 10Y 中债利率 | 10Y 美债利率 |
|------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 纳指 | 0.503864 | 1 | | | | |
| 沪深 300 | 0.155775 | 0.697077 | 1 | | | |
| CRB 综指 | -0.32079 | 0.426803 | 0.593739 | 1 | | |
| 10Y 中债利率 | -0.67326 | -0.47028 | -0.33303 | 0.332823 | 1 | |
| 10Y 美债利率 | -0.3375 | -0.6707 | -0.56828 | -0.52562 | 0.618534 | 1 |
| 美联储资产负债表规模 | 0.434983 | 0.903195 | 0.684515 | 0.567008 | -0.49639 | -0.84967 |

资料来源：Wind 华泰期货研究院

图 14： 代表衰退计价的美债 10Y-2Y 和 10Y-3M 利差持续处于低位震荡状态 | 单位：%



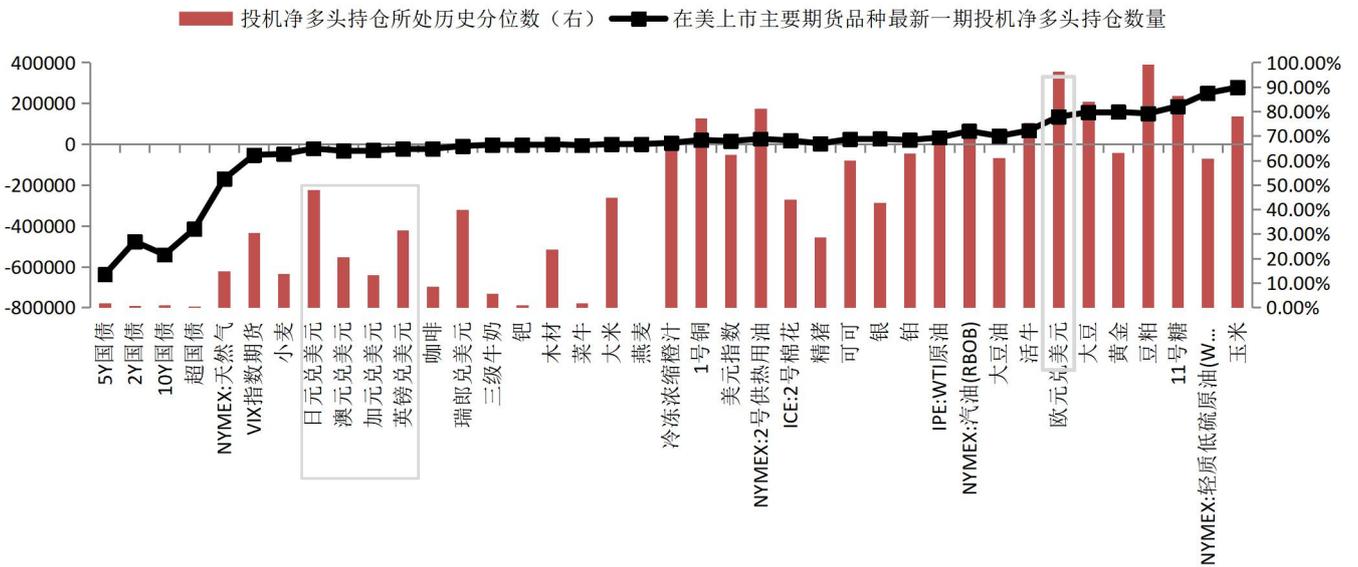
数据来源：Wind 华泰期货研究院

表 3： 美国往轮衰退周期下大类资产表现 | 单位：%

| | 美元指数 | 纳指 | 道指 | 10Y 美债利率绝对变化 | CRB 综合 | CRB 食品 | CRB 油脂 | CRB 家畜 | CRB 金属 | CRB 工业原料 | CRB 纺织品 | 黄金 | 原油 |
|-----------------|---------|---------|---------|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|---------|---------|---------|
| 2020/1-2020/4 | 1.70% | -13.84% | -2.86% | -0.87 | -12.60% | -15.97% | -13.36% | -17.38% | -15.37% | -10.20% | -3.56% | 7.48% | -56.41% |
| 2014/10-2015/3 | 13.22% | 2.22% | 5.83% | -0.41 | -9.57% | -12.85% | -17.31% | -19.06% | -17.21% | -7.23% | 0.90% | 1.95% | -35.71% |
| 2011/12-2012/7 | 3.23% | 7.00% | 13.08% | -0.36 | 0.09% | 5.58% | 2.46% | 6.49% | -5.92% | -3.54% | -7.29% | 2.75% | -1.60% |
| 2008/7-2008/12 | 10.89% | -22.87% | -32.19% | -1.74 | -31.47% | -29.33% | -47.33% | -43.46% | -49.27% | -32.80% | -9.29% | -5.77% | -52.90% |
| 1997/10-1998/12 | -1.54% | 23.37% | 37.59% | -1.19 | -21.05% | -21.29% | -21.17% | -34.52% | -25.57% | -20.87% | -12.05% | -7.69% | -47.40% |
| 1989/5-1999/1/1 | -20.45% | 10.33% | -7.17% | -0.57 | -8.72% | -8.29% | -9.78% | 1.31% | -21.36% | -10.74% | 1.39% | 1.16% | 13.72% |
| 1980/11-1982/2 | 24.35% | -17.01% | -13.80% | 1.31 | -16.49% | -16.66% | -14.35% | -5.55% | -18.71% | -15.88% | -14.73% | -41.49% | -1.61% |
| 平均涨跌幅 | 4.49% | -1.54% | 0.07% | -0.55 | -14.26% | -14.12% | -17.26% | -16.02% | -21.92% | -14.47% | -6.37% | -5.94% | -25.99% |
| 上涨概率 | 71.43% | 57.14% | 42.86% | 14.29% | 14.29% | 14.29% | 14.29% | 28.57% | 0.00% | 0.00% | 28.57% | 57.14% | 14.29% |

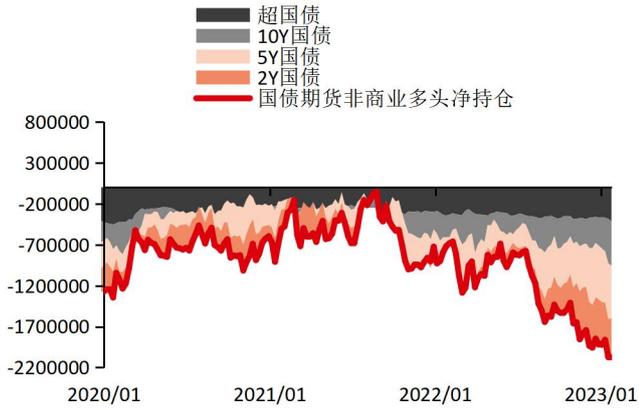
资料来源：Wind 华泰期货研究院

图 15： 在美上市主要期货品种净多持仓情况



数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图 16: 美国国债期货投机净多头持仓 | 单位: 张



数据来源: Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图 17: 美元指数与非商业净多头



数据来源: Bloomberg Wind 华泰期货研究院

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com