

加息终点渐行渐近

——2023 年 2 月美联储议息会议点评

美东时间 2 月 1 日，美联储在 2 月议息会议后宣布加息 25bp，将联邦基金利率区间提升至 4.5-4.75%，缩表上限按计划维持每月 950 亿美元。鲍威尔在发布会表示商品通胀已经显著回落，房租通胀亦将回落，风险主要在除房租外的服务通胀。鲍威尔讲话后纳斯达克指数收涨 2.0%，市场认为鲍威尔没有刻意扭转市场的偏鸽预期。

一、经济：“软着陆”仍有希望

会议声明沿用了“支出和生产温和增长”（modest growth in spending and production）的表述。鲍威尔在会后的新闻发布会上表示美国经济仍有可能实现“软着陆”，即通胀在经济没有大幅回落、失业没有大幅上行的情况下回到 2% 的水平，但经济增长步伐可能缓慢。

美联储对通胀的评估开始软化，指向其紧缩立场边际松动。对通胀的表述由“仍然居高不下”（remains elevated）改为“有所缓解但仍处高位”（has eased somewhat but remains elevated）。鲍威尔认为可以确信商品通胀受供应链修复及美国经济活动正常化影响下降，新租约价格下行也可能使住房服务通胀回落。但非住房服务业通胀仍然高达 4%，其中的 60% 对就业市场状态非常敏感。而美国劳动力市场表现仍然强劲，成为服务通胀的主要来源。因此美联储并未在此次调整其政策表述，选择继续观望。

二、政策：加息节奏如期放缓

美联储此次加息 25bp 符合市场预期，但未来加息路径不确定性仍存，与市场存在明显分歧。鲍威尔对加息周期终点模棱两可，一方面表示美联储可能仍需加息几次（a few more hikes）才能达成通胀目标，另一方面又表示政策利率“完全有可能”（certainly possible）位于 5% 下方（仅有 25bp 加息空间）。去年 12 月点阵图显示，2023 年政策利率为



5.0%-5.25%区间，即今年还将加息 50bp，但 CME 利率期货显示政策利率终点达到这一高度的概率不足 40%。鲍威尔明确表示如果美国经济表现符合预期，年内就不会降息，但市场普遍认为下半年将开启降息。我们维持美联储政策利率将于今年一季度追上通胀曲线的判断，预计美国本轮加息周期的高度和持续时长均将弱于预期。

今年 1 月美联储缩表再度提速。缩表上限于去年 9 月开始达到每月 950 亿美元（600 亿美元国债和 350 亿美元 MBS），随后始终维持这一水平。今年 1 月缩表规模达 800 亿元，较上月大幅上升 460 亿元。截至目前，美联储累计缩表额度已达 4,950 亿元，其中国债减少约 3,350 亿美元，MBS 减少约 1,150 亿美元。若美联储持续快速缩表，或对全球美元流动性造成结构性扰动。

三、市场：美元流动性持续宽松，美债收益率显著下行

美元流动性持续宽松。当前境内外美元短期资金供给充裕，流动性非常宽松。价格方面，短期因加息因素有不同程度上调，3 个月以上长期限资金价格略微走低，2 日境内市场实际成交水平为隔夜 4.55%，1w 4.59%，2w 4.64%，1m 4.69%，6m 5.0%。

美债方面，加息后债券收益率显著下行。本次加息幅度符合市场预期，市场解读偏鸽，叠加经济数据和就业数据走弱，市场对今年内降息预期更为强烈，美债收益率曲线整体下移。2 年期美债收益率单日常下行 12bp 至 4.09%，10 年期美债收益率下行 13bp 至 3.39%，曲线倒挂幅度仍高达 70bp。

外汇方面，美元大幅下跌。美元指数从 102.1 至 101.1，触及 2022 年 4 月以来的最低水平。美元兑换离岸人民币汇率从前一天的 6.7536 跌至 6.7198。

四、前瞻：加息终点渐行渐近

此次议息会议加息幅度符合预期，美联储对通胀的表述边际软化，但政策展望总体维持不变。市场对此解读偏鸽，年内降息预期进一步强

化。我们认为随着美国政策利率提前追上通胀曲线，实际利率将由负转正，高利率对需求的压制会更为显著，使得通胀在上半年延续快速回落。美联储或于 3 月再加息一次，幅度为 25bp，此轮加息周期政策利率下限终点或为 4.75%。

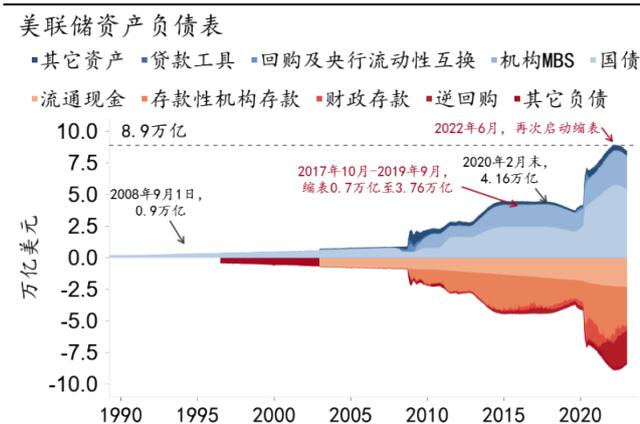
(评论员：谭卓 蔡玲玲 刘一多 王天程 张巧栩 李芸 陈诚)

表 1: 美联储议息会议声明文本对比

| 类型 | 2023 年 2 月 1 日 | 2022 年 12 月 15 日 |
|------|---|---|
| 经济表现 | 支出和生产温和增长。 | 支出和生产温和增长。 |
| | 就业增长强劲，失业率维持低位。 | 就业增长强劲，失业率维持低位。 |
| | 俄乌战争正带来经济困境，提升全球范围内的不确定性，通胀有所缓解但仍处高位。 | 俄乌战争和相关事件正在加剧通胀的上行压力，正在拖累全球经济。 |
| 货币政策 | 委员会坚定致力于将通胀率恢复到 2% 的目标。 | 委员会坚定致力于将通胀率恢复到 2% 的目标。 |
| | 委员会决定将联邦基金利率的目标范围提高到 4.5 至 4.75%。 | 委员会决定将联邦基金利率的目标范围提高到 4.25 至 4.5%。 |
| | 委员会预计，持续提高目标区间将是适当的。在确定未来加息速度时，委员会将考虑货币政策的累计紧缩效果、货币政策的滞后性以及经济和金融发展。 | 委员会预计，持续提高目标区间将是适当的。在确定未来加息速度时，委员会将考虑货币政策的累计紧缩效果、货币政策的滞后性以及经济和金融发展。 |
| | 委员会将继续减少其持有的国债、机构债务和 MBS。 | 委员会将继续减少其持有的国债、机构债务和 MBS。 |
| 投票情况 | 全票通过。 | 全票通过。 |

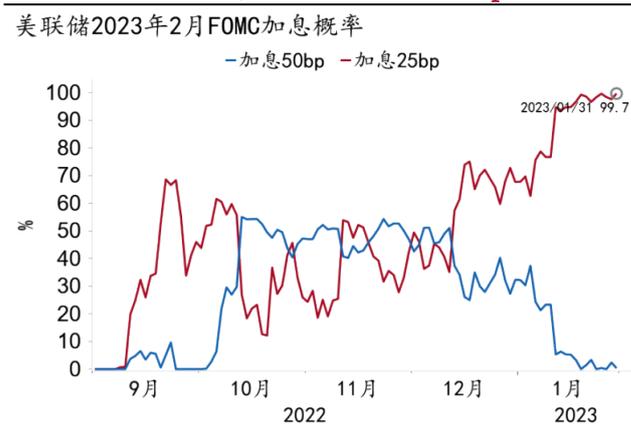
资料来源：美联储、招商银行研究院

图 1: 美联储资产负债表规模持续缩减



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

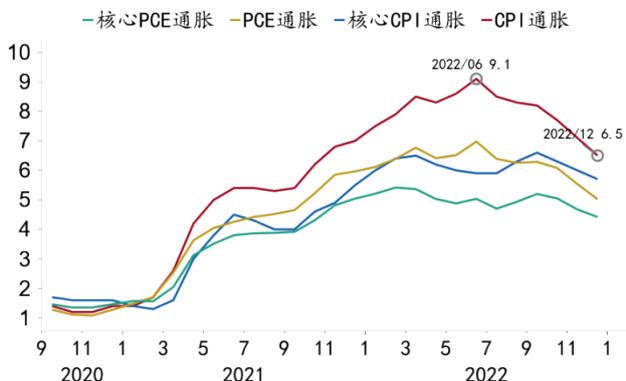
图 2: 议息会议前，市场预期加息 25bp



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 3: 2022 年 7 月以来美国通胀陡峭回落

美国CPI通胀与PCE通胀



资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图 4: 失业率仍处历史低位

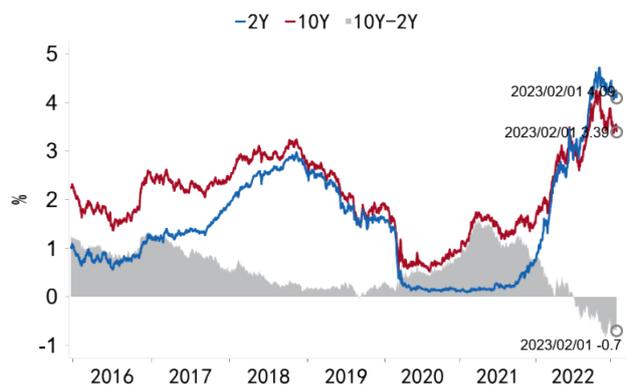
失业率和职位空缺



资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图 5: 国债收益率持续倒挂

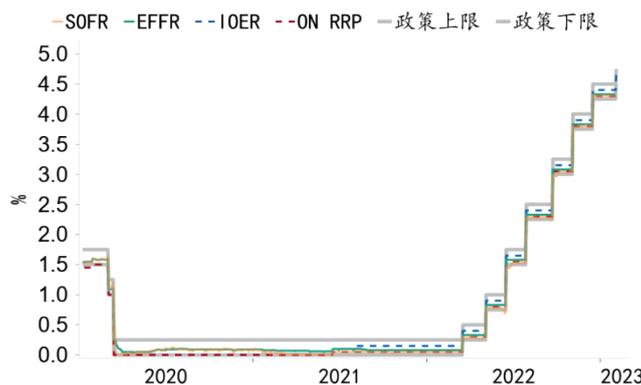
美债关键期限收益率



资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图 6: 美联储政策利率区间达到 4.5-4.75%

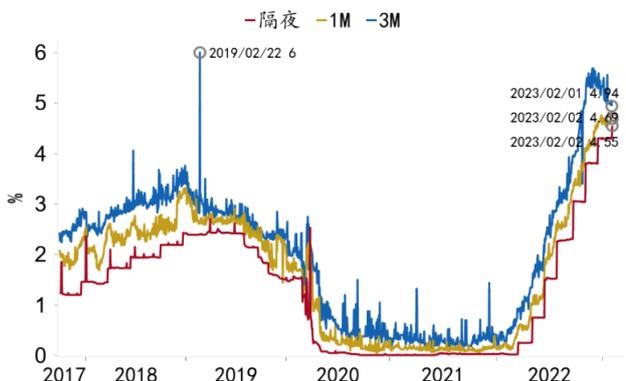
美联储利率操作框架



资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图 7: 境内美元市场期限利率见顶

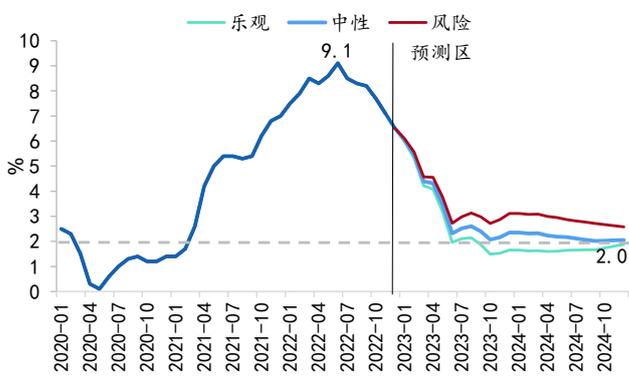
境内银行间美元市场利率



资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图 8: 2023 年上半年美国通胀仍将陡峭回落

美国CPI通胀预测



资料来源: Macrobond、招商银行研究院