

“央行笔记”系列（二）

宏观专题研究报告(深度)

证券研究报告

宏观经济组

分析师：赵伟（执业 S1130521120002）
zhaow@gjzq.com.cn

分析师：陈达飞（执业 S1130522120002）
chendafei@gjzq.com.cn

货币政策“矫枉过正”的风险有多大？

货币政策仍是 2023 年不可低估的扰动项。年初以来，市场同时交易经济软着陆、货币政策提前转向和通胀一阶导数超预期。如果没有供给侧的持续修复，这三者是一个“三元悖论”，难以共存。

美联储：释放明确“鸽派”信号，从加息终点到降息起点有多“远”？

美联储 2 月例会继续放缓加息节奏（+25bp），并按计划缩表。声明中首次承认通胀压力“有所缓和”，且删除了驱动通胀的两因素（疫情冲击和能源、食品冲击），改变了对俄乌冲突的描述——将通胀上行风险和经济下行风险合并成“全球不确定性”，表明美联储认可美国经济的“滞胀”压力趋于平衡。

市场对本次会议的解读为鸽派，但非农数据发布后预期大幅修正。2 月例会后，市场维持年内再加息 25bp 的预期不变，OIS 隐含的利率曲线下移。但 1 月非农数据公布后，市场预期加息终点为 500-525bp，但降息时点仍存在分歧。

3 月例会或是一次证实或证伪市场预测的会议，可能加剧风险资产价格的波动。降息的充分条件隐藏在 SEP 中，12 月 SEP 给出四个门槛值分别为：实际 GDP 增速 0.5%、失业率 4.6%、整体 PCE 通胀 3.1%、核心 PCE 通胀率 3.5%。

FOMC 成员认为：1. 通胀压力依然较大，风险趋于平衡，对下行趋势较乐观；2. 紧张的劳动力市场兼具利弊，离工资增速合宜的水平（约 3%）仍有一段距离；3. 经济增速放缓是预期之内的，但对软着陆持乐观态度；4. 利率已进入“有些紧缩”区间，还需加息至“充分紧缩”水平；5. 准备金依然过剩，谈论结束缩表问题为时尚早。

欧央行：“鹰派”立场有所弱化，“坚持到底”的决心未改，“更长”而非“更高”

欧央行 2 月例会如期加息 50bp，决定从 3 月开始缩减 APP 再投资规模。在加息指引中，ECB 称继续以稳健的节奏大幅加息至“充分紧缩”水平，“打算”3 月例会再加息 50bp，5 月之后的决定还需建立在数据和后续的评估基础上，认为“保持充分紧缩的利率水平”一段时间也能够压制通胀——意在“更长”（longer），而非“更高”（higher）。

与 12 月例会比较，欧央行认为欧元区经济增长和通胀风险更加“平衡”。12 月例会认为，经济增长存在“下行风险”，2 月例会认为风险“更加平衡”。12 月例会认为通胀“存在上行风险”，2 月例会认为通胀风险“更加平衡”。这说明，在整体 HICP 通胀率快速下行和 GDP 增速连续超预期之下，欧央行对“滞胀”的担忧边际上有所缓解。

不宜低估欧元区通胀的压力和 ECB 抗通胀的决心。欧元区通胀压力的缓解主要源于中高通胀科目数量的下降，但核心通胀的拐点尚未确立，潜在通胀上行的趋势还未扭转，工资通胀还在上行。ECB 预计到 2025 年下半年通胀下降到 2%。

文献专栏：通胀动能的拆解、货币紧缩的滞后效应与经济衰退预警

美国经济能否逃逸衰退？本次文献专栏提供三个思考的维度：1. 美国核心 PCE 通胀已经由供给主导转向需求主导，货币政策较难兼容通胀和经济增长。需求侧看，经济软着陆、通胀的乐观预期和美联储政策转向是一个“三元悖论”。除非供给侧持续修复，否则市场同时定价软着陆、货币政策提前转向和通胀超预期缓和的逻辑难以自洽。

2. 货币政策紧缩效应或被低估，滞后效应今年上半年或有更充分地体现。时滞（lags）是美联储 2022 年下半年例会声明中的高频词汇，是“紧缩过度”风险的来源。FOMC 成员沃勒认为，紧缩效应约在 9-12 个月达到最大值。据此推算，2023H1 才是紧缩效应才达到最大值。并且，联邦基金利率还低谷了紧缩效应的程度。

3. 预测衰退有 3 类指标：金融（期限利差、信用利差）、领先（OECD 领先指标）和基本面（通胀、失业率等）。依赖任意单一指标预测衰退都是不严谨的。因为，同一类型的指标，以及不同类型之间的预测步长都有差异。在 2-4 个季度的预测步长内，领先指标的预测效果好于期限利率和企业债信用利差。

风险提示

俄乌冲突再起波澜；大宗商品价格反弹；工资增速放缓不达预期；

内容目录

一、美联储：释放明确“鸽派”信号，从加息终点到降息起点有多“远”？	4
(一) 2月例会：加息节奏放缓，但尚未终结，认可“滞胀”风险下行	4
(二) 市场解读：典型的“宽松交易”，OIS 隐含的利率曲线下移，风险偏好上行	5
(三) FOMC 成员观点：对通胀谨慎乐观，软着陆预期强化，多数支持加息至 5%以上	7
二、欧央行：“鹰派”立场有所弱化，宁愿“更长”，而非“更高”	13
(一) 2月例会：如期加息 50bp，“打算”再加 50bp，“滞胀”担忧有所缓解	13
(二) 市场解读：风险偏好回升，长债利率和欧元下行吗，利率曲线下移	15
(三) 道阻且长：不宜低估欧元区通胀压力和欧央行抗通胀的决心	16
三、文献专栏：通胀动能的拆解、货币紧缩的滞后效应与经济衰退预警	19
(一) 美国核心 PCE 通胀已经由需求侧主导，货币政策较难兼容通胀和经济增长	19
(二) 货币政策紧缩效应或被低估，滞后效应今年上半年或有更充分体现	19
(三) 经济衰退预测的比较：期限利差、信用利差、领先指标和经济状态变量	20
风险提示	21

图表目录

图表 1： 美联储 2 月会议声明 (Statement)	4
图表 2： 鲍威尔在新闻发布会中的发言	5
图表 3： 联储发布声明后，市场下修 2023 年 FFR 路径	5
图表 4： 例会声明发布后，美元和 10 年美债利率下行	5
图表 5： 例会声明发布后，美股大幅上扬	6
图表 6： 例会声明发布后，黄金价格显著上扬	6
图表 7： 芝商所期货交易中隐含的加息路径及概率	6
图表 8： 2022 年 12 月经济预测摘要隐含的降息条件	6
图表 9： 美国劳动力市场供求关系和劳动缺口	7
图表 10： 2022 年 12 月劳动缺口高达 530 万人	7
图表 11： FOMC 成员	8
图表 12： CPI 通胀实时预测 (领先 2 个月)	9
图表 13： 核心 CPI 通胀实时预测 (领先 2 个月)	9
图表 14： 房价和房租的领先-滞后关系	10
图表 15： 渐行渐近的租金通胀的拐点	10
图表 16： 美国劳动生产率增速持续放缓	11
图表 17： 美国制造业劳动生产率增速持续放缓	11

图表 18: SEP 对美国 GDP 增速的预测.....	11
图表 19: 专家预测调查对 GDP 增速的预测.....	11
图表 20: 实际联邦基金利率即将转正.....	12
图表 21: 缩表的终点: 准备金从过剩到充足的“分水岭”.....	13
图表 22: 欧央行 2022 年 2 月例会决议内容.....	13
图表 23: 欧央行资产负债表规模开始缩减.....	14
图表 24: 信贷机构提前偿还欧央行贷款.....	14
图表 25: 欧央行 2022 年 2 月例会声明对经济和金融环境的看法.....	错误!未定义书签。
图表 26: OIS 隐含的 ECB 加息路径 (2022 年 12 月底).....	15
图表 27: OIS 隐含的 ECB 加息路径 (2 月例会前后).....	15
图表 28: 欧元贬值、10 年德债下行 (发布会当日).....	15
图表 29: 斯托克指数大幅上行 (发布会当日).....	15
图表 30: 欧元区整体通胀快速下行至 8.5%.....	16
图表 31: 欧元区 HICP 通胀的结构.....	16
图表 32: 欧元区 HICP 通胀的结构.....	16
图表 33: 欧元区 HICP 通胀的结构: 扩散指数.....	17
图表 34: 欧元区 HICP 通胀的结构: 占比.....	17
图表 35: 2023 年 HICP 通胀预期抬升至 5.8%, 2024 年预期略高于 2%目标.....	18
图表 36: 欧央行行长拉加德: 我们的决心不容置疑.....	18
图表 37: 美国整体 PCE 通胀的分解.....	19
图表 38: 美国核心 PCE 通胀的分解.....	19
图表 39: 有效联邦基金利率低估了货币政策的紧缩效应! (约 2-3%).....	20
图表 40: 三类指标预测衰退的有效性的比较.....	21

货币政策仍是 2023 年不可低估的扰动项。一方面，2022 年全球竞争性加息的滞后效应尚未充分体现，强度的大小和时滞的长短尚不确定；另一方面，市场不断地强化政策提前转向的预期，下修政策利率路径，与官方立场存在一定的偏离，这又源于市场对通胀下行的斜率比货币当局更乐观。通胀决定了预期差修正的方向。一旦通胀粘性超预期，基本面的韧性反而会成为货币当局追求“充分紧缩”立场的底气，风险资产价格也将面临重估风险。

一、美联储：释放明确“鸽派”信号，从加息终点到降息起点有多“远”？

1 月大超预期的非农就业数据使市场对美联储会否在 5 月停止加息，并在年底降息的预期上出现松动。CME FedWatch 显示，5 月再加息 25bp 的概率升至 62% (1 月底为 41%)，终点利率随之上行 13bp 至 5.02%。截止到 2 月 6 日，市场对联邦基金利率 (FFR) 终点的预测已与美联储收敛 (500-525bp)，但却将降息的时点从此前的 11 月提前至 9 月——更高更短 (higher but shorter)，而美联储的指引一直是“更高更长” (higher for longer)。如果后续就业或通胀数据再超预期，联储可能在“更高”或“更长”方面做出修正。

(一) 2 月例会：加息节奏放缓，但尚未终结，认可“滞胀”风险下行

美联储在 2 月例会中决定加息 25bp，将 FFR 目标区间提升至 450-475bp，继续放缓加息节奏，并按计划继续缩表。在加息的前瞻指引方面，美联储认为“继续加息是合适的”。这些行为均符合市场预期，“鸽派”信号主要来自于对通胀的描述。

美联储首次承认通胀的压力“有所缓和”(eased somewhat)，而在此前的连续多次会议中只是单方面地强调通胀压力“仍然很高”(remains elevated)。此外，此前的声明都会指出通胀压力的 3 个来源：1. 与大流行病有关的供需不平衡；2. 食品、能源及更广泛的价格压力；3. 俄乌战争。本次声明删除了 1 和 2，改变了对俄乌战争的描述——将通胀上行风险和经济下行风险合并成“全球不确定性”(elevated global uncertainty)，说明美联储对“滞胀”风险的担忧有所弱化。

图表 1：美联储 2 月会议声明 (Statement)

段落	模块	具体内容	2023年2月	2022年12月	11月
一	宏观经济	增长	家庭支出和生产温和增长	家庭支出和生产温和增长	家庭支出和生产温和增长
		物价	承认通胀压力“有所缓解”，但仍然很高。(俄乌战争的影响，删去通胀上行压力，保留经济增长的不确定性)	通胀仍然很高，原因：1. 与大流行病有关的供需不平衡；2. 食品、能源及更广泛的价格压力；3. 俄乌战争	通胀仍然很高，原因：1. 与大流行病有关的供需不平衡；2. 食品、能源及更广泛的价格压力；3. 俄乌战争
		就业	1. 就业增长保持稳健；2. 失业率仍然很低	1. 就业增长保持稳健；2. 失业率仍然很低	1. 就业增长保持稳健；2. 失业率仍然很低
二	政策决定	利率	FFR+25bp，目标利率区间提高到【4.50-4.75%】 1. IORB 提高到4.65%； 2. 隔夜回购利率提高到4.75%，总规模上限5,000亿； 3. 隔夜逆回购利率提高到4.55%，每交易方规模上限1,600亿/日	FFR+50bp，目标利率区间提高到【4.25-4.5%】 1. IORB 提高到4.4%； 2. 隔夜回购利率提高到4.5%，总规模上限5,000亿； 3. 隔夜逆回购利率提高到4.3%，每交易方规模上限1,600亿/日	FFR+75bp，目标利率区间提高到【3.75-4%】 1. IORB 提高到3.9%； 2. 隔夜回购利率提高到4%，总规模上限5,000亿； 3. 隔夜逆回购利率提高到3.8%，每交易方规模上限1,600亿/日
		QT	QT，总上限950亿美元/月；1. 国债减持上限为600亿/月；2. 政府机构债或MBS减持上限为350亿美元/月；	QT，总上限950亿美元/月；1. 国债减持上限为600亿/月；2. 政府机构债或MBS减持上限为350亿美元/月；	QT，总上限950亿美元/月；1. 国债减持上限为600亿/月；2. 政府机构债或MBS减持上限为350亿美元/月；
三	前瞻指引	利率	继续加息是合适的，以到达足够紧缩的水平加息节奏委员会考虑：1. 紧缩政策的累计效应；2. 货币政策的滞后效应；3. 经济、金融市场的运行 不再提及加息的节奏 (pace)，而是“幅度”(extent)	继续加息是合适的，以到达足够紧缩的水平加息节奏委员会考虑：1. 紧缩政策的累计效应；2. 货币政策的滞后效应；3. 经济、金融市场的运行	继续加息是合适的，以到达足够紧缩的水平加息节奏委员会考虑：1. 紧缩政策的累计效应；2. 货币政策的滞后效应；3. 经济、金融市场的运行
		QT	继续按计划缩表	继续按计划缩表	继续按计划缩表
四	投票结果	支持/反对	全票通过 (票委成员变更)	全票通过	全票通过
		转向的条件	1. 任何影响货币政策目标实现的风险； 2. 广泛的信息：劳动力市场条件、通胀压力和通胀预期、金融市场和海外环境 (删除公共卫生状况)	1. 任何影响货币政策目标实现的风险； 2. 广泛的信息：公共卫生状况、劳动力市场条件、通胀压力和通胀预期、金融市场和海外环境	1. 任何影响货币政策目标实现的风险； 2. 广泛的信息：公共卫生状况、劳动力市场条件、通胀压力和通胀预期、金融市场和海外环境

来源：bloomberg、国金证券研究所

在新闻发布会环节，鲍威尔开场依然强调美联储的 2% 通胀目标。鲍威尔认为 2022 年 1% 的经济增速已低于潜在增速 (美联储对潜在增速的预测为 1.8%)，略低于 2022 年 9 月预测的 1.2%，明显高于 12 月预测的 0.5%；关于通胀，鲍威尔认为需要更多证据证实通胀的下行是可持续的；对劳动市场的描述不变：依然非常紧张 (remains extremely tight)，认为趋势依然朝着供求平衡的方向演绎。鲍威尔解释道，由于需要更多数据来评估“充分紧缩”(sufficiently restrictive) 政策的边界及其效果，故进一步放缓加息节奏。

1 参考 9 月和 12 月经济预测摘要。

图表2: 鲍威尔在新闻发布会中的发言

段落	模块	具体内容	2023年2月	2022年12月	11月
首句/首段			价格稳定：坚定地致力于使通货膨胀率回落到2%目标。	价格稳定：坚定地致力于使通货膨胀率回落到2%目标。	价格稳定：坚定地致力于使通货膨胀率回落到2%目标。
一	宏观经济与金融	增长	1. GDP增速：1%，低于潜在增速。 2. 支出和生产：增速放缓（部分反映了实际可支配收入的减少和金融条件的收紧）； 3. 住房部门：继续走弱（主要反映抵押贷款利率上升）； 4. 企业固投：利率上升和产出增长放缓带来的压力。	1. GDP增速：从去年的快速增长中明显放缓； 2. 支出和生产：温和增长（部分反映了实际可支配收入的减少和金融条件的收紧）； 3. 住房部门：明显走弱（主要反映抵押贷款利率上升）； 4. 企业固投：利率上升和产出增长放缓带来的压力。	1. GDP增速：从去年的快速增长中明显放缓； 2. 支出和生产：温和增长（部分反映了实际可支配收入的减少和金融条件的收紧）； 3. 住房部门：明显走弱（主要反映抵押贷款利率上升）； 4. 企业固投：利率上升和产出增长放缓带来的压力。
		通胀	1. 通胀水平：仍然远远高于我们2%的长期目标，CPI的下行受欢迎，但需要更多证据确认通胀下行是持续的。 2. 通胀预期：长期通胀预期依然被“锚定”，但这不是自满的理由，目前的高通胀持续时间越长，对更高通胀的预期就越有可能变得根深蒂固。	1. 通胀水平：仍然远远高于我们2%的长期目标，CPI的下行受欢迎，但需要更多证据确认通胀下行是持续的。 2. 通胀压力：来自广泛的商品和服务；俄乌战争。 3. 通胀预期：抬升了整体PCE和核心PCE通胀的曲线，但不改变“前高后低”的期限结构。核心通胀下行斜率较小，2023年中位数预测从3.1%提高到3.5%。 3. 通胀预期：长期通胀预期依然被“锚定”，但这不是自满的理由，目前的高通胀持续时间越长，对更高通胀的预期就越有可能变得根深蒂固。	1. 通胀水平：仍然远远高于我们2%的长期目标，PCE 6.2/核心PCE 5.1，高于预期。 2. 通胀压力：来自广泛的商品和服务；俄乌战争。 3. 通胀预期：长期通胀预期依然被“锚定”，但这不是自满的理由，目前的高通胀持续时间越长，对更高通胀的预期就越有可能变得根深蒂固。
		就业	1. 现状：供不应求。仍然非常紧张，失业率处于50年来的最低水平，职位空缺仍然很高，新增就业平稳，工资增速高企，需求大大超过供给。 2. 预期：趋于平衡，从而缓解工资和物价的上行压力。	1. 现状：供不应求。仍然非常紧张，失业率处于50年来的最低水平，职位空缺仍然很高，工资增长也很高。工作岗位的增加一直很强劲；2. 供求失衡，需求大大超过供给，劳动力参与率自今年年初以来变化不大。 2. 预期/预测：趋于平衡，从而缓解工资和物价的上行压力。SEP将2022年失业率预测从3.8%小幅下调至3.7%，而将2023和2024年从4.4%提高到4.6%，将2025年从4.3%提高到4.5%。	现状：供不应求。仍然非常紧张，失业率处于50年来的最低水平，职位空缺仍然很高，工资增长也很高。工作岗位的增加一直很强劲；2. 供求失衡，需求大大超过供给，劳动力参与率自今年年初以来变化不大。
		金融条件		金融条件显著收紧，强调主要是抗通胀政策的“副作用”，局限于利率敏感性部门。	金融条件大幅收紧

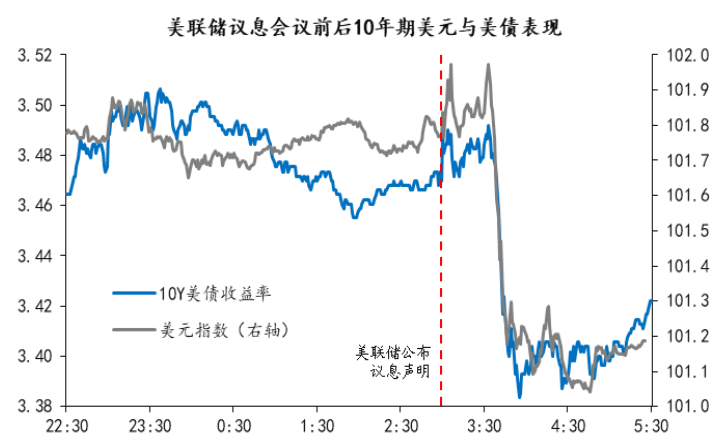
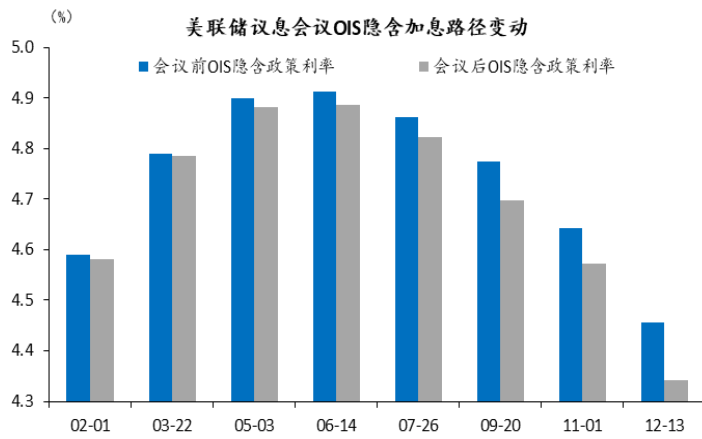
来源：bloomberg、国金证券研究所

(二) 市场解读：典型的“宽松交易”，OIS 隐含的利率曲线下移，风险偏好上行

市场对本次会议的解读为鸽派。金融市场维持年内再加息 25bp 的预期不变，终点利率依然落在 475-500bp 区间，OIS 隐含的利率曲线有所下移；投资者风险偏好上行，美股整体收涨，纳斯达克收涨 2%，标普 500 涨 1.05%，道指涨 0.02%；美元汇率日内最大跌幅接近 100bp，收至 101.2；10 年期美债收益率与美元汇率同步下行，收至 3.42%；黄金开盘价为 1,947 美元/盎司，收盘涨至 1967 美元/盎司。

图表3: 联储发布声明后，市场下修 2023 年 FFR 路径

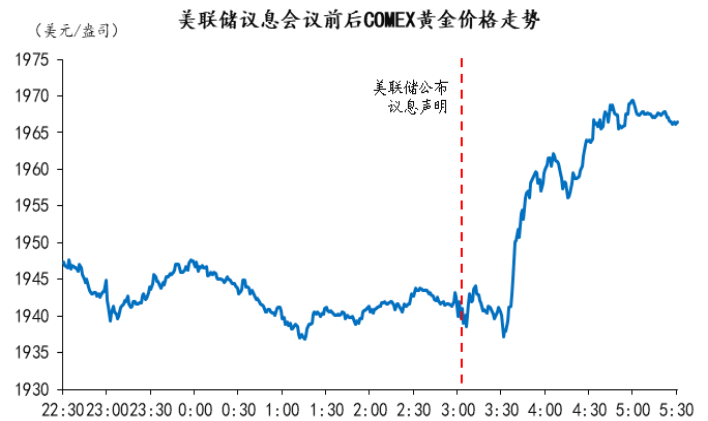
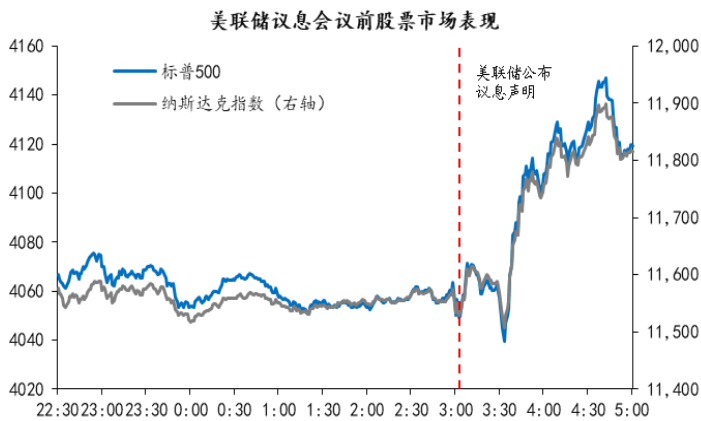
图表4: 例会声明发布后，美元和 10 年美债利率下行



来源：bloomberg、国金证券研究所

图表5: 例会声明发布后, 美股大幅上扬

图表6: 例会声明发布后, 黄金价格显著上扬



来源: bloomberg、国金证券研究所

但是, 1月非农数据发布后, 市场修正了对联邦基金利率的预测, 预期加息终点将从475-500bp提升到500-525bp, 但降息时点从11月提前到9月。关于从加息结束到降息起点的时间长度, 市场与联储之间仍存在较大分歧。关键在于, 25bp的加息幅度对于降低通胀下行斜率有多大效用?

美联储3月例会非常关键。这可能是一次证实或证伪市场预测的会议, 从而可能加剧风险资产价格的波动率。在3月例会上, 美联储是否会释放暂停加息的信号, 是明确的还是模糊的, 是否会删去“继续加息是合适的”表述? 3月经济预测摘要是否会下调2023年整体与核心PCE通胀率的预期, 是否会上调经济增长预期、下调失业率预期?

降息的条件隐藏季度例会的经济预测摘要(SEP)中。SEP中经济基本面预测和联邦基金利率预测是相互依赖的关系。2022年12月SEP认为, 降息的时点位于2024年。比较2023和2024年的基本面预测可知, 降息的四个门槛值(threshold)分别为: 实际GDP增速0.5%, 失业率4.6%、整体PCE通胀3.1%和核心PCE通胀率3.5%。如果3月SEP认为美国2023年基本面弱于预期, 或核心PCE低于3.5%, 那么, 降息前置的条件或是充分的。一般而言, 鲍威尔对利率的前瞻指引和经济预测摘要隐含的信息是一致的。

图表7: 芝商所期货交易中隐含的加息路径及概率

图表8: 2022年12月经济预测摘要隐含的降息条件

区间/日期	23-02	23-03	23-05	23-06	23-07	23-09	23-11	23-12
575-600	0	0	0	0	0	0	0	0
550-575	0	0	0	0	0	0	0	0
525-550	0	0	0	14	12	8	5	1
500-525	0	0	59	55	51	38	26	9
475-500	0	97	40	31	33	39	39	29
450-475	100	3	1	1	4	13	24	35
425-450	0	0	0	0	0	1	6	20

变量	中位数预测				
	2022	2023	2024	2025	长期
实际GDP增速	0.5	0.5	1.6	1.8	1.8
9月预测	0.2	1.2	1.7	1.8	1.8
失业率	3.7	4.6	4.6	4.5	4
9月预测	3.8	4.4	4.4	4.3	4
PCE通胀	5.6	3.1	2.5	2.1	2
9月预测	5.4	2.8	2.3	2	2
核心PCE通胀	4.8	3.5	2.5	2.1	
9月预测	4.5	3.1	2.3	2.1	
联邦基金利率	4.4	5.1	4.1	3.1	2.5
9月预测	4.4	4.6	3.9	2.9	2.5

来源: CME (更新到2月6日)、美联储、国金证券研究所

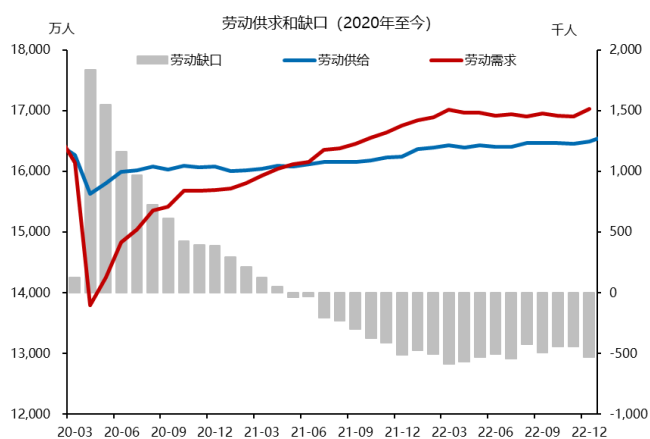
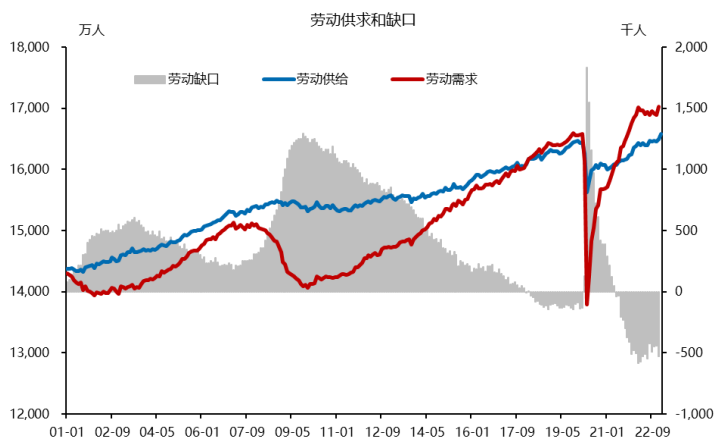
在美联储3月例会前, 除了要关注1月和2月的CPI数据、2月的非农数据和2月的会议纪要(例会3周后发布)之外, 还应关注两方面信息:

1. FOMC成员的公开发言(尤其是票委成员)。2022年12月点阵图显示, 支持加息至5%以上的成员数为17人(总共19人)。截止到2月例会的“禁声期”之前, FOMC多数成员依然认为应加息至5%以上, 与2022年12月例会的表态保持一致。3月例会之前成员态度的边际变化异常关键。这将体现在3月的利率点阵图中, 从而是5月是否加息的一个关键指引。

2. 劳动力市场状况。“非常紧张”的劳动力市场是美联储“紧缩不足”的主要担忧，也当下风险管理的主要矛盾。虽然工资增速依然处在下降趋势中，但中长期中枢水平是多少是未知的。2022年12月的空缺岗位数和1月的非农数据均显示，劳动力市场“非常紧张”的状态有所强化。12月美国非农空缺岗位数重回1,100万+，空缺率回升至6.7%，每位失业者对应的空缺岗位数反弹至1.9%，劳动缺口回升至530万人，接近2022年5月水平。

图表9：美国劳动力市场供求关系和劳动缺口

图表10：2022年12月劳动缺口高达530万人



来源：BLS、wind、国金证券研究所

说明：劳动供给为劳动力人数；劳动需求为就业人数+空缺岗位数；劳动缺口等于劳动供给-劳动需求；

劳动力短缺使工资增速较难回到与2%通胀目标相适宜的水平。2012-2019年，美国劳动生产率增速约为1%，与2%通胀目标匹配的工资增速约为3%。如果“非常紧张”的状况在3月例会之前继续强化，那么，美联储的“鹰派”立场很可能会超市场预期。因为，工资增速的中枢决定了核心PCE通胀的中枢（详见《美国通胀的长期中枢是多少？》）。

（三）FOMC成员观点：对通胀谨慎乐观，软着陆预期强化，多数支持加息至5%以上

联邦公开市场委员会（FOMC）共有19名成员，由联邦理事会（Board）成员7名和12家联储分行行长构成，每次只有12名成员有投票权，包括理事会的7名理事+纽约联储分行行长+其余11家分行行长中的4位。4名分行票委成员也有较大变动，分别为：芝加哥联储行长古尔斯比（Goolsbee）、费城联储哈克（Harker）、明尼阿波利斯联储行长卡什卡利（Kashkari）和达拉斯联储行长洛根（Logan）。

美联储理事会成员近期或面临较大变动。华尔街日报1月26日¹称，白宫正考虑美联储副主席布雷纳德（Brainard）接任国家经济委员会（National Economic Council, NEC）主任一职（相当于白宫首席经济顾问）。这意味着，白宫还需提名一位成员接任布雷纳德的职位，大概率来自分行行长。布雷纳德还被认为是接替财政部长耶伦的人选。

¹ 白宫考虑由美联储副主席布雷纳德出任最高经济顾问，WSJ中文网，2023年1月26日。

图表11: FOMC 成员



来源: 美联储、国金证券研究所

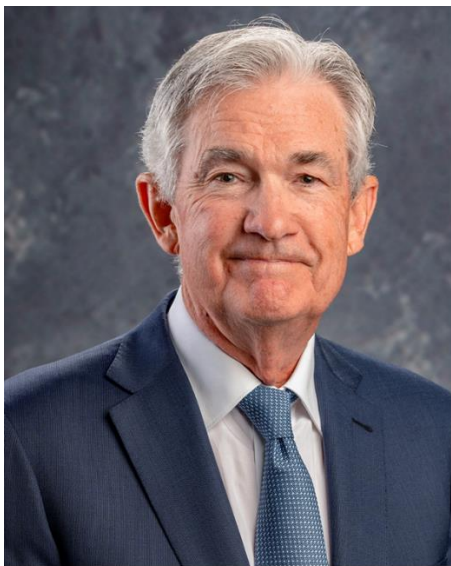
FOMC 成员的公开发言是美联储研究者的必修课。它是例会的自然延伸，成员会对例会的决议作进一步解读，其中会包含一些比较重要的细节信息，例如加息终点的一些参照系(如实际 FFR 达到 1%左右)、合宜的工资增速(3-3.5%)等等，更重要的是对下次例会的前瞻。截止到 1 月 21 日¹，FOMC 成员对美国经济、金融和货币政策的最新看法可概括如下：

1. 通货膨胀：谨慎乐观，认为“物价-工资螺旋”形成的概率较低

整体而言，FOMC 成员虽然都认可当前通胀压力依然较大，实现 2%通胀目标的任务道阻且长，但通胀的风险正趋于平衡，对下行趋势较为乐观。在 2 月 7 日华盛顿经济俱乐部的演讲中，鲍威尔称整体“去通胀”(disinflation)进程已经开始，但服务业“去通胀”仍需观察。对于 1 月“异常”的非农数据，鲍威尔并未过多展开，而是强调就业也是美联储的政策目标，乐见就业增长与通胀回落并存。强劲的就业增长是否是通胀下行途中的“拦路虎”，关键在于其是否会转化成高工资，美联储需要更多的实际数据来验证。

¹ 每次例会前都有 10 天左右的“禁声期”。

图表12: 鲍威尔 2月7日演讲主要观点



Jerome H. Powell, Chair

通胀:

- 1.让通胀回到2%仍然有非常长的路要走, 今年或许无法实现2%目标, 争取2024年能降到接近2%;
- 3.目前处在通胀下降的初始阶段, 预计今年后半年可以看到住房通胀下降;
- 4.最担心的是不知道何时可以看到除住房之外的核心服务价格通胀的下降, 同时也担心俄乌战争等外部风险影响未来通胀路径;

就业:

- 1.目前劳动力市场强劲是因为经济强劲, 疫情的影响仍然在劳动力市场上持续, 劳动参与率还是很低;
- 2.现在的缺工是结构性的, 而不是周期性的, 预计劳动力市场最终会变得“松弛”;

加息:

- 1.继续加息是合适的
- 2.“如果接下来的就业报告依然强劲, 我们不得不加息更多次数, 将比市场目前已经定价的更多”

缩表: 现在正在被动缩表, 目前美联储资产负债表是8.4万亿美元; 没有考虑主动出手MBS

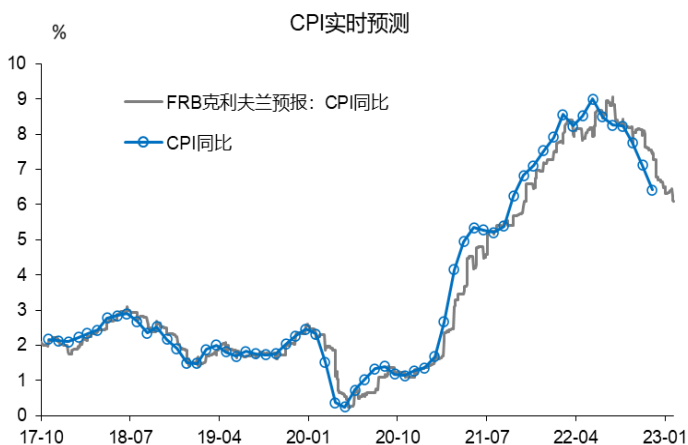
立场: 不打算改变2%的通胀目标;

——2月7日华盛顿经济学家俱乐部演讲

(参考链接: <https://wallstreetcn.com/member/articles/3681412>)

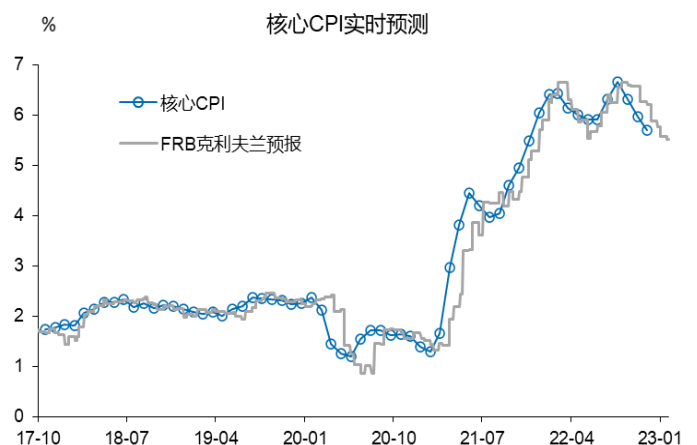
来源: 美联储、国金证券研究所

图表13: CPI 通胀实时预测 (领先 2 个月)



来源: 美联储 (克利夫兰分行)、国金证券研究所

图表14: 核心 CPI 通胀实时预测 (领先 2 个月)



1月20日, FOMC 理事沃勒 (Waller) 在外交关系委员会 (CFR) 发表了题为“谨慎乐观的理由”¹的演讲, 主观是美国通胀的现状和前景, 需要强调的是, 沃勒想强调的是“谨慎”, 而非“乐观”。

1月18日, 美联储副主席布雷纳德 (Brainard) 在芝加哥大学布斯商学院发表题为“坚持降低通货膨胀”演讲²。布雷纳德对通胀进行了庖丁解牛式的分析, 结论是, “核心商品和非住房服务的价格趋势、工资放缓的初步迹象、锚定预期的证据以及利润率压缩的空间, 可以让我们确信 (may provide some reassurance), 我们目前没有经历上世纪 70 年代式的工资-价格螺旋上升。”当然, 布雷纳德也强调, 通胀依然过高, 不确定性依然存在。

1月6日, 美联储理事库克 (Cook) 在 2023 年联合社会科学协会 (ASSA) 的年会上发表了题为“供给约束经济下关于通货膨胀的思考”的演讲³。库克将通胀分解成 3 个部分: 核心商品通胀, 住房服务通胀和非住房核心服务。三类通胀在过去一段时间的状态分别是: 持

¹ <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/waller20230120a.htm>

² <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/brainard20230119a.htm>

³ <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/cook20230106a.htm>

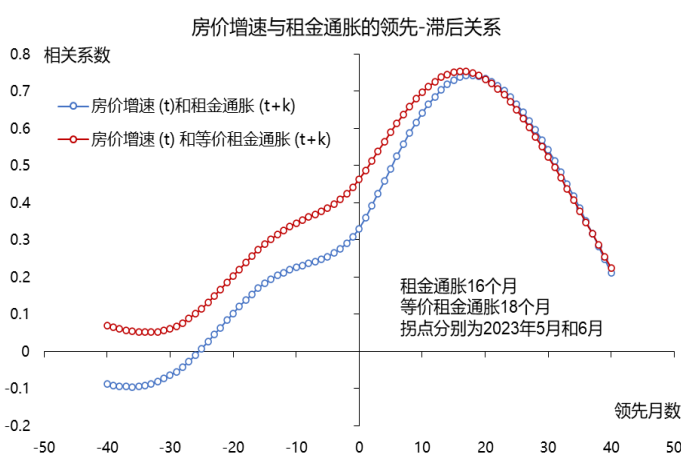
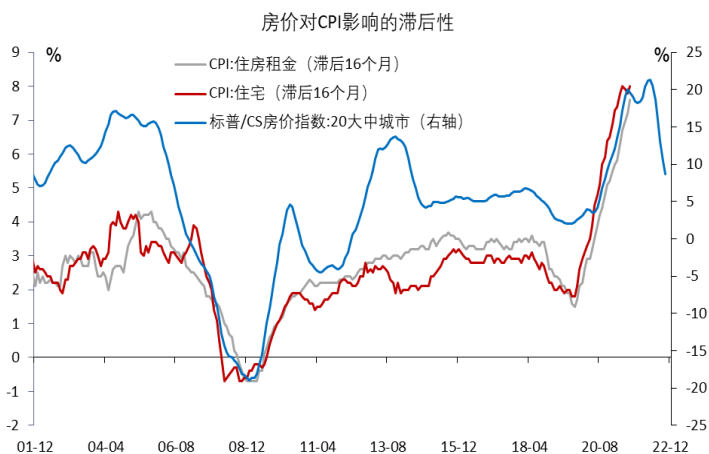
续下降、屡创新高和走平三种状态。

核心商品通胀取决于供应链情况。库克比较关注企业的产能利用率情况，即企业是否因为原材料或劳动短缺，以及交通运输问题影响开工。借助对企业的微观调查数据，库克了解到，2022年来，供应链状况确有所缓解，但仍显著高于疫情前的水平。言外之意，供给侧的进一步改善，仍将对核心商品通胀的下行做出贡献。

关于住房通胀，由于租金价格指数既考虑存量租约和续约，又考虑新租约，故住房服务通胀滞后于租金的边际变化。新租金同比2022年来持续下行，意味着住房通胀的拐点也渐行渐近。下文达拉斯联储主席洛根引用的研究表明，拐点可能在2023年5-6月。考虑到本轮房价和房租下行斜率较陡峭，拐点时间或略有提前。

图表15: 房价和房租的领先-滞后关系

图表16: 渐行渐近的租金通胀的拐点



来源: 美联储, wind、国金证券研究所

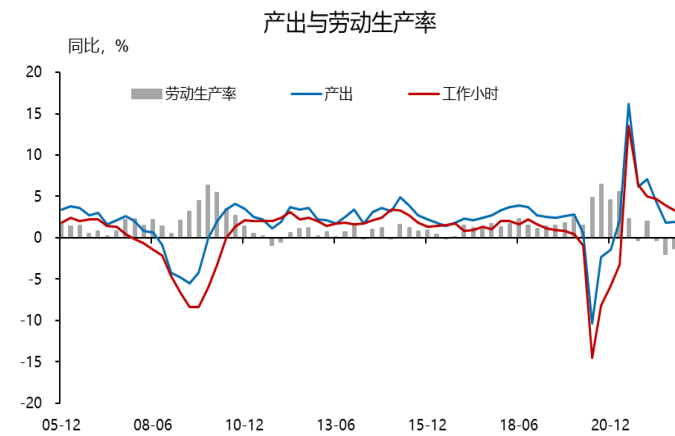
关于非住房核心服务(如旅行、住宿、娱乐、法律、医疗等)价格，库克认为，应该关注劳动力市场和工资涨幅。最新数据持续确认，劳动力市场依然非常紧张，但最紧张的时候已经过去。虽然劳动供给缺乏弹性，但劳动需求在明显放缓，供求缺口在缩小，工资涨幅的峰值也已经过去。这是非住房核心服务通胀压力也将趋缓的证据。

2. 劳动力市场: 紧张的劳动力市场兼具利弊, 工资增速离合宜水平仍有一段距离

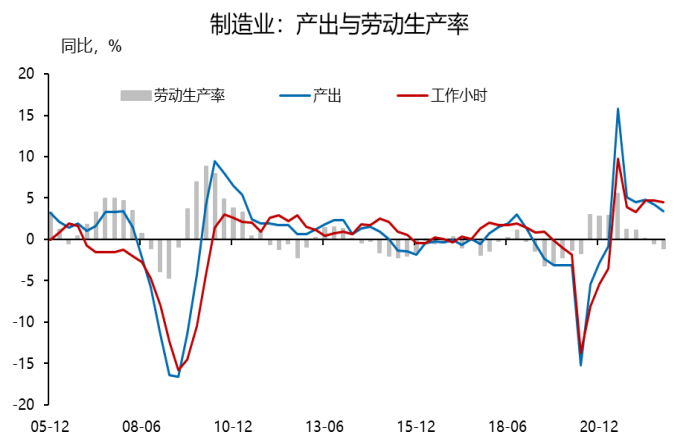
2022年8-11月，美国劳动力短缺似乎进入到一种“稳态”，供求缺口平均为450万，但12月空缺岗位数公布之后，缺口再次上升到530万，接近2022年5月水平。虽然ECI环比或平均时薪增速(同比与环比)仍显示工资通胀压力在下降，但供给受限、短缺加剧和工资增速放缓的现象较难在长期内维持。

在1月20日的演讲中，沃勒认为紧张的劳动力市场兼有利弊：一方面美联储可专注于抗通胀；另一方面，它又是通胀下行过程中的绊脚石。可持续的工资增速=劳动生产率增速+2%通胀目标(约为3-3.5%)。正是基于劳动力市场的视角，沃勒对CPI数据中的积极信号持谨慎态度。

图表17: 美国劳动生产率增速持续放缓



图表18: 美国制造业劳动生产率增速持续放缓

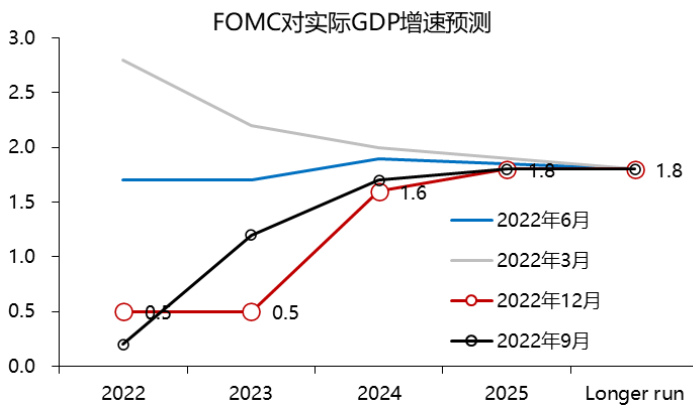


来源: Wind、国金证券研究所

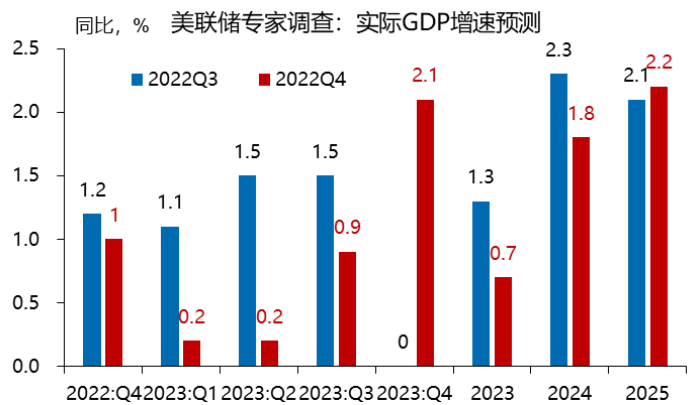
3. 经济增长: 放缓是预期之内的, 但对软着陆持乐观态度

大量美联储理事会成员和分行行长对软着陆 (soft landing) 依然保持乐观。美联储副主席布雷纳德引用 Waller 理事 (及合作者) 的研究¹, 从“贝弗里奇曲线”出发, 认为“总需求的持续放缓仍有可能促进劳动力市场的持续宽松和通胀的降低, 而不会造成就业的重大损失。”波士顿联储主席柯林斯在 1 月 19 日的演讲²中称, “尽管我对风险和不确定性持现实态度, 但我仍然合理乐观地认为, 有办法在不出现重大经济衰退的情况下降低通胀。我看到了经济持续的弹性, 许多公司持续的招聘计划, 家庭和企业支出相对良好。”亚特兰大联储主席博斯蒂克 (Bostic) 重申, “经济衰退并非已成定局”³。

图表19: SEP 对美国 GDP 增速的预测



图表20: 专家预测调查对 GDP 增速的预测



来源: 美联储、国金证券研究所

4. 利率: FFR 已位于“有些紧缩”区间, 暂停加息不等于不再加息

多数成员认为, 在 2022 年 12 月加息之前, FFR 就已经到了“有些紧缩”的区间, 下一步, 就是从紧缩到充分紧缩 (sufficiently restrictive), 然后保持一段时间, 确保通胀向 2% 目标收敛。在 1 月 18 日的演讲中, 布雷纳德认为, 货币政策已经进入紧缩区间 (restrictive territory), 放缓加息可为经济评估工作腾出时间, 更好地在“双重使命”间进行平衡。沃勒也认为, 在 12 月例会之前, 货币政策已经有点偏紧 (slightly restrictive), 故支持放慢加息速度 (12 月+50bp), 并支持在 1 月底的例会中再+25bp。“除此之外, 我们距离 2% 的通胀目标还有很长的路要走, 我预计会支持继续收紧货币政

¹ <https://www.federalreserve.gov/econres/notes/feds-notes/what-does-the-beveridge-curve-tell-us-about-the-likelihood-of-a-soft-landing-20220729.html>

² <https://www.bostonfed.org/news-and-events/speeches/2023/the-national-and-regional-economy-navigating-near-term-changes-and-long-term-challenges.aspx>

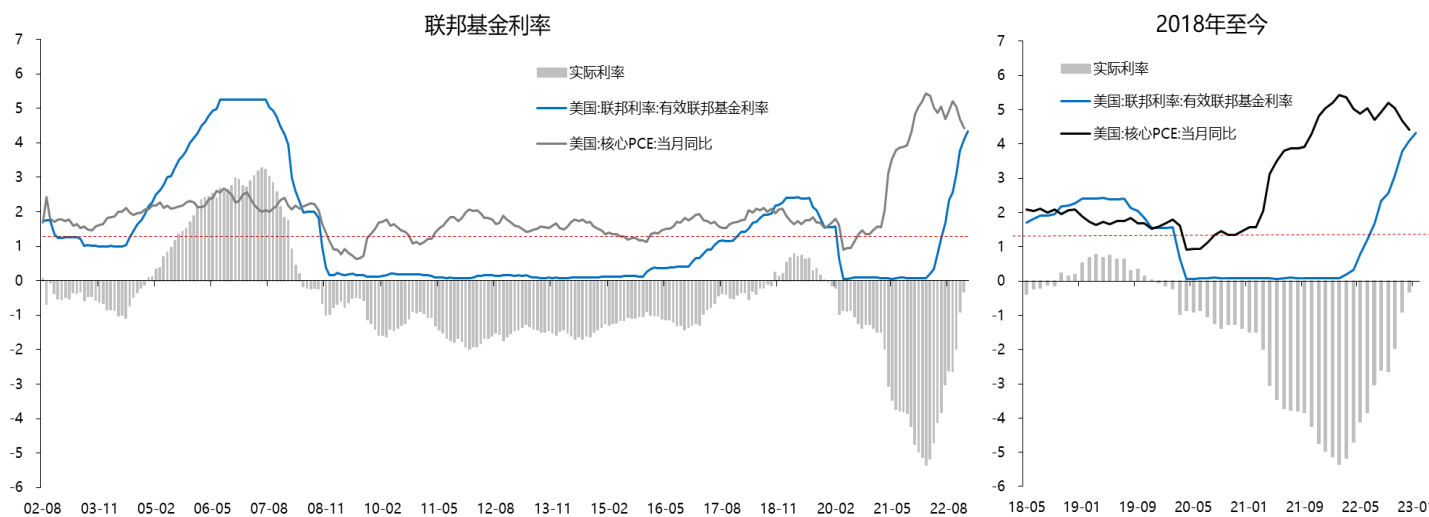
³ https://www.atlantafed.org/about/atlantafed/officers/executive_office/bostic-raphael/message-from-the-president/2022/11/15/long-and-variable-lags-in-monetary-policy

策。”

1月18日，达拉斯联储主席洛根(Lorie Logan, 票委成员)在德克萨斯大学奥斯汀麦库姆斯商学院发表演讲，讨论了通胀、就业、利率和缩表问题¹。在这场演讲中，洛根认为货币政策应兼顾弹性和稳定性(flexible and robust)。参照中性实际利率(低于1%)，洛根认为中长端利率已经进入偏紧缩的区域，未来越来越需要处理好紧缩不足和紧缩过度的风险。洛根比喻称，如同在迷雾中前行，放慢加息的节奏也是必要的，这有助于根据最新数据灵活调整政策。

但洛根强调，这种灵活性是双向的，当数据支持紧缩时可以继续加息，反之当数据支持宽松时也不用迫切地转向。决定性因素依然是通货膨胀，洛根认为，当前的通胀还是“太高了”(much too high)，未来需要看到通胀向2%收敛的令人信服的证据，这不仅指CPI或PCE，还包括工资。假定劳动生产率为1.25%(2012-2019年平均值)，与2%通胀目标相适应的工资增速就是3.25%，这意味着工资仍有2个百分点左右的下降空间。参照达拉斯联储的研究，洛根认为住房通胀的高点或位于2023年5-6月²。

图表21: 实际联邦基金利率即将转正



来源: Wind、国金证券研究所

5. 缩表: 准备金仍然过剩, 讨论结束缩表为时尚早, 终点取决于准备金需求

关于缩表的进度，达拉斯联储主席洛根认为，目前银行的准备金水平远是过剩的，超过了充足水平(far more than ample)，何况还有2.5万亿美元的逆回购(超额流动性, excess liquidity)。她认为，即使货币市场利率的波动性有所加剧，也不应将其解释为流动性短缺，这是资金再分配过程中的正常现象。关于缩表的终点，洛根认为，这取决于现金和准备金需求——美联储的负债。洛根在2022年8月之前是公开市场账户的经理和纽约联储的执行副总裁，其关于美国货币市场和公开市场操作(详见纽约联储官网)的演讲或科普文都是很好的学习资料。

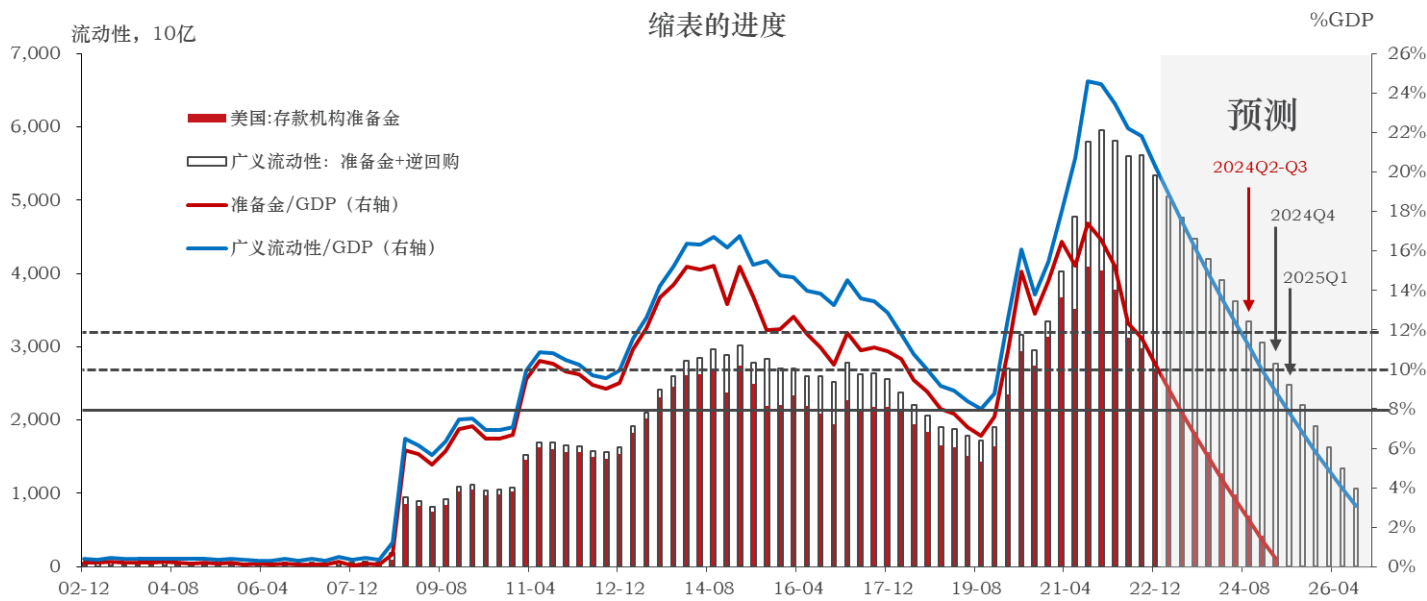
关于缩表的终点，沃勒提供了一个参照系。在2022年2月的一次演讲³中，沃勒参照2017-2019年缩表的经验，认为缩表至准备金/GDP约等于8-9%是比较合适的，当时对应的是2019年初的水平。2019年9月出现“回购市场危机”时，准备金/GDP已经跌至7%以下。在2023年1月20日的这次演讲中，沃勒做出了一些修正，认为“银行的增长速度更快……因此储备金(/GDP)的目标应该是11%到12%……我们可能会在我们到达那里之前开始减速。”按照当前的缩表进度推进，缩表结束的时间或落在2024年Q2-Q3(广义准备金/GDP约为11-12%)。

¹ <https://www.dallasfed.org/news/speeches/logan/2023/ikl230118>

² <https://www.dallasfed.org/research/economics/2022/0816>

³ <https://www.federalreserve.gov/news-events/speech/waller20220224a.htm>

图表22: 缩表的终点: 准备金从过剩到充足的“分水岭”



来源: 美联储、Wind、国金证券研究所

说明: 广义流动性 = 准备金 + 逆回购

二、欧央行：“鹰派”立场有所弱化，宁愿“更长”，而非“更高”

(一) 2月例会：如期加息 50bp，“打算”再加 50bp，“滞胀”担忧有所缓解

欧央行 (ECB) 2月例会如期加息 50bp, 主要再融资利率、边际借款利率和存款便利利率分别升至 3.00%、3.25%和 2.50%。2022年7月至今, ECB 已累计加息 300bp。在前瞻指引中, ECB 强调继续以稳健的节奏 (steady pace) 大幅地 (significant) 加息至“充分紧缩” (sufficiently restrictive) 水平, “打算” (intend) 3月例会再加息 50bp, 5月之后是否加息还需建立在数据和后续的评估基础上, 认为“保持充分紧缩的利率水平”一段时间也能够压制通胀。在答记者问环节, 拉加德强调, “打算”不等于 100%的承诺, 但确实是一个非常“强” (strong) 的词汇, 站在当前时点看, 理由非常充分。

图表23: 欧央行 2022年2月例会决议内容

具体内容	2022年12月	10月
3大关键利率	3大关键利率: +50bp; 主要再融资利率: 2.50%; 边际借款利率: 2.75%; 存款便利利率: 2.00%; 前瞻指引: 进一步加息, 首提大幅 (significant)、稳步 (steady pace) 加息至“充分紧缩” (sufficiently restrictive) 水平, “保持充分紧缩的利率水平” (一段时间), 以使通胀尽早回归中期目标 (2%), 防止通胀预期持续上行。	3大关键利率: +75bp; 主要再融资利率: 2.00%; 边际借款利率: 2.25%; 存款便利利率: 1.50%; 前瞻指引: 预计会进一步加息, 以使通胀尽早回归中期目标 (2%), 防止通胀预期持续上行。
APP	1. 决定2023年3-6月每月平均减持150亿欧元APP组合, 7月之后的规模待定。超出上限的剩余再投资金额按赎回组合的比例进行分配。 2. 购买公司债券时倾向于在脱债方面表现好的公司。	1. 到期本金全部再投资; 启动加息后, 维持本金再投资一段时间; 2. 只要有必要保持充足的流动性条件和适当的货币政策立场, 都会继续实施。
PEPP	1. 到期本金再投资, 直到2024年底, 保留投资的弹性; 2. 在未来退出PEPP投资组合时, 原则是避免对货币政策形成干扰;	1. 到期本金再投资, 直到2024年底, 保留投资的弹性; 2. 在未来退出PEPP投资组合时, 原则是避免对货币政策形成干扰;
再融资	信用机构正在偿还TLTRO II项目下的借款, 会经常评估其影响。	1. TLTRO III操作利率与欧洲央行适用的关键平均利率挂钩; 2. 为银行提供额外的自愿提前还款日期。

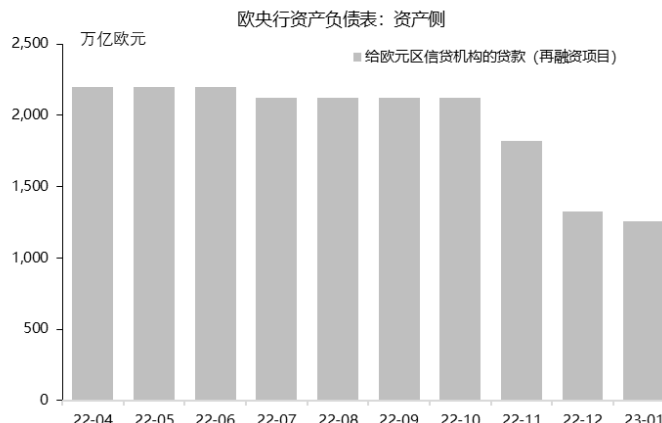
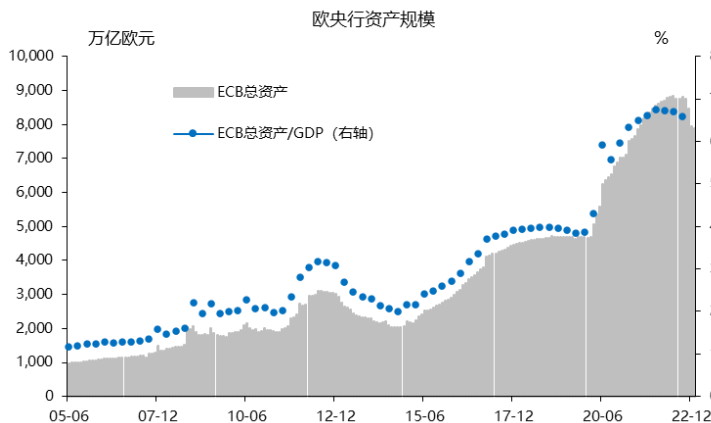
来源: 美联储、Wind、国金证券研究所

欧央行已提前进入“被动缩表”进程, 本次会议决定“主动缩表”。例会关于缩表的决定基本延续了2022年12月例会的规划, 3-6月每月减持APP再投资规模150亿欧元, 明确

剩余再投资组合按赎回组合的结构按比例分配,其中,公司债的再投资会倾向于在脱碳方面有更好表现的公司。流行病紧急购买计划(PEPP)项目下的到期本金(全额)再投资将延续到2024年底。自去年10月例会决定向信用机构增加“自愿提前还款日”后,欧元区信贷机构的贷款规模大幅收缩,从去年10月底的2.1万亿欧元下降到1月底的1.25万亿,降幅0.85万亿。规模的收缩主要发生在前两个月,1月降幅有所放缓。

图表24: 欧央行资产负债表规模开始缩减

图表25: 信贷机构提前偿还欧央行贷款



来源: ECB、国金证券研究所

相比2022年12月例会,欧央行认为欧元区经济增长和通胀的风险都更加“平衡”。12月例会认为,经济增长存在“下行风险”,尤其是短期,原因包括:俄乌冲突的长期化;经济主体信心的缺失;供应链冲击;以及海外经济增长的拖累。2月例会认为风险“已变得更加平衡”,虽然俄乌冲突仍然没有终结,但欧央行对能源冲击的消退较有信心。欧央行还认为,通胀的风险也变得“更加平衡”,12月例会认为“存在上行风险”。

图表26: 欧央行2022年2月例会声明对经济和金融环境的看法

段落	主题	具体内容	2023年2月	2022年12月	10月
一	经济活动	增长	1. 趋势下行: 欧元区2022Q4世界GDP环比增速0.1%, 虽高于ECB的预测, 但预计短期内经济动能仍然偏弱, 尤其是制造业生产, 俄乌冲突、通胀压力和金融压力是3个主要解释; 2. 边际好转: 供应链、服务业、实际收入等。	欧元区Q3环比增速0.3%, 归因于高通胀和趋紧的金融条件; 全球经济放缓, 归因于俄乌冲突和金融条件的收紧; 欧元区贸易条件恶化, 降低居民实际购买力;	Q3经济增长增速或大幅回落, 并预计Q4和2023年初会进一步回落; 高通压制支出和生产; 消费者和企业信心不足; 服务需求下降; PMI制造业订单指数下降; 受地缘政治影响, 全球经济活动放缓; 贸易条件恶化生负收入效应;
		劳动	12月底失业率位于6.6%低位, 预计未来几个季度内, 就业增长会放缓, 失业率会上升。	Q3就业环比增长0.3个百分点, 失业率降至6.6%, 创历史新高; 预计未来几个季度内, 就业增长会放缓, 失业率会上升。	Q3运行良好, 失业率为6.6%, 继续保持在历史地位; 预计随着经济的走弱, 失业率会上升。
二	通货膨胀	定性判断	仍然大高 (remain strong);	大高了 (far too high), 会长时间 (for too long) 内高于2%。	大高了 (far too high), 会在一段时间内 (extended period) 内高2%。
		HICP	2023年1月HICP通胀8.5%, 前值9.2%, 能源价格下降是HICP下降的主要原因; 核心HICP通胀维持在5.2%高位。食品通胀仍高达14.1%, 原因是能源和其它原材料价格的上涨仍在传导。	11月HICP通胀10%, 前值10.8%; 11月核心HICP5%, 前值5%;	9月HICP通胀9.9%, 涨价是全面的。能源同比40.7%, 天然气和电力贡献提升; 食品通胀11.8%; 核心HICP4.8% (9月)。
		原因	尽管供应瓶颈正在逐渐缓解, 但其延迟效应仍在推高商品价格通胀。取消与大流行相关的限制也是如此: 被压抑的需求的影响虽然减弱, 但仍在推高价格, 尤其是在服务业。	能源通胀下降, 服务业通胀也有所放缓; 供应链压力急需减弱, 但仍是商品通胀的原因; 重新开放政策释放出的需求动能下降, 但仍是服务业通胀的来源; 贸易条件恶化依然是输入性通胀压力的来源;	供应瓶颈正在逐渐缓解, 尽管其滞后影响仍在推动通胀。被压抑的需求的影响虽然减弱, 但仍在推高服务业的价格。欧元贬值加剧了通胀压力。
		其它通胀指标	潜在通胀指标依然很高。	潜在通胀指标依然很高。	潜在通胀指标处于较高水平。
		工资	在强劲的劳动力市场的支持下, 工资增长更快, 在一定程度上追赶高通胀成为工资谈判的主题。与此同时, 最近的工资动态数据与去年12月欧元区体系的工作人员预测相符。	受稳健的劳动力市场的支撑, 工资涨幅仍在提升, 部分反映工资对物价的“追赶效应”, 预计工资增速会显著高于历史均值, 从而在中期内抬升通胀预期。	工资增速上行, 受通胀拉动; 即将公布的工资数据和最近的合同工资表明, 工资增长可能还在加快。
通胀预期	多数较长期通胀预期目标目前仍维持在2%左右, 需继续关注。	多数较长期通胀预期目标目前仍维持在2%左右, 但部分指标向上修正值得关注。	多数较长期通胀预期目标目前仍维持在2%左右, 但部分指标向上修正值得关注。		
三	风险	经济增长: 经济增长前景面临的风险已变得更加平衡; 俄乌冲突的影响仍不确定; 疫情再起风险; 相信能源冲击会很快解除。 通胀前景: 通胀前景的风险也变得更加平衡, 尤其是在近期。上行风险来自价格的二次传导、中国对大宗商品的需求, 以及工资的追赶效应; 下行“风险”来自能源价格的下跌和内需的疲弱。	经济增长: 存在下行风险, 特别是短期; 俄乌战争长期化仍是一个重大风险; 信心可能进一步恶化, 供应链可能再次恶化; 世界经济走弱可能会进一步拖累欧元区增长。 通胀前景: 存在上行风险, 短期能源和食品成本也可能持续高于预期, 中期关注通胀预期和工资增速。	经济增长: 存在下行风险, 特别是短期; 俄乌战争长期化仍是一个重大风险; 信心可能进一步恶化, 供应链可能再次恶化; 世界经济走弱可能会进一步拖累欧元区增长。 通胀前景: 存在上行风险, 能源和食品成本也可能持续高于预期。	
		金融与货币条件	1. 商业信贷收缩, 在一定程度上源于库存融资需求下降。但也反映出商业投资提供资金的贷款需求正在减弱。 2. 家庭信贷下降, 反映贷款利率上升、信贷标准收紧以及抵押贷款需求大幅下降。 3. 货币增长迅速放缓, 包括隔夜存款在内的流动性最强的组成部分显著下降。	信贷收缩: 银行融资成本在增加; 企业和家庭的借款成本也变得更高; 银行对企业的贷款仍然强劲 (多企业银行信贷余额下降); 家庭信贷下降; 货币增长放缓: 自6月评估以来, 金融稳定环境恶化; 主要货币通胀性上升; 收紧金融条件在中期内有用于防范金融脆弱性的积累和通胀的“尾部风险”, 但近期会温和加息; 货币增长: 非银行金融机构流动性需求上升会加剧波动。但是, 银行资本充足率依然较高; 监管审慎政策获得了“第一道防线”。	信贷收缩: 银行融资成本在增加; 企业和家庭的借款成本也变得更高; 银行对企业的贷款仍然强劲; 为投资融资的贷款需求继续下降; 货币增长: 银行信贷调查报告: 三季度, 所有贷款类别的信贷标准都有所收紧, 因为银行越来越担心经济前景不断恶化, 以及客户在当前环境下面临的风险。预计四季度信贷标准会进一步收紧。

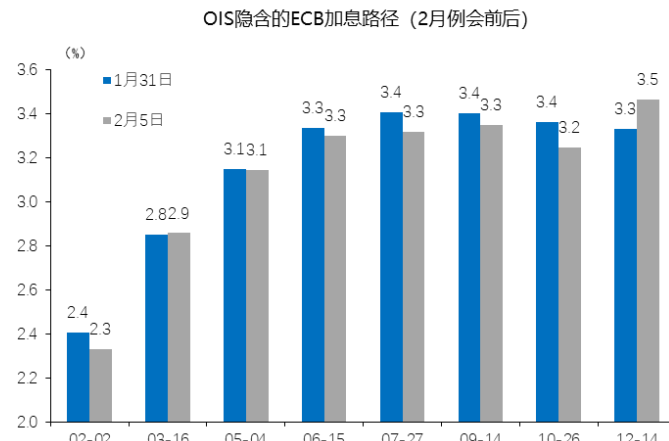
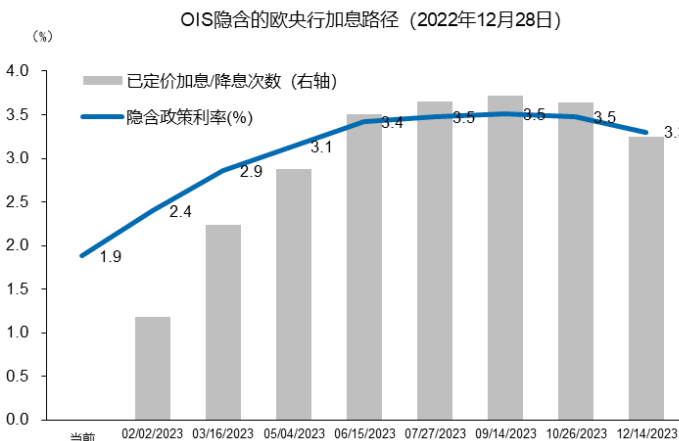
来源: ECB、国金证券研究所

(三) 市场解读：风险偏好回升，长债利率和欧元下行吗，利率曲线下移

市场对欧央行例会的解读偏鸽派。发布会当日，德国 10 年期国债收益率和欧元汇率同步下行，斯托克 50 和斯托克 600 指数大幅上行。OIS 市场隐含的欧央行加息路径是：3 月 50bp、5 月 25bp、6 月 25bp。相较 1 月底，例会后 OIS 隐含的利率曲线略有下移，终点利率从此前的 3.4% 下降到 3.3%，降幅为 5bp（相较于 12 月例会后下降了 20bp）。

图表27: OIS 隐含的 ECB 加息路径 (2022 年 12 月底)

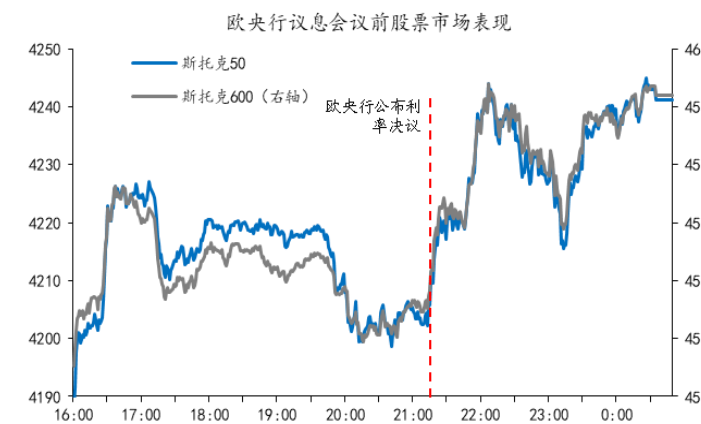
图表28: OIS 隐含的 ECB 加息路径 (2月例会前后)



来源: Bloomberg, ECB、国金证券研究所

图表29: 欧元贬值、10 年德债下行 (发布会当日)

图表30: 斯托克指数大幅上行 (发布会当日)

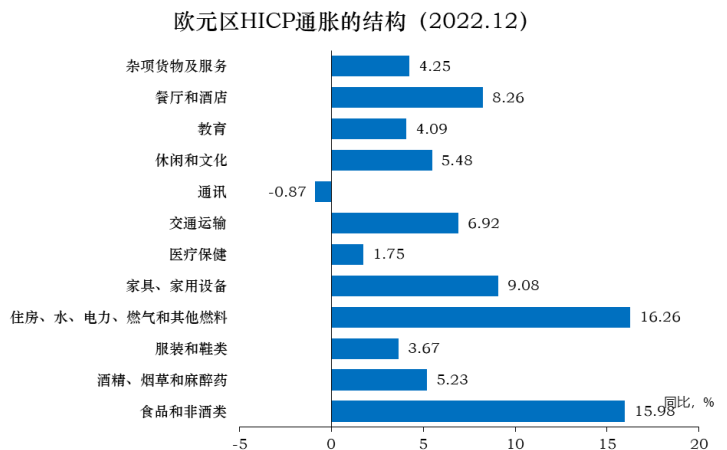


来源: Bloomberg, ECB、国金证券研究所

欧央行边际转鸽的背景是，在能源价格和进口价格下行驱动下，欧元区 HICP 通胀率从 2022 年 10 月的 10.6% 高位快速下行至 2023 年 1 月的 8.5%，连续 3 个月下降，累计下降超 2 个百分点。与美国比较，欧元区 HICP 中商品、能源和食品占比均比较高（商品占约 6 成，能源+食品占比约三分之一），故整体下行斜率更大。但值得注意的是，核心 HICP 通胀和工资通胀的高点尚未确立，1 月核心 HICP 通胀依然维持在 5.2% 高位（与 11 月持平）。整个 2023 年，不可低估 2023 年欧元区的通胀压力以及欧央行抗通胀的决心。

图表31: 欧元区整体通胀快速下行至 8.5%

图表32: 欧元区 HICP 通胀的结构



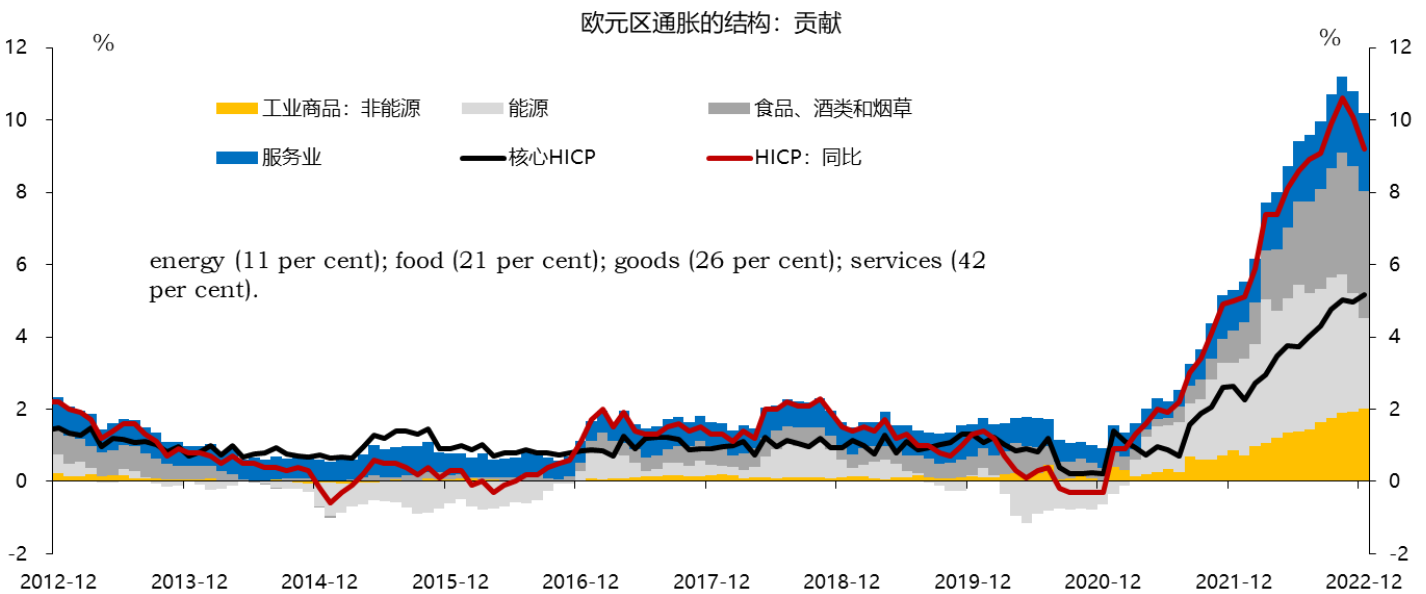
来源: BLS、wind、国金证券研究所

说明: 核心 HICP 通胀更新到 2022 年 12 月

(三) 道阻且长: 不宜低估欧元区通胀压力和欧央行抗通胀的决心

随着全球经济放缓和能源价格的持续回落, 欧元区整体 HICP 通胀的高点已经出现在 2022 年 10 月, 但核心 HICP 通胀已连续两个月维持在 5.2%。受价格传导的“二次效应”和工资上涨的驱动, 服务通胀在核心通胀中的贡献率或稳步上行, 使整体通胀的粘性趋于强化。欧洲通胀压力广泛分布于商品或服务的方方面面, 虽然高通胀科目数量有所下降, 但潜在通胀上行的趋势依然没有改变。较为乐观的是, 长期通胀预期依然被锚定在略高于 2% 的水平, 表明“物价-工资”螺旋的风险依然偏低。

图表33: 欧元区 HICP 通胀的结构



来源: 欧盟统计局, 国金证券研究所

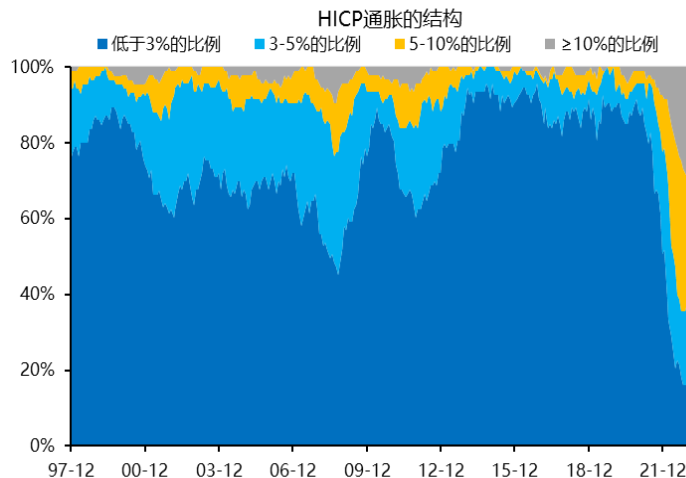
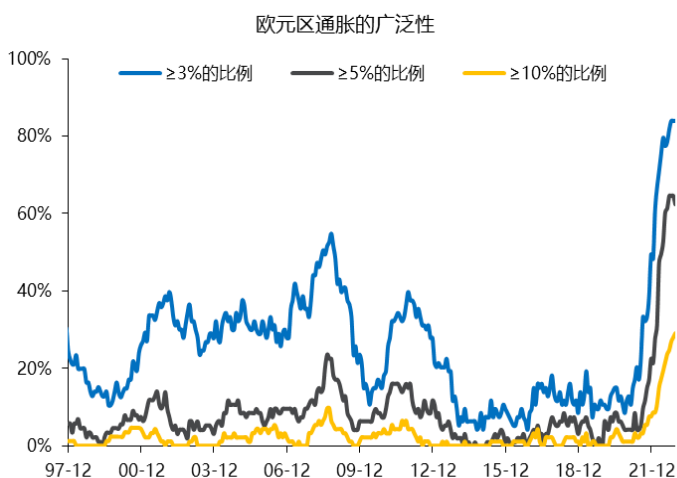
欧元区通胀的贡献来自商品和服务的方方面面, 能源和食品贡献接近 70%。商品和服务分项同比的高点都出现在 10 月。贡献率最高的依然是能源, 其次是食品、酒类和烟草, 两者合计在 10 月欧盟 HICP 通胀中贡献了约 70%。俄乌冲突以来, 能源在通胀中的贡献持续下行, 同比涨幅的高点出现在 2022 年 3 月, 但下行斜率较小 (3 月 44.3%, 11 月 41.5%), 环比波动较大 (9-10 月环比连续正增长, 10 月相比 3 个月前和 6 个月前都是正增长)。食品、酒类和烟草同比增速虽然远低于能源, 但其权重是能源的两倍 (21%), 又由于食品价格动能及粘性更强, 故很可能在 2023 年成为欧盟通胀的主导因素。

服务通胀的重要驱动因素是工资，这又取决于劳动力市场结构。欧洲劳动力市场供求矛盾趋于激化，工资依然存在上涨动能。2022年12月欧盟的失业率已经降至6.1%（欧元区为6.6%），为21世纪以来的最低水平，说明欧盟也面临与美国类似的难题，即劳动力短缺。这会增加劳动者与雇主的议价能力，谈判工资的上行提供了论据。欧洲的名义工资增速虽然在提升，但实际工资仍在负增长，一方面会压制终端的实际购买力，另一方面，也存在工资追赶通胀的压力（catch-up effect）及形成“物价-工资螺旋”的隐忧。

虽然大幅涨价的科目数有所下降，但欧元区通胀压力的分布仍然广泛。在欧盟HICP的93个细分科目中，同比增速大于3%、大于5%和大于10%的科目占比（或数量）持续刷新1997年以来的记录，2022年12月读数分别为：84%、62%、29%，即有27个科目的通胀率超过10%。环比而言，3个月环比和6个月环比表现出相似的特征：涨价科目占比仍处于高位，占比位于80-90%之间波动，但涨幅大于2%和5%的科目数占比已经在下降，说明通胀的分布“肥尾特征”在减弱。

图表34：欧元区HICP通胀的结构：扩散指数

图表35：欧元区HICP通胀的结构：占比



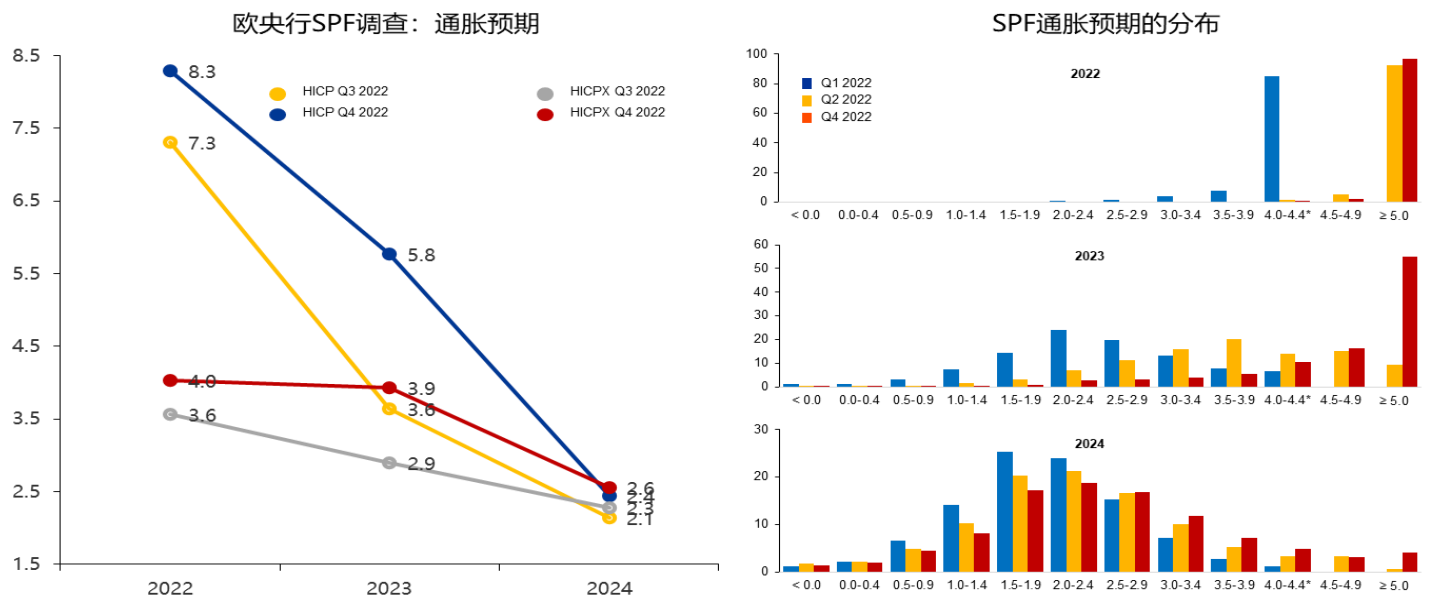
来源：BLS、wind、国金证券研究所

说明：核心HICP通胀更新到2022年12月

通胀上行的趋势依然没有改变。欧央行2%通胀目标是一个中期概念，主要是为了排除短期或极端因素的干扰。截尾平均(trimmed mean)是欧央行关注的一个“潜在通胀”指标，分10%（首尾各5%）和30%（首尾各15%）两种。截止到2022年12月底，10%截尾平均通胀还在创新高（7.4%），30%截尾平均通胀首次出现下行（8.2%）。

通胀预期是“工资-物价螺旋”形成的关键变量，最新数据显示，欧元区通胀螺旋形成的概率依然偏低。欧央行4季度专家(SPF)调查数据显示，2023年HICP通胀预期的中枢进一步上升至5.8%，前值7.3%。核心HICP上升至3.9%，前值3.6%。但2024年依然被锚定略高于2%的水平。从分布上看，认为2023年欧元区通胀大于5%的调查者占比为55%，远高于2季度的9.3%。

图表36: 2023年HICP通胀预期抬升至5.8%, 2024年预期略高于2%目标



数据来源: ECB、国金证券研究所

欧央行未明确5月加息指引，市场将之解读为“暂停加息”的信号，但实际上或只是加息幅度未能提前决定。ECB行长拉加德在答记者问环节明确，3月不会是加息的终点。5月需要根据经济预测和评估，决定加息的幅度，目的都是及时实现中期2%通胀目标。拉加德明确，当前欧元区通胀压力只是相对于12月“更加平衡”，而非已经“平衡”，抗通胀的任务道阻且长。ECB副行长路易斯·金多斯(Luis de Guindos)在12月27日的发言中认为，实现2%通胀目标的时间要迟至2025年下半年。

图表37: 欧央行行长拉加德：我们的决心不容置疑



拉加德，ECB行长

- **3月例会再加50bp，利率就达峰了吗？**“不。我们还有很多事要做，我们还没有结束。我们要说的是，当我们收到预测时，我们将需要评估需要什么样的速度、水平和速度，以实现我所说的**“坚持到底”(stay the course)**。第一个目标是大幅提高利率至限制性水平，并保持足够长的时间，这样我们才有信心……实现我们为自己设定的2%的中期目标，这是在履行我们的使命……我必须告诉大家，大家普遍认为，这次的50个基点和3月份的50个基点是合理的，特别是在3月份，我们知道潜在的通胀压力将持续下去。”
- “……我们的决心不容怀疑……我们将根据我们的预测评估形势，评估我们的货币政策路径，可能是50bp，可能是25bp，可能是任何需要的加息幅度……无论以什么速度，都是为了及时实现我们所希望的中期2%的通胀目标，我们离这个目标还很远。今天的通货膨胀仍然过高，特别是当我们观察潜在通胀的结构时。”

——2月例会答记者问

来源: ECB、国金证券研究所

三、文献专栏：通胀动能的拆解、货币紧缩的滞后效应与经济衰退预警

(一) 美国核心 PCE 通胀已经由需求侧主导，货币政策较难兼容通胀和经济增长

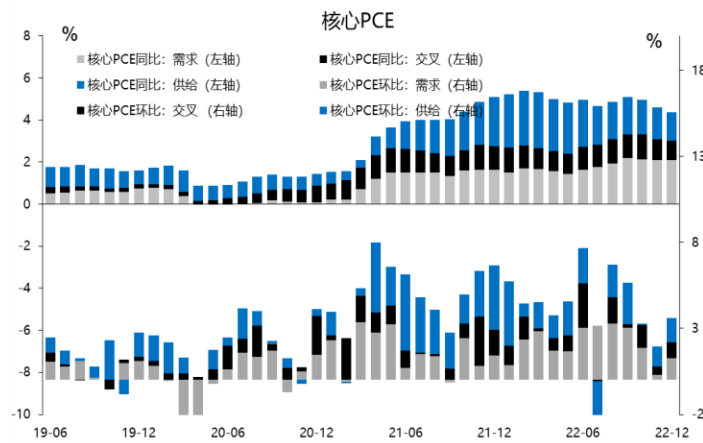
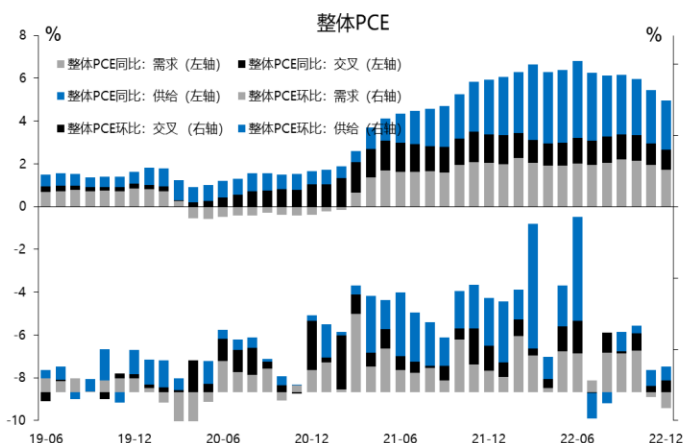
过去半年来，美国通胀下行能在多大程度上归功于美联储加息？或者说，货币紧缩能够压制通胀吗？有效性取决于什么？回答这个问题的一个思路是对的通胀驱动力进行分解：供给侧还是需求侧，暂时的还是持久的？

美联储 2021 年曾误判通胀的持续性，致使加息周期滞后于通胀，也导致降息周期滞后于经济周期。市场常常从物价的篮子分析通胀的结构，但它们实际上有共同的“因子”，即供给和需求。美国个人消费支出（PCE）的量和价的数据都比较完整。拆解的思路是，利用量价的变化就能区分供给主导和需求主导，当然还存在一个模糊区间，即量价同向变化或反向变化都不显著。

美国的通胀主要是由供给驱动，还是需求驱动？是暂时的，还是持久的？该问题的答案也决定了美联储加息能在多大程度上降低通胀。我们曾引用旧金山联储经济学家夏皮罗（Shapiro）的研究¹说明，美联储加息的紧缩效应在 2023 年会更快体现，原因之一是，从 2022 年 4 季度开始，美国核心通胀的主要驱动力已经从供给转为需求。政策含义是，货币政策较难兼顾经济软着陆和通胀目标。

图表38：美国整体 PCE 通胀的分解

图表39：美国核心 PCE 通胀的分解



来源：美联储²、国金证券研究所

需求侧看，经济软着陆、通胀的乐观预期和美联储政策转向是一个“三元悖论”：如果需求下降是通胀放缓的主要驱动力，对应的应该是硬着陆。所以，除非供给侧持续修复，否则市场同时定价软着陆、货币政策提前转向和通胀超预期缓和的交易逻辑是难以自洽的。

本次推荐波士顿联储的一项研究。在区分供给驱动和需求驱动的基础上，作者进一步区分了持续性和临时性冲击。结论与 Shapiro 一致，即在本轮通胀中，供应冲击比需求冲击发挥了更大的作用。然而，在大部分时间里，需求冲击具有相对高的持续性，供应冲击则表现出暂时性。两个重要启示是：首先，随着暂时性供应冲击的消散，软着陆将更容易；其次，持续性的需求冲击需要比短暂的需求冲击要求更有力的政策反应。

参考文献：Sheremirov, 2022. Are the Demand and Supply Channels of Inflation Persistent? Evidence from a Novel Decomposition of PCE Inflation, Federal Reserve Bank of Boston Current Policy Perspectives. November 4.

(二) 货币政策紧缩效应或被低估，滞后效应今年上半年或有更充分体现

时滞 (lags) —— 多长时间后，货币政策效应能充分发挥出来 —— 是美联储 2022 年下半年例会纪要或声明中的高频词汇，是“紧缩过度”(more than necessary) 风险的来源。美联储放慢加息节奏，一是不清楚“充分紧缩”的边界在哪里，需要更多数据来验证；二是不清楚时滞有多长，累计效应有多大 (所谓的“long and variable”)。因为时滞和持

¹ <https://www.frbsf.org/economic-research/indicators-data/supply-and-demand-driven-pce-inflation/>

² <https://www.frbsf.org/economic-research/indicators-data/supply-and-demand-driven-pce-inflation/>

续性并不是固定不变的，它依赖于时间、空间。

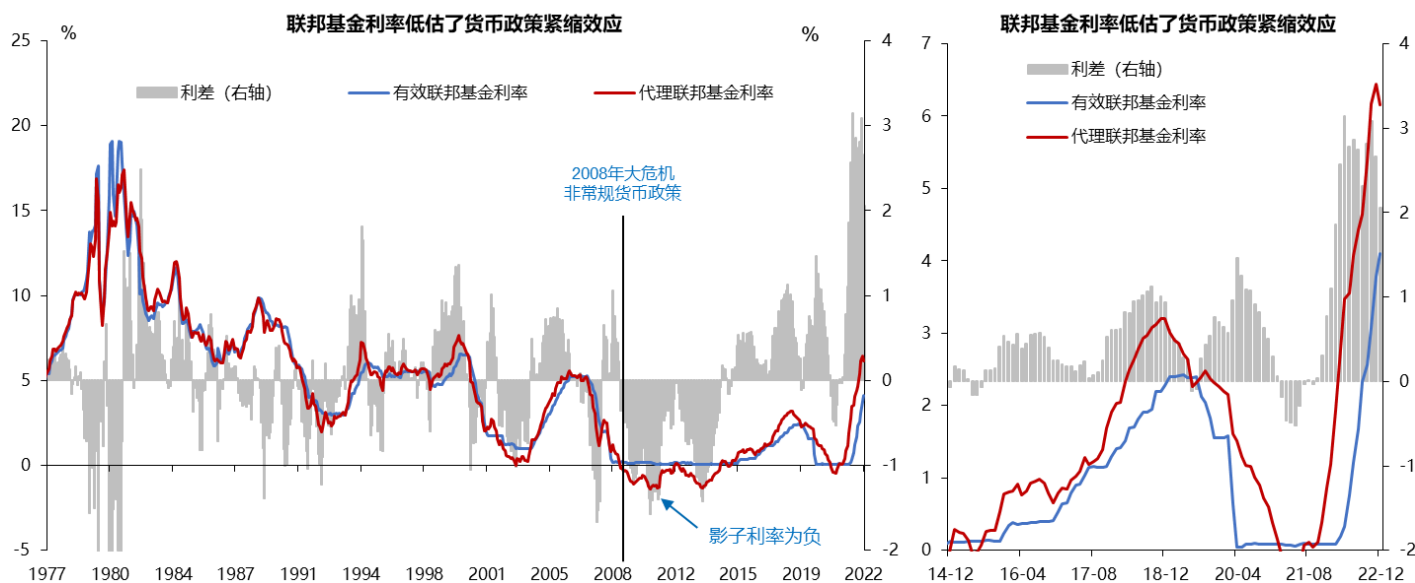
早期的研究一般认为时滞长达 18-24 个月。一个共识是，2008 年大危机以来，时滞缩短了，因为美联储加强了与市场的沟通，信息传递速度也更快，金融市场定价效率更高。FOMC 成员沃勒认为，现在的时滞应该是 9-12 个月¹。据此，2023H1 才是紧缩效应充分体现的时候。即使美联储暂停加息，紧缩效应也在增强，还因为实际利率上行。

不应忽视非常规政策工具的作用。FFR 是美联储的主要政策工具，但不是唯一工具。2008-09 年大危机后，联储工具箱中增加了**前瞻指引**和**资产负债表**两项非常规工具。它们能够发挥类似于利率的效应——沃勒认为，本轮美联储缩表的效果相当于加息 75-125bp (1 万亿美元约等于 25bp)。例如在名义利率受到零下限约束时，QE 和前瞻指引可将影子利率降到负值，反之也可以将影子利率提高到 FFR 上方。金融市场对联储行为的定价不是在其实施期间，而是在宣布日前后。如此一来，多措并举，也会压缩时滞。

本次推荐圣路易斯联储的一项研究。这一指标利用公共和私人部门的借款利率和息差来推断货币政策的更广泛立场。该指标使用 12 个金融变量，包括国债利率、抵押贷款利率和借款息差，来评估更广泛的货币政策立场。利用主成分，提取了 12 个金融变量之间的共同运动。然后将前三个主要组成部分映射到联邦基金利率的水平，其中映射反映了它们之间在 2008 年之前的相关性。直到 2008 年 12 月，地图的构造几乎是精确的；2008 年之后，从金融状况到基金利率的映射出现了背离。这种分离显示了代理基金利率如何响应前瞻性指引和资产负债表操作等金融状况的发展。

参考文献：Jason Choi et al., 2022. Monetary Policy Stance Is Tighter than Federal Funds Rate, FRBSF Economic Letter, November 7.

图表40：有效联邦基金利率低估了货币政策的紧缩效应！（约 2-3%）



来源：美联储，Wind，国金证券研究所

（三）经济衰退预测的比较：期限利差、信用利差、领先指标和经济状态变量

周期的拐点对资产配置的含义毋庸置疑，但在实践中，由于金融市场的定价往往是领先和瞬时的，同步跟踪经济周期的运行本身就有难度，拐点又是事后确立的，所以必须结合领先指标，通过建模预测衰退或扩张的概率。

期限利差常被用来预测经济未来 12 个月衰退的概率，历史回溯看，有效性较高。但它只是众多金融指标中的一种。可将预测指标可分为三类：金融指标、领先指标和经济状态指标。同一类型内部，以及不同类型之间的预测步长都有差异。搭配使用的效果更好，还可以发现金融资产定价中的偏差。

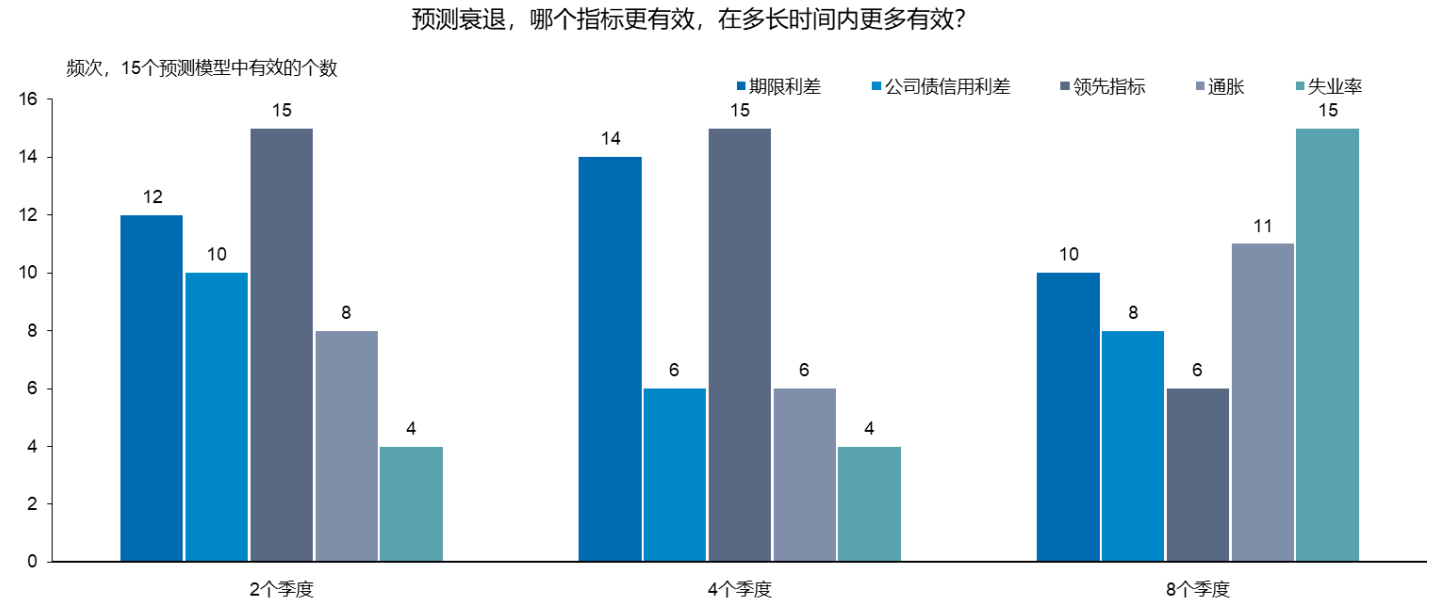
本次推荐美联储 2023 年的一篇文章，作者对这 3 类预测方法进行了归纳和比较，结论认为：首先，金融市场中的资产价格、经济活动的领先指标和经济状态指标（如失业、通胀等）都有助于预测衰退，专注于其中一个子集可能会产生误导；其次，如果不考虑其他因

¹ <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/waller20230120a.htm>

素，强调收益率曲线的方法夸大了这些变量发出的衰退信号；并且收益率曲线具有很强的周期性，与经济状态指标的信号相关（计量中的内生性问题。如果不考虑内生性，就会高估期限利差的解释力）；最后，一些指标在短期内提供更有价值的信号，例如强调动能（momentum）的领先指标，而其他指标则提供中期信号，例如失业率。

参考文献：Kiley, Michael T. (2023). Recession Signals and Business Cycle Dynamics: Tying the Pieces Together, Finance and Economics Discussion Series 2023-008. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System,

图表41：三类指标预测衰退的有效性的比较



来源：美联储，Wind，国金证券研究所

风险提示

1. 俄乌冲突再起波澜：2023年1月，美德继续向乌克兰提供军事装备，俄罗斯称，视此举为直接卷入战争。
2. 大宗商品价格反弹：近半年来，海外总需求的韧性持续超市场预期。中国重启或继续推升全球大宗商品总需求。
3. 工资增速放缓不达预期：与2%通胀目标相适应的工资增速为劳动生产率增速+2%，在全球性劳动短缺的情况下，美欧2023年仍面临超额工资通胀压力。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整,亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用,在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险,可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密,只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要,不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具,本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告,则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议,国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有,保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话: 021-60753903	电话: 010-85950438	电话: 0755-83831378
传真: 021-61038200	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	传真: 0755-83830558
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮编: 100005	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	地址: 北京市东城区建内大街 26 号	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402