

联储态度仍中性，但政策有加速转向可能 ——美联储 1 月议息会议传递的信号

核心观点

1 月美联储加息 25BP 且官方表态中指向未来可能仍有 1 次以上的加息，我们认为鲍威尔态度相对中性，对加息的表述实际并未超出 12 月点阵图范畴且并未完全锁死年内降息的可能性。虽然联储当前态度中性，但我们认为应关注欧洲潜在的金融稳定压力，一旦欧债风险开始发酵可能成为当前联储决策框架外的超预期冲击因素并影响加息节奏，政策存在加速转向的可能。

■ 美联储加息 25BP 符合预期，声明、表态中指向未来可能仍有 1 次以上的加息利率区间方面，美联储加息 25BP 将基准利率区间上调至 4.5%-4.75% 区间，符合市场与我们预期。缩表方面，美联储将按 950 亿美元/月的原定计划继续执行。美联储例行在 1 月进行了货币政策长期目标的审议，继续以充分就业和物价稳定（继续锚定 2% 的 PCE 增速）为目标，以金融系统稳定为基础，相较此前框架并未出现变化。此外，会后声明中，美联储在提及未来的政策评估考虑因素时，剔除了“公共卫生”这一选项。保留劳动力市场，通胀和通胀预期以及金融发展。鲍威尔在会后声明中回应了这一调整，认为新冠对经济的影响作用已不再重要。

对于未来的政策路径：

一是未来的加息节奏，本次议息会议声明（仍然使用“ongoing increases”的措辞）以及鲍威尔会后声明中（talking about a couple of more rate hikes）均在强调加息进程尚未结束，并且仍然可能有 1 次以上的加息。

二是年内是否降息，我们认为相对弹性的表述并未彻底锁死年内降息的可能性。鲍威尔指出“如果经济表现符合预期，则降息是不合适的”，但如果“通胀下行速度快于预期，也会在评估政策时重新考虑”。

三是对于金融环境，10 月底以来美股反弹、美债利率回落金融条件有所改善，也一定程度上反映了机构的远期宽松预期，鲍威尔对此并未进行明确“反驳”。

■ 鲍威尔态度相对中性，对加息的表述未超出 12 月点阵图范畴但未锁死降息可能。本月议息会议前，市场对本次加息幅度已无分歧，市场核心关切的是联储对未来加息节奏的指引，尤其是政策利率触及终点后的停留时长。本次议息会议前联邦基金利率期货和掉期市场对加息概率的定价均为：1 月加息 25BP 接近 100%，3 月再次加息 25BP 接近 80%，此后加息结束。

整体来看，我们认为鲍威尔本月议息会议呈现的态度相对中性。一方面，通胀当前仍然远高于政策利率，鲍威尔在表态立场上维持鹰派明确继续加息无可厚非；且本身 1 次以上的加息对应终点利率至少达到 5%-5.25% 区间也并未超出 12 月点阵图的范畴。另一方面，基于过去几个月通胀持续低于预期的表现来看，鲍威尔的表述并未完全锁死年内降息的可能性，也给予了政策充分的弹性空间。

从市场表现来看，资产价格对本次议息会议给出了鸽派解读，我们认为过于乐观。在鲍威尔的中性态度下资产价格可能进行修正。道指和纳指在会议期间大幅上行；10 年期美债利率回落至 3.4%；美元指数也有明显回落，接近击穿 101；黄金价格大幅上涨，伦敦金融及 1950。

■ 未来关注欧债演进情况，一旦发酵可能影响联储紧缩节奏

虽然本月鲍威尔政策立场中性，但我们提示未来应关注欧洲潜在的金融稳定压力，一旦欧债风险开始发酵可能成为当前联储决策框架外的超预期冲击因素。我们依然维持前期观点：金融稳定风险可能是联储年内加息的刹车器（提前暂停加息），Q2 就业加速恶化和通胀回落至政策利率以下可能是联储的转向灯（给出更为明确的降息预期）。

经济增长方面，虽然美国 2022 年 Q4 GDP 强于预期，但从结构上看仍面临衰退风险，消费和固定资产投资均不容乐观，本季经济最强的贡献项库存投资未来又面

分析师：李超
执业证书号：S1230520030002
lichao1@stocke.com.cn

分析师：林成炜
执业证书号：S1230522080006
linchengwei@stocke.com.cn

相关报告

临确定性下行压力（详细请参考前期报告《全球流动性变量核心聚焦欧日央行》）。
就业市场方面，美国就业数据可能从 Q2 起加速恶化，失业率可能突破 4.5%，对货币政策的约束可能增强（详细请参考前期报告《三问美国就业市场，劳动力紧张何时休》）；此外，2 月美国 BLS 将进行年度就业数据的基准调整，从费城联储公布的季度校准数据来看，届时美国非农就业人数可能面临进一步的下修压力（从最近一期数据看，2022 年非农新增就业的下修幅度预计位于 3%-4% 之间）。

金融稳定方面，我们认为 3 月欧债风险也将扰动联储政策节奏。3 月欧央行将启动缩表，也是全年欧债到期压力较大的月份，可能导致欧洲债务压力逐步发酵。美国机构持有欧债规模较大约 8555 亿美元。此外，欧洲银行体系自身资产质量的恶化形成的流动性挤兑也可能拖累作为其交易对手的美国金融机构。一旦欧债风险爆发，不排除 3 月暂停加息的可能。

通胀压力方面，预计美国 CPI 将在 Q2 回落至政策利率以下，通胀压力的回落也将为联储转向创造空间。

□ 短期美元的决定因素：2 月是日本（偏利空），3 月是欧洲（偏利多）

2023 年开年以来，美元指数持续回落至 101 附近。展望短期美元的决定因素，我们认为 2 月的决定因素在日本，3 月的决定因素在欧洲。

2 月决定因素在日本，2 月 10 日日本首相可能提名新任日央行行长候选人，两大领跑人中雨宫正佳相对偏鸽派，中曾宏相对偏鹰派（曾对日本央行如何退出货币宽松著有完整规划）。当前市场一致预期雨宫正佳获得提名概率最高，如果中曾宏获得提名，可能进一步驱动日元流动性逆转交易，成为短期美元利空。

3 月决定因素在欧洲，3 月欧央行的缩表计划将正式启动（详细请参考前期报告《欧洲缩表计划启动，警惕德意利差反弹》）。我们曾于前期报告指出，欧央行的缩表计划将对欧洲的主权债务压力构成明显挑战。上文已指出，3 月是缩表的起点，也是全年欧债到期压力较大的月份之一，可能导致欧洲债务压力的交易情绪发酵从而对美元形成支撑。从到期规模看，2023 年平均每月的资产到期规模约为 293 亿欧元（包括政府债券、企业债和 ABS，政府债券的占比超过 80%），其中 3 月和 10 月是到期压力最大的时间点，到期规模分别达到 425 亿和 527 亿欧元。

□ 金价本轮上行持续兑现前期观点有望再创新高，利率下行过程中可能震荡反复

黄金方面，自去年 11 月以来，伦敦金从 1620 附近一路上行并突破 1950，持续兑现我们前期强烈看多黄金的观点。我们认为当前黄金仍然具有配置价值，欧债潜在压力将利多黄金，主要源于避险逻辑（从 2010 年经验来看，美元、黄金两大避险资产在欧债危机期间均有较好表现）；未来全球央行转向宽松驱动实际利率回落也将对黄金形成提振，本轮伦敦金价格上行大概率将挑战 2075 的前高位。

美债方面，在联储政策立场出现更明确的转向前，我们认为美债利率仍将围绕 3.5% 为中枢保持震荡。Q2 联储政策转向的立场进一步明确后，美债利率将进一步下行，实际利率可能逐步回落至 1% 以下。

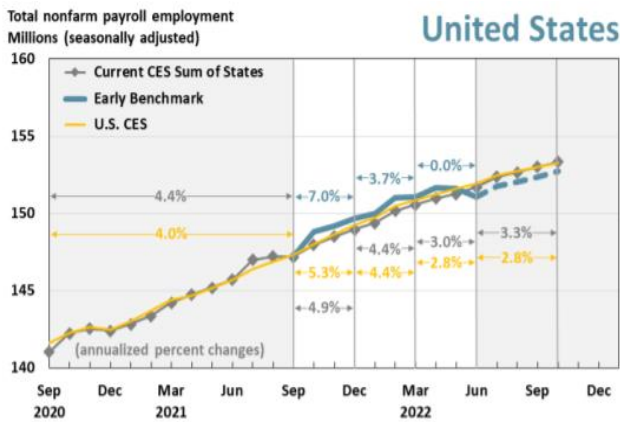
美股方面，伴随美股盈利预告陆续公布，美股盈利端下行压力仍然有待释放，美股短期仍有下行空间。Q1 后伴随流动性转向我们认为美股将迎来上行拐点。

□ 风险提示

欧洲主权债务压力不及预期；美国通胀超预期恶化

1.重要图表

图1：费城联储的就业基准校对数据



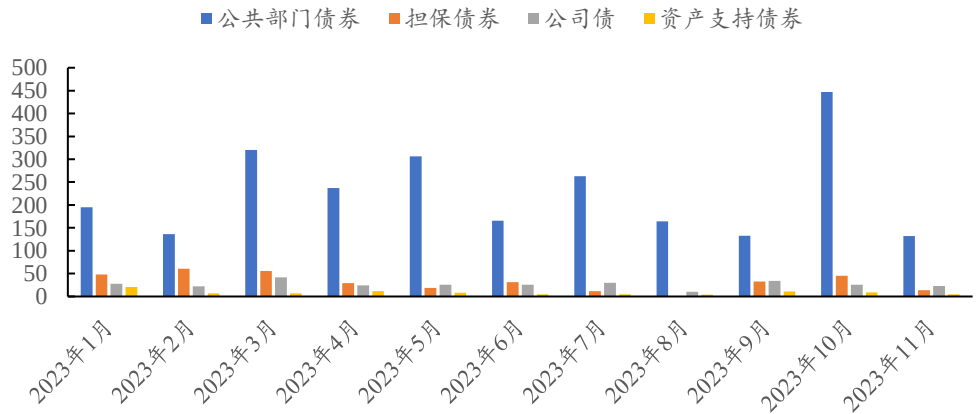
资料来源：费城联储，浙商证券研究所

图2：12月美联储点阵图



资料来源：美联储，浙商证券研究所

图3：欧央行资产购买计划（APP 项下）每月资产到期规模（亿欧元）



资料来源：欧央行，浙商证券研究所

表1：美国主体跨境持有欧债的规模及占比情况（亿美元）

发行国家	总持有量	债券发行主体				
		银行	其他金融机构	其他	政府	非金融机构
奥地利	149.99	9.78	55.09	55.09	46.68	38.43
比利时	119.95	4.64	1.8	1.8	69.41	44.09
塞浦路斯	7.67	0.28	0.01	0.01	6.76	0.62
爱沙尼亚	0.48	0	0	0	0	0.48
芬兰	150.85	37.37	53.77	53.77	36.3	23.41
法国	2169.03	608.35	512.26	512.26	541.94	506.48
德国	1037.91	446.18	34.95	34.95	357.55	199.24
希腊	24.41	0.16	0.03	0.03	23.74	0.48
爱尔兰	1193.23	7.79	574.04	574.04	28.85	582.55
意大利	547.31	150.6	15.78	15.78	301.44	79.49

拉脱维亚	0.98	0	0	0	0.98	0
立陶宛	5.34	0	0	0	5.23	0.11
卢森堡	714.92	74.6	178.73	178.73	12.9	448.7
马耳他	4.1	0	1.57	1.57	0	2.53
荷兰	1855.88	251.78	343.31	343.31	66.53	1194.25
葡萄牙	26.65	0.79	1.35	1.35	21.72	2.8
斯洛伐克	0	0	0	0	0	0
斯洛文尼亚	11.62	0.23	0.84	0.84	10.42	0.13
西班牙	535.05	154.49	14.6	14.6	239.12	126.83
全球债券持有量	42647.26	8638.58	10088.22	10088.22	9065.93	13189.31
欧洲债券持有量	8555.37	1747.04	1788.13	1788.13	1769.57	3250.62
欧债持有量占比	20.1%	20.2%	17.7%	17.7%	19.5%	24.6%
欧5国债券持有量	2326.65	313.83	605.8	605.8	614.87	792.15
欧5国债券持有量占比	5.5%	3.6%	6.0%	6.0%	6.8%	6.0%

资料来源：IMF，浙商证券研究所

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_51835

