专题报告

通胀回落令加息近尾声，但年内降息基本无望

2023 年 2 月 3 日

美联储观察系列之美联储2月议息会议笔记

黄金期货价格走势图

资料来源：文化财经，招商期货研究所

相关报告

《招商期货贵金属系列一：通胀预期下谈谈贵金属投资逻辑》2021.02

《宏观背景下的供需扰动——兼谈白银光伏需求》2020.11

徐世伟

021-61659372;

xushiwei@cmschina.com.cn

F0307617

Z0001836

摘要:

本专题主要跟踪美联储官员关于货币政策的讲话内容，希望通过相关内容，揭示美联储货币政策重点以及可能存在的变化

议息声明加息 25bp，剔除多数影响通胀因素：美联储如此前市场预期加息 25bp，将联邦基金利率提高至 4.25-4.5%。同时美联储仅保留了俄乌冲突加剧了全球不确定性的表述，将中国供应链问题、疫情大流行等影响通胀的因素删除（显示了通胀问题的缓解）。

鲍威尔关于声明措辞谨慎：虽然谈到了部分地区通胀的回落，但是依旧强调不**能重蹈历史上过早放松的教训，坚持到底，直到任务完成**（依旧强调加息的重要性）。

记者问答环节，鲍威尔表述先乐观后谨慎：先谈到通胀回落的问题，称目前处于通胀早期阶段，商品回落，房地产会走高而后回落，非房屋服务业依旧处在高位。但随后，表现出难得的乐观，第一次谈到，**通胀下行已经开始（the disinflationary process has start）。**乐观的核心点就是商品价格回落，主要是供应链得到解决；而房地产价格未来会先上后下；最不确定的是非房屋服务业，还存在反复，这也是美联储维持收紧加息 25bp 的原因（**higher for longer**）。另外在通胀快速下滑的过程中，失业率没有明显上行，软着陆可能性越来越大。但是目前宣布胜利还为时过早，主要还是非房屋服务行业还处于高位。在谈到通胀回落符合美联储预期的情况下，连续两次提到**年内不可能降息。**（这个表态与市场的观点明显矛盾。）

招商视点：鲍威尔此次议息会议，虽然依旧强调加息的重要性，但是字里行间流露出成功对抗通胀的自信，相比于此前记者问答中多数问题的不确定性答案，此次问答环节给出的结论都是相对确定，明确了通胀的回落开始；并将货币政策的走向时点确定在了 3 月议息会议上 SEP（Summary of Economic Projections）；也再次明确如果通胀未出现超预期变化，年内不会降息。尤其是最后这一表态和市场主流观点有较大分歧

事实上自 12 月以来，市场与美联储观点一直存在较大的偏差，美联储没有一名官员谈到过 2023 年的降息，甚至在 12 月议息会议上专门驳斥了相关观点，但是市场在不断交易降息观点，根据联邦基金利率期货计算的利率，23 年四季度将是降息的时点。这是当前市场交易的一个重点。

我们认为 3 月议息会议前还有 2 次非农数据、2 次通胀数据以及 1 次雇佣成本指数报告，将会逐步缩小当前市场与美联储的分歧，贵金属价格中蕴含的预期将逐步兑现。

鲍威尔关于议息会议公开声明的讲话

重点强调了将通胀降至 2%的目标，此次加息 25bp，预计未来进一步加息是适当的（appropriate），以提供足够力量限制通胀。

回顾了美国经济去年的表现，去年 GDP 放缓至 1%，低于趋势水平，最近数据显示一季度支出和生产适度增加，消费者支出增速较慢，住房部门活动持续走弱，主要是由于抵押贷款利率上升；同时利率上升对企业固定投资也有一定压力。

虽然经济增长放缓，但是劳动力市场依旧强劲，失业率在 50 年来低点，职位空缺率很高，工资和就业增长强劲，不过近期出现一定放缓迹象。

劳动力市场持续失衡，劳动参与率不变，东北地区的通胀出现可喜的下降。但是美联储依旧保持警惕，防止高通胀预期变得根深蒂固。

美联储在大幅缩减资产负债表。

最后再次强调，不能重蹈历史上过早放松的教训，坚持到底，直到任务完成。（stay the course until the job is done，杰克霍尔央行年会上的用语）。

新闻发布会内容

问题 1：关于金融状况改善的问题（Financial condition）。

回答：强调美联储不关注短期变化，更多关注金融状况的持续改善。很多因素影响金融，包括外交政策和财政政策。

招商点评：之所以问这个问题是因为美联储在去年开始加息时就提到会视金融状况来确定是否继续加息。

问题 2：自去年以来，物价和工资出现减速，消费支出放缓，失业率一直保持低位，是否改变失业率会上升的观点？对于失业率的走势预期是否转变？

回答：到目前为止，没有看到以失业率疲软为代价来抑制通胀，这是个好事，但是**目前依旧是通胀回落早期阶段**，当前供应链恢复，通胀回落，但是**通胀转向服务，在住房行业预计通胀还将上行一段时间后才回落。此外还有一个部门叫做非住房服务行业，目前还没看到通胀回落发生**。

劳动力市场也没有发生转变。

美联储对于失业率的判断将会在 3 月议息会议上更新这些经济数据预判。

招商点评：上一次议息会议上鲍威尔谈到了失业率上升的可能，市场也

一直担心美联储以牺牲失业率为代价，对抗通胀，目前数据显示劳动力市场强劲，但是鲍威尔依旧较为谨慎，担心通胀在向服务业转移，暗示通胀可能还有很大粘性。

问题 3：职位空缺是否依旧是关注劳动力市场年至工资通胀方向的重要指标？

回到：确实是，平均时薪（hour generally erarning）和雇佣成本指数（employment cost index）相比 6 个月前有所下降，但是依旧处于较高水平。近期职位空缺数波动很大，我依旧认为它是一个重要指标，目前比例回到 1.9。通过很多指标显示就业市场依旧非常强劲。

招商点评：职位空缺、平均时薪以及 ECI 依旧是美联储关注的重要指标。

问题 4：考虑到近期的经济数据，会不会改变 12 月议息会议上的 SEP，进行 2 次以上的加息？如何平衡两种选择（进一步加息或者提前结束加息）的风险

回答：12 月的 SEP 上预估利率水平在 5-5.25%之间，美联储会在 3 月议息会议上更新评估。会继续关注数据，同时认为目前持续加息是适当的，我们会继续关注数据，并且也没有确定最终利率会在什么水平。

而且我也不确定最终数据一定就比 SEP 上写的高。

至于风险平衡，很难管理做的太少的风险，因为如果做太少，在 6 个月或者 12 个月后发现实际我们没有完成任务，通胀又回来了，那么就必须重新开始加息，并开始担心预期锚定到其他方面，这就很难就行管理风险了。但是如果我们做的太多，我们还是有办法让通胀下降的速度比我们预期的更快，因为我们有工具可以解决这个问题。

我们在面对 40 年来最高通胀的情况下，还是有工作完全没有完成，特别非住房服务的核心通胀依旧在 4%，这个板块权重占比超过 56%。暗示还会存在通胀的可能。目前全部胜利还为时过早。

招商点评：12 月 SEP 已经落后，鲍威尔建议关注 3 月 SEP

问题 5：在政策声明里删除了乌克兰战争、疫情影响等所有之前导致通胀走高的因素，但是最终政策却没有变化，这是为什么？是担心市场反应过度？

回答：我认为我们可以第一次说通胀下行已经开始（the disinflationary process has start）。在商品板块可以看到这一点，第二板块住房服务上升后可能回落，然后是非住房服务业，还没有看到回落，这个行业有七八种不同的服务，60%的服务对就业市场非常敏感。目前还没有看到它回落，我们认为可能要更久的时间看到它回落，我们需要更多的时间来完成这项工作美

联储会相应下调利率，操作相对灵活。同时依旧为政策指引与实际不符辩护。保证指引是当时做出的最可信的判断。

招商点评：第一次明确提到通胀下行已经开始，但是第二次提到非住房服务业通胀还在高位没有回落，暗示通胀粘性。

问题 6: 再次回到失业率问题，类似问题 3，为什么需要进一步加息，不能等几个月看数据结果再确定是否加息？美联储内部对于停止加息有什么讨论。

回答：通胀依旧很高，而且住房以及相关服务也并没有回落，所以必须要应对。并时刻关注数据变化。建议关注 3 周后的会议纪要，里面有具体内容。

问题 7：债务上限问题

回答：美联储希望国会能够提高债务上限，是国会的工作，美联储无权自己决定。

问题 8：关于美联储内部的其他声音，达拉斯联储主席罗根，在最近一次讲话中提到提到先暂停加息然后再重启加息，美联储是否也在讨论这个。

回答：美联储显然认为目前不是暂停的时候（指加息 25bp）。而且也没有考虑或者探索这一议题，我们认为每次 25bp 的节奏已经挺快的了。当然我认为可以有一些选项，比如加拿大央行那样。但是美联储没有这个打算。

招商点评：美联储加息路径不会暂停，而是直到明确通胀已经彻底回落，不会有中间路线。

问题 9：还是失业率与通胀相关问题，通胀下行而失业率不变，是否意味着美联储对于通胀动态的理解错误了，是否在不加息的背景下，就能实现通胀下行的目标？是否如美联储副主席布雷纳德所说，服务业通胀不是工资推升的（没有通胀-工资螺旋）？

回答：目前通胀的下跌主要是商品价格回落造成的，是个长期趋势会降至 0 附近，同时再次强调非住房服务业对劳动力市场很敏感，可能存在反复。但是这些服务业中有些行业不敏感，比如金融行业。劳动力市场对餐饮业很重要，但是运输对餐饮也很重要，而运输又与燃料价格相关。因此有很多因素推动通胀。但是我认为，劳动力市场不能实现平衡，那么就很难维持 2% 的通胀目标。

我确实认为劳动力市场将在多个维度出现疲软，但是目前为止由于商品价格的回落，我们没有看到因为劳动力市场走弱导致的通胀回落。可能有很多人会说失业率会明显上升，但是我相信能够在没有真正显著经济衰退或者失业率显著上升的情况下让通胀回到 2%。

再次回到商品回落、房地产市场将会回落，而非住房服务业存在反复的结论上。

招商点评：即坚持菲利普斯曲线的有效性，又强调目前能够软着陆。

问题 10：在经济预测指标显示未来经济回落而当前收紧政策还没有结束的背景下，对于明年经济的看法？

回答：认为将继续正增长，但和去年一样会增速放缓。依旧强调劳动力市场强劲，这些工作创造了工资收入。而且地方政府考虑减税和发指标，我认为这些花费包括基建花费有利于经济增长。

问题 11：有关通胀实质性下降的证据

回答：我不关心那些像电灯开关来回反复的东西，我认为需要数据不断的累积。在 3 月议息会议的时候我们会有两份就业报告，两份通胀报告，我们会仔细研究。随后我们会有一份雇佣成本指数的报告，这是我们喜欢的一份报告。昨天的报告显示薪资水平在下降，虽然还是处于较高位置。因此我不想以月为单位给出一个基准。随着数据不断累积，他们会反映在我们对于前景的评估之中，并影响我们的决策。

招商点评：第二次强调了美联储关注非农、CPI 和 ECI 报告，并根据数据趋势性的变化决定货币政策。

问题 12：通胀从 6.5%下跌至 2%是不是更为困难，而当前的联邦基金利率水平要保持多久？

回答：我也不太清楚，2021 年我们强调以及通胀在 2021 年底下降，但是它一直没有，而现在它下降的非常快。所以我认为这个不是一个标准的商业周期，通胀变化存在很大不确定性。之前的俄乌冲突、疫情大流行问题题对于通胀的影响。虽然现在回落了，但是我们在宣布胜利之前要保持谨慎。

至于高水平利率要保持多久，可以关注 3 月的 SEP。总体来说，是个增长放缓的预测，劳动力市场疲软，通胀下滑，如果是这样的经济情况（SEP

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_51973