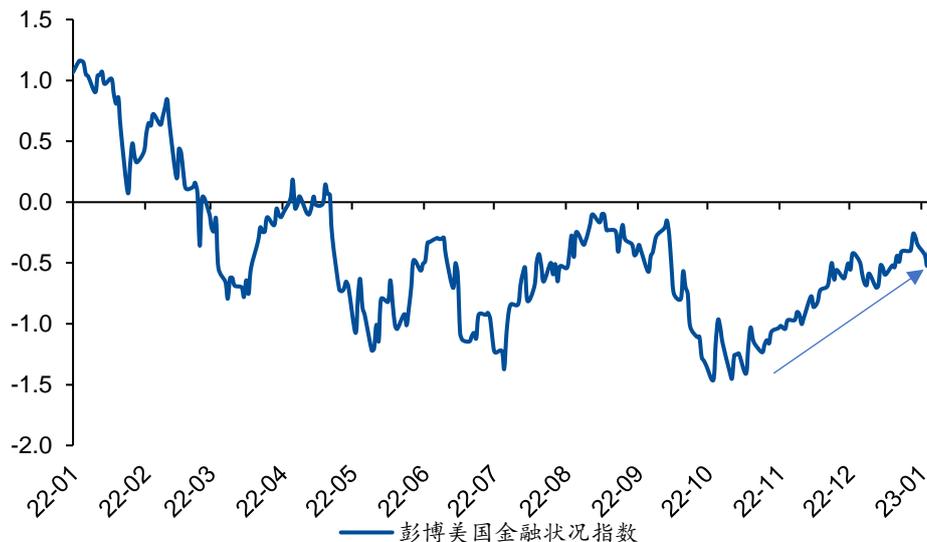




美联储会议纪要：坚持“分歧”

美国金融状况指数出现改善



数据来源：FOMC，国泰君安国际

- 隔夜公布的美联储会议纪要，可以被认为是 2022 年 12 月中旬公布的美联储各项预测的“破解版”。市场与美联储的核心分歧仍然存在。简言之，即美联储认为市场对于通胀的展望过于“乐观”，但市场认为美联储对经济减速的风险“视而不见”。
- 在这份会议纪要公布前，广泛受到关注的职位空缺数提前公布，结果略超市场预期，职位空缺率也保持在 6.4% 的高位上。劳动力市场仍然是未来一段时间市场和美联储需要关注的焦点，其重要性在一定程度上可能超过对通胀的关注。
- 与此同时，美联储谈及了两次议息会议之间（即 2022 年 11 月 1-2 日至 2022 年 12 月 13-14 日），美国以及海外的金融状况指数出现了缓解，这也在暗示其货币政策的收紧并没有对金融市场带来消极的影响。
- 所有的问题最后的焦点仍然在“衰退”上，与 2022 年 11 月份的会议纪要相比，美联储对于“衰退”的看法仍然暧昧，本月用词为 ‘still viewed the possibility of a recession sometime over the next year as a plausible alternative to the baseline’。也就是说，美联储“仍然认为衰退是一种可能的风险情境”，简单而言，美联储认为经济即使会有下行，也不会有大麻烦。而从股票和债券市场的表现来看，市场则认为“衰退”无可避免。

隔夜公布的美联储会议纪要，可以被认为是 2022 年 12 月中旬公布的美联储各项预测的“破解版”。对于当时的市场而言，其无法理解的几个问题是：

- **美联储同时调高失业率和核心通胀率的预测**，是 2022 年 12 月份经济预测的核心变化。这种看似“不合逻辑”的预测背后，是美联储对于薪资增速的担忧。但**市场认为 CPI 已经明显加速，因此美联储调高通胀预期并不合理**。同时，**薪资增速也可能因为劳动力市场降温而出现放缓**。
- 与此同时，**美联储调降了 2023 年的经济增速，但不认为经济会陷入衰退**。这也支撑其继续加息至 5% 以上的基本立场。但**市场认为经济在失业率上升如此迅速的情况下大概率会陷入“衰退”**。

这几点形成了市场与美联储的核心分歧。简言之，即美联储认为市场对于通胀的展望过于“乐观”，但市场认为美联储对经济减速的风险“视而不见”。

在这份会议纪要公布前，广泛受到关注的职位空缺数提前公布，结果略超市场预期，职位空缺率也保持在 6.4% 的高位上。对于劳动力市场的判断，可能是目前唯一市场与美联储没有太多分歧的地方——即劳动力市场仍然保持强劲。但结论也不尽相同，美联储认为通胀压力难以解除，但市场认为通胀已经见顶并将明显回落，劳动力市场降温只是时间问题。

“鸡同鸭讲”

市场与美联储的“鸡同鸭讲”事实上是对一个问题的不同反应。从通胀走势来看，长期通胀趋势大概率已经提升，但市场并不关心中期问题。市场只关心未来几个月的通胀走势，而很显然在连续两个月的通胀低于预期后，未来一两个季度的通胀大概率会迈向 5% 以下的水平，对于市场而言，如果美联储加息至 5.1%，那么实际利率将转正，这对于过去两年深陷通胀泥潭的美国经济和金融市场而言，不啻是个好消息。

但美联储看到的是 5% 的通胀水平仍然远高于其通胀控制目标，而且稍不留神，通胀可能会在今年下半年再度走高。因此即使实际利率会在未来几个月转正，也不能轻言胜利。与此同时，美联储谈及了两次议息会议之间（即 2022 年 11 月 1-2 日至 2022 年 12 月 13-14 日），美国以及海外的金融状况指数出现了缓解，这也在暗示其货币政策的收紧并没有对金融市场带来消极的影响。

什么是金融状况指数？

金融状况指数在发达国家应用较为广泛，其反映出各个金融市场（包括股票、债券以及一般融资）的整体运行状况，被认为是反映金融体系健康和有效程度的重要指标。美联储提及通胀挂钩债券收益率出现下降，同时市场对于未来加息路径有所下调。股票和债券表现相对平稳并有不错收益，同时融资成本有所下降——尤其是抵押贷款利率水平。从海外的情况来看，美元贬值意味着资金部分回流非美市场，中国的疫情防控

政策调整也提升了风险偏好。

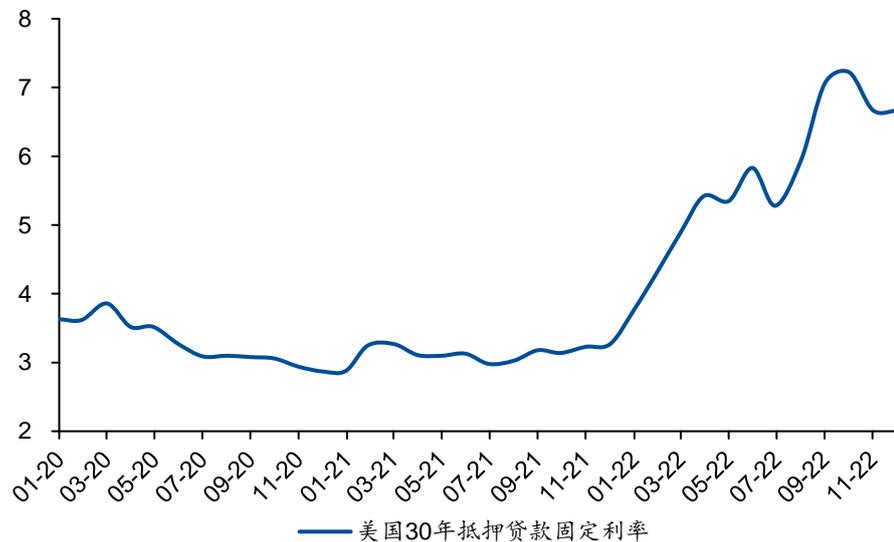
从这些表述来看，美联储一方面需要担心劳动力报酬上升带来的通胀问题，另一方面市场对于货币政策紧缩并没有“过激反应”，甚至开始对于加息即将进入尾声而“弹冠相庆”。因此，美联储不能也没有必要在这样的关口轻易松口，是2022年12月份会议纪要给出的最重要信息。

图 1：美国金融状况指数出现改善



数据来源：FOMC, 国泰君安国际

图 2：抵押贷款利率出现了一定的下行



数据来源：Bloomberg, 国泰君安国际

总体而言，市场对于会议纪要的反应较为平淡，这主要也是因为在 FOMC 会议之后，市场已经出现了相关的波动，近期美股的下跌也反映出市场对于未来经济“衰退”的担忧。而且市场与美联储之间本身就是一个“相爱相杀”的关系——市场在观察美联储的政策基调的同时，美联储也在考察市场的变化，本月对于金融状况指数的特别提及，也反映出美联储并非完全“刀枪不入”。

“衰退”仍没有共识

当然，所有的问题最后的焦点仍然在“衰退”上，与 2022 年 11 月份的会议纪要相比，美联储对于“衰退”的看法仍然暧昧，本月用词为 ‘still viewed the possibility of a recession sometime over the next year as a plausible alternative to the baseline’. 也就是说，美联储“仍然认为衰退是一种可能的风险情境”，简单而言，美联储认为经济即使会有下行，也不会有大麻烦。而从股票和债券市场的表现来看，市场则认为“衰退”无可避免。从近期美国 10 年国债的表现来看，压制其上行的主要因素仍是美国的内部因素，即“衰退”预期，而主导其上行的主要因素则是来自外部的因素——比如说日本央行的货币政策正常化进程以及中国经济展望的改善。而这些因素在下一议息会议前可能也不会有特别的明确走向，市场和美联储都只能“照本宣科”地自说自话。

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_52061

