

“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
(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	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3.6%，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
		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
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

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

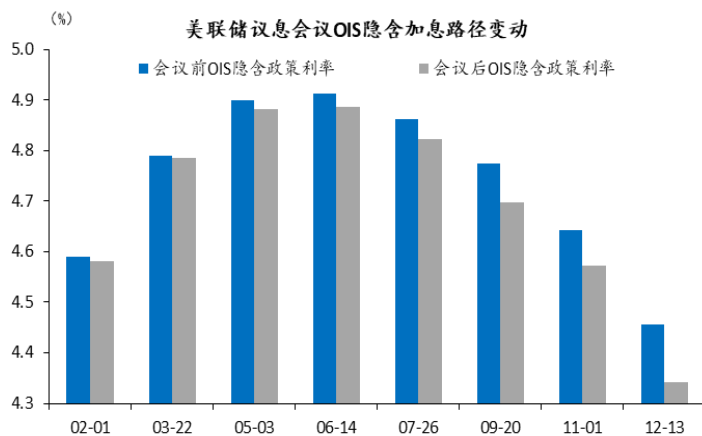
段落	模块	具体内容	2023年2月	2022年12月	11月
首句/首段			价格稳定: 坚定地致力于使通货膨胀率回到2%目标。	价格稳定: 坚定地致力于使通货膨胀率回到2%目标。	价格稳定: 坚定地致力于使通货膨胀率回到2%目标。
一	宏观经济与金融	增长	1. GDP增速: 1%, 低于潜在增速。 2. 支出和生产: 增速放缓 (部分反映了实际可支配收入的减少和金融条件的收紧); 3. 住房部门: 继续走弱 (主要反映抵押贷款利率上升); 4. 企业投资: 利率上升和产出增长放缓带来的压力。	1. GDP增速: 从去年的快速增长中明显放缓; 2. 支出和生产: 温和增长 (部分反映了实际可支配收入的减少和金融条件的收紧); 3. 住房部门: 明显减弱 (主要反映抵押贷款利率上升); 4. 企业投资: 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: 明显减弱 (主要反映抵押贷款利率上升); 4. 企业投资: 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

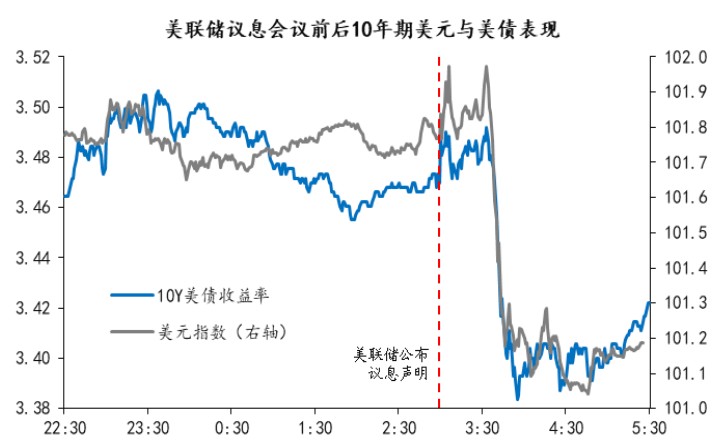
市场对本次会议的解读为鸽派。金融市场维持年内再加息 25bp 的预期不变, 终点利率依然落在 475-500bp 区间, OIS 隐含的利率曲线有所下移; 投资者风险偏好上行, 美股整体收涨, 纳斯达克收涨 2%, 标普 500 涨 1.05%, 道指涨 0.02%; 美元汇率日内最大跌幅接近 100bp, 收至 101.2; 10 年期美债收益率与美元汇率同步下行, 收至 3.42%; 黄金开盘价为 1,947 美元/盎司, 收盘涨至 1967 美元/盎司。

图表3: 联储发布声明后, 市场下修 2023 年 FFR 路径



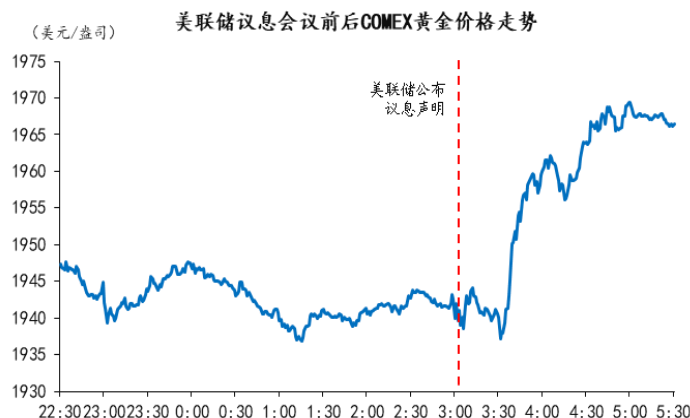
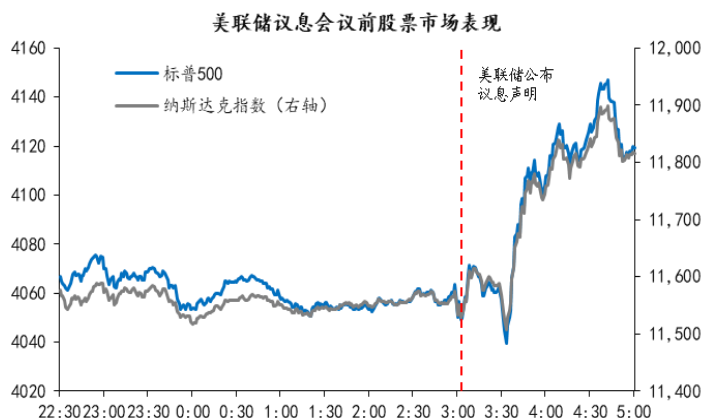
来源: bloomberg、国金证券研究所

图表4: 例会声明发布后, 美元和 10 年美债利率下行



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

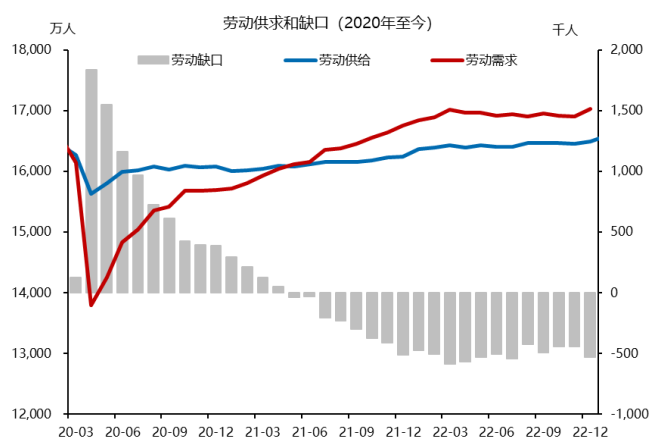
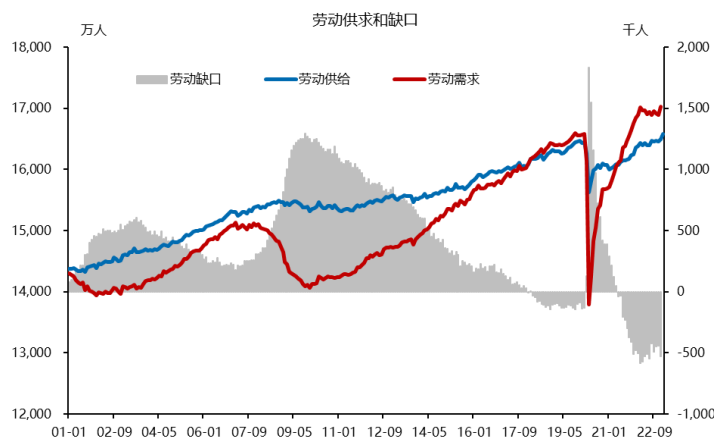
在美联储 3 月例会前, 除了要关注 1 月和 2 月的 CPI 数据、2 月的非农数据和 2 月的会议纪要(例会 3 周后发布)之外, 还应关注两方面信息:

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%通胀目标相适应的水平。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。

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_52173

