证券研究报告

2023 年 02 月 02 日

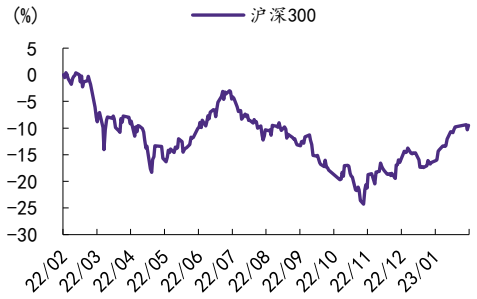
华鑫证券 CHINA FORTUNE SECURITIES

联储转鸽，终点在即？

—宏观点评报告

分析师：朱珠 S1050521110001
zhuzhu@cfsc.com.cn
分析师：谭倩 S1050521120005
tanqian@cfsc.com.cn
联系人：杨芹芹 S1050121110002
yangqq@cfsc.com.cn

最近一年大盘表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

1、《数据要素市场化有望提速》2023-01-04
2、《11 月工业企业：盈利探底，中游制造利润修复》2022-12-27
3、《“数据二十条”重塑数据要素价值》2022-12-20

事件

2 月 2 日凌晨，美联储举行 FOMC 会议发布会，将联邦基金目标利率提升至 4.5%-4.75%的水平。

投资要点

联储态度出现转鸽

联储加息 25BP 符合预期，市场对抗央行成功，联储鹰派态度有所松动，3 月份加息至 5%或将是本轮加息的终点。

降息的态度没有放松

但央行对于降息的态度依然没有放松，服务业的就业紧张情况将成为后续是否降息的重要判断依据，市场和联储分歧严重，市场预期 2023 年降息两次，而鲍威尔再次强调 2023 年不会降息。

市场要为抢跑买单

联储和市场的对抗将是 2023 年的主题，市场将会为提前抢跑买单，若是联储没有降息，预计美股出现回落，美元上行，美债利率重回 4%。而要是降息真的实现，美股仍会在衰退的压力下回落，美元下行，美债利率延续衰退交易的逻辑。

超级央行周

本周是超级央行周，英央行和欧央行预计在本周均加息 50BP，日央行预计在今年开始货币紧缩，而加拿大央行则是率先停止了加息，世界央行开始进入到货币分化阶段。

风险提示

通胀加速下行，地缘政治风险再起。

宏观研究

正文目录

事件：.....3
评论：.....3
1、 美联储转鸽，市场先下一筹.....3
1.1、 市场和联储对抗将是 2023 年主题.....3
1.2、 5%或将是加息终点.....3
1.3、 但降息态度并未放松.....4
1.4、 市场为抢跑买单风险仍需警惕.....5
2、 超级央行周：英欧加息持续.....5
3、 风险提示.....6

图表目录

图表 1：薪资增长出现了下行.....4
图表 2：市场预计 2023 年降息两次.....5

事件：

北京时间 2 月 2 日凌晨，美联储举行 FOMC 会议发布会， 将联邦基金目标利率提升至 4.5%-4.75%的水平。

评论：

1、 美联储转鸽，市场先下一筹

1.1、 市场和联储对抗将是 2023 年主题

联储在 2 月份议息会议上表现出了相对鸽派的态度，市场赢下了对抗美联储的首场战役。从 12 月 FOMC 会议上联储表现出强势的鹰派态度之后，市场在低于预期的通胀数据面前表现出了充足的热情：SP500 指数在两次议息会议之间上涨了近 7%。市场似乎忽略了“不要和央行对着干”的准则，这种情况的出现一方面是基于联储在疫情期间对通胀形势的误判所致的不信任，另一方面也是基于通胀，非农和其他基本面数据下行给市场带来的信心。但同时联储也有其核心任务，一方面从经济的角度来说央行要确保通胀切实的被压下去，另一方面联储也要重新树立起自己的形象，恢复市场的信任。对于基本面的判断同样是市场和美联储矛盾的点，市场更乐意看到的通胀加速下行或者基本面恶化均是较为严重衰退下的情况，这样将进一步加强降息的必要性，使得利率的压制减轻，联储则是更多的认为软着陆仍有可能：鲍威尔在 2 月份议息会议上再次表示可以在不发生严重衰退的情况下使通胀回落至 2%的水平，高利率悬挂仍是压制通胀的必经之路。

因此提前抢跑的市场和宁愿杀错不肯放过的美联储之间的矛盾将会在 2023 年一年中持续，我们认为市场和美联储之间的对抗将是今年的最大的主题之一。2 月的议息会议之所以重要，是因为其是市场和联储对抗的第一个关键点，联储在放慢加息步伐上符合了市场的预期，同时表现出了相对的鸽派态度：鲍威尔表示美联储没有动能也不想过度的收紧利率，并首次提出反通胀的进程已经开始，并特别指出了房地产市场可能出现通货紧缩。同时也开始放松对于加息顶点的讨论，认为其三月份的点阵图可能会低于 12 月的指引。所以市场非但没有受到加息的影响，三大指数反而均出现了上行：标普 500 收涨 1.05%，纳斯达克指数收涨 2%，道琼斯指数也以收涨结束。

1.2、 5%或将是加息终点

我们认为后续联储和市场的对抗还有两场关键战役，分别是三月份的议息会议上鲍威尔能否继续坚持 12 月加息顶点的指引，如果加息顶点也再度下调，那三月的加息将意味着联储本轮紧缩货币政策的终结，市场的信心将再次得到提振。从这次的 FOMC 会议的发言上

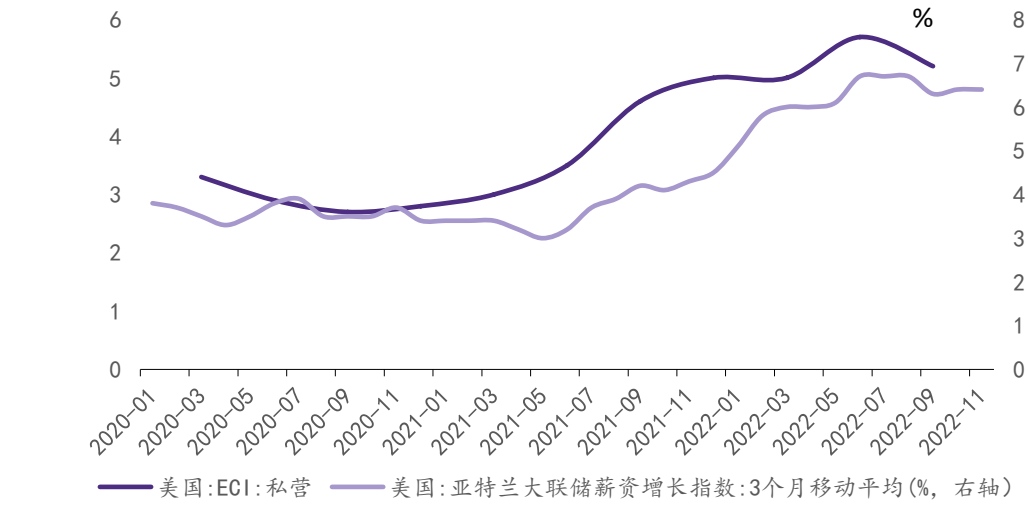
来说，我们认为后续有较大的概率再度下调加息顶点。首先是从整体的会议讨论来看，联储的加息步伐从 75BP 降低到 25BP，对于加息的讨论已经逐渐从加息的速度变成了加息的顶点并表示距离限制性水平已经不远，本轮货币紧缩最难受的时期已经过去，要是通胀数据不出意外的话，三月份的点阵图很可能较 12 月份有所降低，5%或将是本轮加息的终点。

1.3、 但降息态度并未放松

其次便是联储是否会在 2023 年进行降息，目前来看，虽然鲍威尔和联储官员们在加息顶点和加息步伐上的态度有所缓解，但是对于降息的态度则是依然保持了相对的鹰派，但也出现了一定的转鸽。首先是对于持续高利率态度的再次强调，鲍威尔表示 2023 年将不会降息，历史教训告诫我们不要过早的放松政策等对于降息的老生常谈，但是中间也透露出部分的鸽派态度，鲍威尔表示如果通胀下行速度快于联储的预期，那将影响联储的政策决策。

从数据的角度来说，联储当前的判断标准依然是劳动力市场数据和通胀数据，从劳动力市场的角度来说，劳动力成本已经出现了明显的下行，ECI 和亚特兰大指数均出现了比较明显的回落，同时本月新出的小非农也同样显示出就业市场热度的消散：美国 ADP 就业人数 1 月仅增加 10.6 万人，为 2021 年 1 月以来最小增幅，低于预期 17.8 万人，主要的支撑依然是服务业，总共增加了 11.9 万人，新增就业人数最多的是休闲和酒店行业，达 9.5 万人，而商品制造则是减少了 3000 个岗位。鲍威尔也表示非农就业市场目前仍处在不平衡的阶段，或将拖累通胀使其不能回落至 2%。

图表 1：薪资增长出现了下行



资料来源：Wind，华鑫证券研究

从通胀的角度来说，鲍威尔认为当前商品和住房的通胀有所缓解，但服务通胀依然处在较高的位置，因此现在宣布工作完成仍为时过早。因此结合这两个数据来看，最终决定联储是否会降息的判断点其实只有一个，便是服务业的就业紧张何时能得到缓解，服务业就业的再次平衡将降低整体工资的上涨水平，也将降低服务业通胀的水平。但根据 JOLTS 报告，12 月美国劳动力市场仍有 1101.2 万的职位空缺，高于预期 1030.0 万，是五个月以

来的最高值，服务业就业紧缺的增加是本轮上行的主要支撑，当前劳动力市场失衡的情况依然在延续，服务业就业依然紧张，因此目前联储并没有找到支撑其降息的信号，从联储的角度来说，对于通胀的态度是宁肯杀错不肯放过，鲍威尔也强调有工具可以解决过度紧缩的问题，但在利率上做的太少的风险却很难管理，使得 2023 年降息的可能进一步收缩。但是市场已经开始提前抢跑，对于降息的预期从之前的降息一次变更为降息 2 此，分别预计在 11 月和 12 月共降息 50BP。

图表 2：市场预计 2023 年降息两次

MEETING PROBABILITIES								
MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
22/03/2023	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	15.9%	84.1%	0.0%	0.0%
3/05/2023	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	9.7%	57.7%	32.6%	0.0%
14/06/2023	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	8.8%	53.2%	34.9%	3.0%
26/07/2023	0.0%	0.0%	0.0%	2.7%	22.6%	47.6%	25.0%	2.1%
20/09/2023	0.0%	0.0%	1.0%	10.1%	31.8%	39.2%	16.5%	1.3%
1/11/2023	0.0%	0.5%	5.1%	19.9%	35.2%	29.0%	9.7%	0.7%
13/12/2023	0.4%	4.8%	18.8%	34.1%	29.5%	11.0%	1.3%	0.1%

资料来源：CME，华鑫证券研究

1.4、 市场为抢跑买单风险仍需警惕

因此降息与否将是联储和市场的最终决战，目前看不到支撑联储提前降息的数据支撑，但这一轮鹰转鸽也意味着联储降息的可能仍存。如若 2023 年联储贯彻了高利率的悬挂，没有进行降息，那资本市场将会给超前预期付出代价，提前抢跑的部分将会回补，预计美股出现回落，美元上行，美债利率重回 4%。而要是市场的期盼实现，通胀出现超预期下行或者经济条件恶化逼迫联储降息，那衰退时期同样对于资本市场不友好，美股仍会回落，美元在经济衰退的情况下吸引力降低，非美货币更受青睐，美债利率则是会延续衰退交易的逻辑持续下行。

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_51833