

类别

宏观市场月报

日期

2023 年 03 月 03 日



建信期货
CCB Futures

宏观金融研究团队

研究员：何卓乔(宏观贵金属)

020-38909340

hezq@ccbfutures.com

期货从业资格号：F3008762

研究员：黄雯昕(宏观国债)

021-60635739

huangwx@ccbfutures.com

期货从业资格号：F3051589

研究员：董彬(股指外汇)

021-60635731

dongb@ccbfutures.com

期货从业资格号：F3054198

研究员：王天乐(期权量化)

021-60635568

wangtl@ccbfutures.com

期货从业资格号：F03107564



市场重新评估美联储政策利率路径预期

近期研究报告

《宏观专题-美国经济开年表现与非通胀交易的反复》2023. 2. 21

《宏观专题-2023 年美国济软着陆前景展望》2022. 11. 16

《宏观专题-221105-2023 年美国就业市场降温程度评估》2022. 11. 5

《宏观专题-民主党处境改善但难改中期选举大势》2022. 8. 24

《宏观专题-新冠疫情对全球人口的总量和结构性影响》2022. 8. 16

《宏观专题-新冠疫情和乌克兰战争加速全球政经格局重组》2022. 5. 25

观点摘要

- 2022 年 12 月至 2023 年 1 月份全球金融市场围绕两条主线发展，其一是中国当局出人意料地选择在 2022 年 12 月进行防疫共存闯关，对于中国在放松疫情管控和专注经济发展之后中国经济快速复苏的预期提振中国甚至全球金融市场乐观情绪，而中国 2023 年 1 月份制造业和服务业 PMI 双双回到扩张区间初步证实了市场的乐观预期；其二是在通胀增速显著回落的支持下美联储持续放缓紧缩步伐，市场预期美联储将很快结束加息周期并在 2023 年下半年开始降息，通胀压力减轻与美联储降息可能导致美国经济软着陆。这两条主线影响下美元汇率调整美债利率回落，全球金融市场乐观情绪蔓延。进入 2023 年 2 月份之后，经济数据显示美国就业市场继续火爆，而通胀与经济则具有相当强的韧性，这意味着美联储势必将政策利率在更高水平维持更长时间才能控制通胀，因此市场重新评估对美联储政策利率路径的预期，这推动美元指数和美债利率适度回升，而原先笼罩金融市场的乐观情绪也有所减退。但 PMI 数据显示 2 月份全球经济延续复苏，因此风险资产基本上延续了偏强运行的格局。
- 中国前置防疫共存闯关时点后的疫后经济复苏，以及通胀压力缓解后的美联储放缓并最终逆转货币政策基调预期，主导了 2023 年 1 月份全球金融市场运行。1-2 月份经济数据证实了中国经济复苏，中国股市和与中国经济相关性较强的工业商品强势运行；我们预计中国复苏势头延续至整个一季度，但海外经济疲软以及政府债务压力必然限制中国复苏力度，二季度之后强预期与弱现实之间的矛盾将更加突出。美联储连续两次放缓加息幅度令市场对美联储最终逆转货币政策有更高的期盼，然而美国就业市场的火爆以及经济韧性使得通胀回落速度不如美联储预期，美联储势必在更长时间内保持更高政策利率水平，2 月份市场开始重估美联储政策利率路径预期，海外资产价格开始承压调整，并且对国内金融资产产生情绪传染作用。预计 3 月份海外市场非通胀交易部分回归，而国内开始对复苏扩散进行定价，中国股市特别是成长股以及与中国投资相关的工业商品有更好表现，国债利率迎来快速上升阶段，建议超配成长股，标配价值股、黄金和原油，低配利率债。

目录

一、2023 年迄今宏观市场回顾	- 4 -
二、宏观环境评述	- 4 -
2.1 美国经济与通胀韧性	- 4 -
2.2 市场重估美联储政策利率路径预期	- 7 -
2.3 中国复苏方向的确定性与幅度的不确定性.....	- 8 -
三、资产市场分析	- 10 -
四、中期资产配置	- 12 -

一、2023 年迄今宏观市场回顾

2022 年 12 月至 2023 年 1 月份全球金融市场围绕两条主线发展，其一是中国当局出人意料地选择在 2022 年 12 月进行防疫共存闯关，对于中国在放松疫情管控和专注经济发展之后中国经济快速复苏的预期提振中国甚至全球金融市场乐观情绪，而中国 2023 年 1 月份制造业和服务业 PMI 双双回到扩张区间初步证实了市场的乐观预期；其二是在通胀增速显著回落的支持下美联储持续放缓紧缩步伐，市场预期美联储将很快结束加息周期并在 2023 年下半年开始降息，通胀压力减轻与美联储降息可能导致美国经济软着陆。这两条主线影响下美元汇率调整美债利率回落，全球金融市场乐观情绪蔓延。进入 2023 年 2 月份之后，经济数据显示美国就业市场继续火爆，而通胀与经济则具有相当强的韧性，这意味着美联储势必将政策利率在更高水平维持更长时间才能控制通胀，因此市场重新评估对美联储政策利率路径的预期，这推动美元指数和美债利率适度回升，而原先笼罩金融市场的乐观情绪也有所减退。但 PMI 数据显示 2 月份全球经济延续复苏，因此风险资产基本上延续了偏强运行的格局。

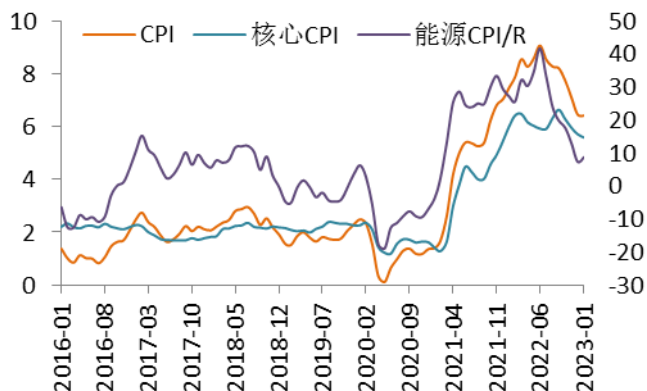
二、宏观环境评述

2.1 美国经济与通胀韧性

从 2021 年 11 月美联储缩减 QE 开始到 2022 年 10 月份，美联储应对愈来愈严峻的通胀压力，不断加快紧缩货币政策的步伐，而环球金融市场在整体上则持续处于抑制状态。2022 年 10 月份至 2023 年 1 月份，美国通胀压力在美联储持续紧缩货币流动性的努力下开始缓解，美国居民通胀预期也有所回落，说明美联储对抗通胀的工作开始起效。2023 年 1 月份美国 CPI 同比增长 6.4%，增速较 2022 年最高点 9.1%回落了 2.7 个百分点；核心 CPI 同比增长 5.6%，增速较 2022 年最高点 6.6%回落了 1 个百分点。2023 年 1 月份纽约联储消费者调查一年期通胀预期为 4.95%，较 2022 年最高点 6.78%回落了 1.83 个百分点。

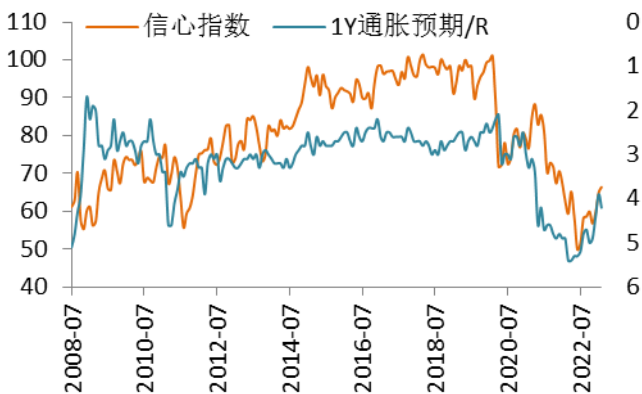
实际通胀和通胀预期的回落带动消费者支出热情，数据显示美国消费者信心与通胀预期大致呈反方向变动，2022 年 6 月份至 2022 年 2 月份密歇根大学消费者信心指数从 50 反弹至 66.4，虽然仍处于 2008 年以来的偏低水平，但环比角度的改善较为显著。另外两个增强经济韧性的因素，第一个是美国政府疫情期间多轮疫情纾困计划给美国居民部门带来的超额储蓄，这个因素我们在之前的专题报告《中美超额储蓄形成机制和释放路径比较》中有详细分析，在此不再赘述；第二个因素是美国火爆的就业市场。

图1：美国通胀同比增速



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图2：密歇根大学消费者调查



数据来源：NYFed，建信期货研究发展部

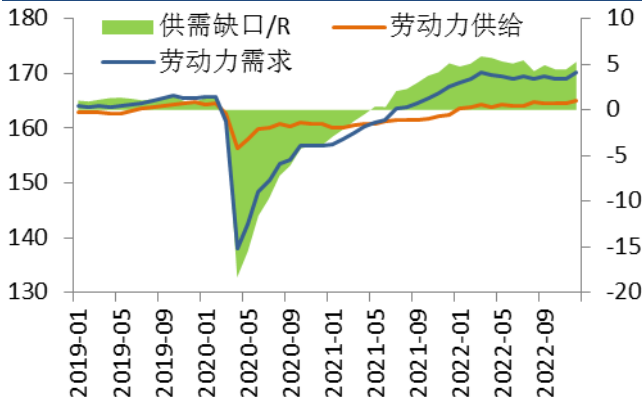
在经过年度数据调整后，美国2022年新增非农就业数据得到向上修正，2022年月均新增非农就业40.1万，虽然低于2021年的月均新增60.6万，但仍远高于正常年份的月均新增15-20万，而且2023年1月份新增非农就业达到51.7万，基本上所有生产和服务行业就业都在扩张。在家庭就业方面，2023年1月份美国失业率回落到3.43%，是1970年以来的最低值，失业人数继续保持在极低水平。1月份就业参与率小幅回升至62.4%，相对于疫情前的63.3%来说仍有相当差距，这里面一方面反映了美国人口结构老龄化的影响，另一方面也与新冠疫情对人们工作观念的冲击有关。1月份雇员薪资同比增长4.43%，整体上延续了自2022年4月份以来的回落趋势，但这个数据仍显著高于疫情前3.3%的四年均值；近半年雇员薪资累积增长2.16%，折合年度增长4.33%，就业市场紧俏与经济韧性背景下的通胀与薪资双螺旋上升风险依然存在。根据职位空缺数和失业人数计算的美国2022年12月份劳动力供需缺口达到529万，较前一月的444万有显著回升。总体上看虽然美国近期科技行业(受中美科技博弈影响)和金融行业(受美联储紧缩影响)有零星裁员行为，但美国就业市场紧俏形势并没有根本性改变。

图3：美国失业率与就业参与率



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

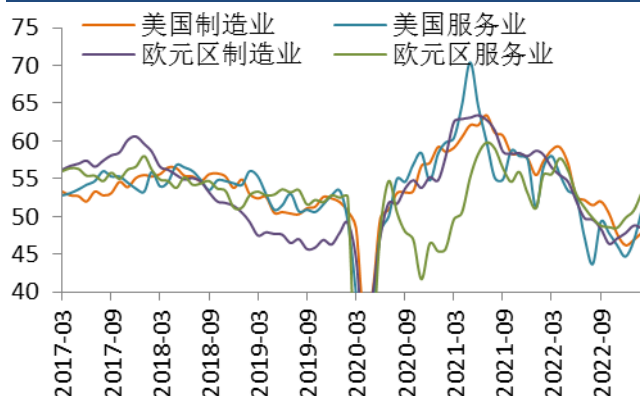
图4：美国劳动力供需缺口



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

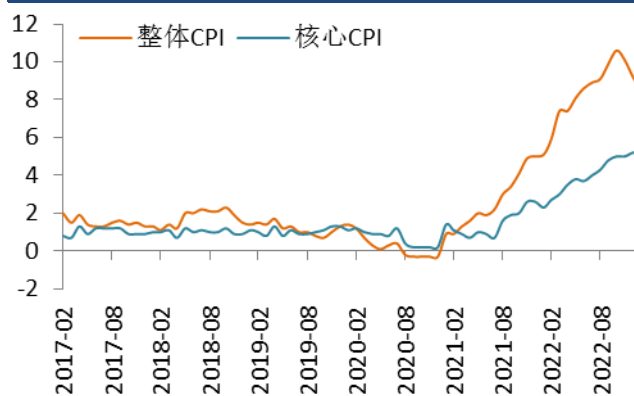
通胀压力的减退对美国经济的提振主要体现在居民消费尤其是服务业消费方面，因为企业信贷和居民房贷利率基本上还是根据央行不断不断提高的政策利率来定。2023 年 1 月份美国 ISM 制造业 PMI 回落到 47.4%，处于过去六年的低水平区间，但服务业 PMI 意外反弹至 55.2%，无论是制造业还是服务业的就业指数均处于扩张区间；2023 年 1 月份美国零售销售和核心销售分别环比增长 2.96% 和 1.37%，均显著高于市场主流预期。对于欧洲来说，由于乌克兰战争引发的通胀压力对严重依赖俄罗斯能源供应的欧洲来说特别严重，因此通胀压力的减退对欧洲经济的提振也是更加显著，包括居民消费的回暖和企业投资生产的改善。从 2022 年 10 月份到 2023 年 1 月份，欧元区整体 CPI 同比增速从 10.6% 下降至 8.5%（核心 CPI 同比增速暂时还在 5.2% 附近磨顶），与此同时欧元区综合 PMI 则是从 47.3% 回升到 50.3%，欧元区 2022 年四季度则是勉强避开技术性衰退。欧元区经济增长前景改善大于美国，是推动 2022 年 10 月份至 2023 年 1 月份欧元兑美元汇率持续升值的主要原因。

图5：欧美制造业与服务业PMI



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图6：欧元区CPI同比增速



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

2023 年 2 月份欧元区和美国 Markit 制造业和服务业 PMI 初值均环比回升，意味着通胀压力减轻继续推动短期经济增长动能回升。相比较而言，欧美制造业 PMI 环比回升但依然处于萎缩区间，而服务业 PMI 则均高于 50%，说明欧美经济增长动能主要来自于火爆就业市场、较高收入预期支撑下的服务业，而与经济周期联系更加紧密的制造业在欧美央行不断收紧货币金融环境的抑制下持续偏弱；无论制造业还是服务业，欧元区表现均好于美国，意味着通胀压力减轻对前期受通胀压力抑制更重的欧洲经济来说更为利好，经济增长动能差异是 2022 年 10 月份至 2023 年 1 月份欧元兑美元汇率升值的重要原因之一。但由于美国经济增长动能回升也会增强美联储紧缩预期和推升美国国债利率，因此为美元指数提供短期底部支撑。

2.2 市场重估美联储政策利率路径预期

通胀压力减退之后美联储紧缩货币政策的必要性也在下降并且经济增长动能也有所增强的逻辑支撑了过去数月欧美金融市场主流的“非通胀 disinflation”交易。在 2022 年底市场预期美联储在 2023 年只需要加息 2 次，联邦基金利率目标区间达到 4.75-5% 就将停止加息，然后到 2023 年下半年还有两次降息，到 2023 年底联邦基金利率目标区间回落到 4.25-4.5%。市场的这一预期与美联储自身对政策利率的展望相差太远。根据美联储 2022 年 12 月会议所提供的经济通胀利率展望材料，美联储预期 2023 年底联邦基金利率目标区间为 5-5.25%，要到 2023 年底才能下降至 4-4.25%。这样一个政策利率展望，是在 2023 年美国实际 GDP 同比增长 0.5%、2023 年底美国失业率上升到 4.6% 并且整体 PCE 通胀率下降至 3.1% 的基础上得出的。

目前来看，美国经济、就业和通胀的韧性比美联储预期的还要强。得益于通胀压力减退对经济增长动能的提振以及防疫共存闯关前置后中国经济疫后复苏对全球经济的拉动作用，国际货币基金组织 IMF 在其 2023 年 1 月份《世界经济展望 WEO》报告中估计美国经济在 2022 年和 2023 年分别增长 2% 和 1.4%，对美国 2023 年经济增速的估计比 2022 年 10 月份 WEO 提升了 0.4 个百分点，近期 PMI 和居民消费数据同样显示出美国经济的韧性。就业方面，2023 年 1 月份美国失业率从前一月的 3.5% 下降到 3.4%，当月新增非农就业 51.7 万人，美国就业市场暂时还没有受到美联储紧缩货币政策所带来的影响。通胀方面，2023 年 1 月份整体 CPI 和核心 CPI 均延续回落趋势但回落步伐不如市场主流预期，1 月份 PCE 物价指数和核心 PCE 物价指数同比增速均较前一月回升 0.1 个百分点，显示出经济增长的韧性与就业市场的紧俏抑制了通货膨胀的下行速度，这样看通胀压力的缓解速度很可能无法让美联储满意。

图7：目前市场对美联储政策利率预期

MEETING DATE	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2023/3/22	0.0%	0.0%	84.9%	15.1%	0.0%
2023/5/3	0.0%	0.0%	5.3%	80.5%	14.2%
2023/6/14	0.0%	0.0%	2.1%	35.1%	54.2%
2023/7/26	0.0%	0.0%	1.7%	28.5%	50.4%
2023/9/20	0.0%	0.1%	3.8%	30.3%	47.8%
2023/11/1	0.0%	1.0%	9.7%	34.2%	40.8%
2023/12/13	0.5%	5.5%	22.4%	37.6%	26.5%

数据来源：FedWatch，建信期货研究发展部

图8：美联储2022Dec会议展望数据

Variable	Median ¹				
	2022	2023	2024	2025	Longer run
Change in real GDP	0.5	0.5	1.6	1.8	1.8
September projection	0.2	1.2	1.7	1.8	1.8
Unemployment rate	3.7	4.6	4.6	4.5	4.0
September projection	3.8	4.4	4.4	4.3	4.0
PCE inflation	5.6	3.1	2.5	2.1	2.0
September projection	5.4	2.8	2.3	2.0	2.0
Core PCE inflation ⁴	4.8	3.5	2.5	2.1	
September projection	4.5	3.1	2.3	2.1	
Memo: Projected appropriate policy path					
Federal funds rate	4.4	5.1	4.1	3.1	2.5
September projection	4.4	4.6	3.9	2.9	2.5

数据来源：Fed，建信期货研究发展部

经济与通胀的韧性和就业市场的紧俏，不仅让市场关于美联储将在 2023 年下半年降息的预期显著减退，而且更是让部分美联储决策官员认为有必要将政策利率提高到较 2022 年 12 月展望更高的水平。2 月 15 日美联储三把手、纽约联储主席威廉姆斯表示，存在通胀在比预期更长的时间内处于高位的风险，可能需要将利率上调至高于当前预测的水平。美国克利夫兰联储主席梅斯特称通胀仍然过高，美联储在将政策从非常宽松的立场转向限制性立场方面已经取得了明显进展，但还有很多工作要做。美联储理事鲍曼表示，在我们达到 2% 的通胀目标之前还有很长的路要走，必须继续提高联邦基金利率，直到看到这方面取得更大的进展。但也有部分决策官员保持谨慎态度，里奇蒙联储主席巴尔金称需要继续提高利率，但随着通胀路径变得更加清晰，最终加息停止点可能比预期更高也可能更低。

因应美国经济数据以及美联储官员表态，2 月份以来市场对美联储政策利率路径的预期有了很大改变。目前市场预计美联储将在 3 月份、5 月份和 6 月份再连续上调联邦基金利率目标区间各 25BP，政策利率顶点为 5.25-5.5%；然后到 2023 年 12 月开始首次降息，2023 年底政策利率区间为 5-5.25%。但市场对这一预期的置信度是不高的，对于 6 月份加息的置信度只有 75%，没有达到充分预期的水平。但另一方面来说，美联储对于是否要把政策利率提高到 5.25-5.5% 也没有统一意见，目前只是若干决策官员有此想法，美联储 3 月份会议的经济利率展望取决于 2 月份的经济数据。从美元汇率、美债利率以及金融资产走势来看，我们认为金融市场对于美联储政策利率路径预期的重估基本完成，后期市场预期变化取决于新的数据表现。

2.3 中国复苏方向的确定性与幅度的不确定性

防疫共存闯关时点前置使得中国 2022 年四季度经济再次探底，但 2022 年的低基数、动态清零政策对经济的抑制作用消除以及中国当局的刺激经济措施，也使得中国 2023 年经济增长前景更为乐观；国际货币基金组织 IMF 在 2023 年 1 月发布的《世界经济展望》报告指出，中国 2023 年经济增长将达 5.2%，高于调

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_52960

