

宏观点评 20230201

美联储：定价“软着陆”和定价“衰退”谁更靠谱？

2023年02月01日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书：S0600523010001

shaox@dwzq.com.cn

相关研究

《兔年春节的“烟火气”有何不同？》

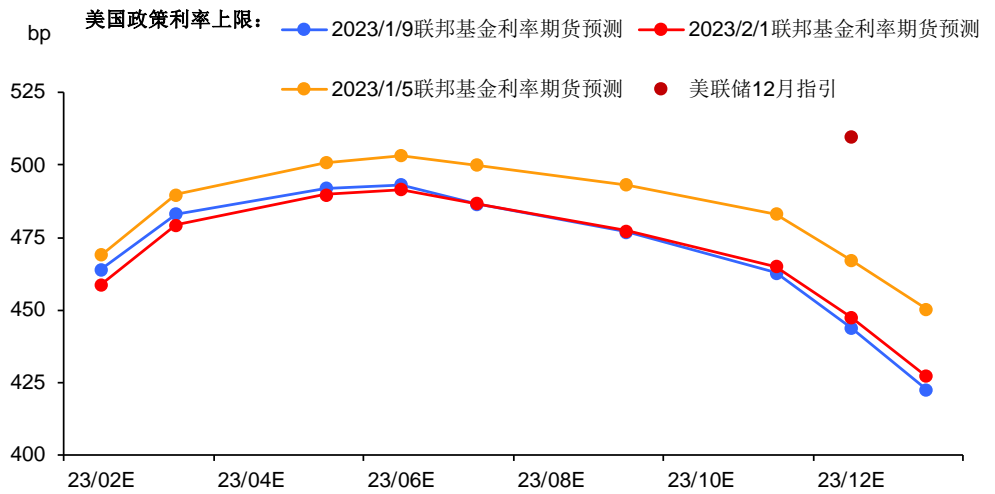
2023-01-29

《中国资产定价了多少“放开后的复苏”？》

2023-01-29

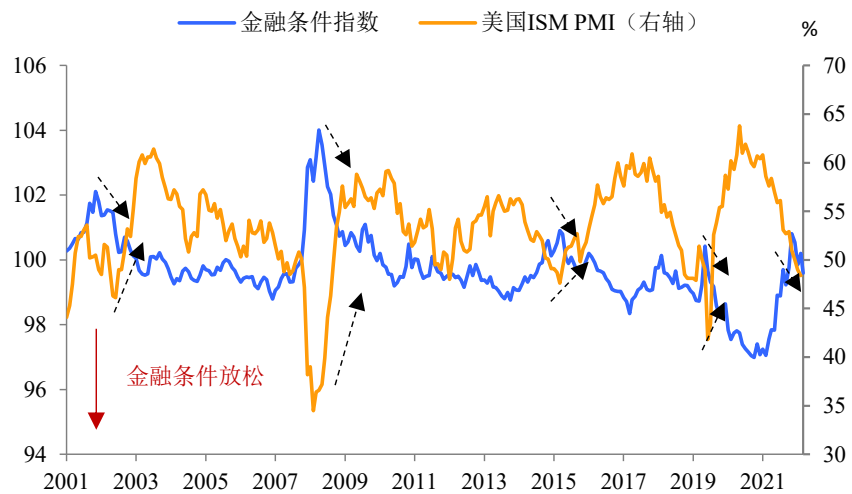
- 自2022年12月加息放缓以来，金融市场对于美国经济的预期从“衰退”渐渐转向“软着陆”，因此，2月议息会议的最大关注点是美联储将如何回应金融市场？我们预计美联储将在本次会议上更乐见2023年经济实现“软着陆”，但并不认可金融市场对于“软着陆”的定价。
- 具体而言，我们预计美联储在本次会议上将释放如下两方面的信号：
- 美联储很可能认为当前经济及通胀放缓程度不足以导致衰退。尽管2022年第四季度以来美国经济已现疲态，且核心通胀连续3个月回落，但经济衰退的风险依旧可控。因此本次会议对此的措辞会异常谨慎、避免给已经乐观的市场更加“鸽声嘹亮”的信号。会议声明即使承认通胀放缓，也极有可能保留“通胀高企”的表述。
- 鉴于市场预期的乐观倾向，美联储将暗示3月之后仍有不止一次的加息空间。目前市场认为本轮加息周期的顶点可能不及5%（这意味着3月之后至多还有一次加息），但在美联储看来这可能是偏低的，本次会议将继续暗示2022年12月议息会议对利率峰值的预测（5%-5.25%）是合理的（图1）。
- 为什么美联储并不认可当前市场对于“软着陆”的定价？我们认为核心在于市场对于美联储2023年降息近50bp的预期上，这与美联储的政策框架是相矛盾的。在美联储看来，达到2023年降息50bp门槛需要满足如下两个条件：一是美国经济在上半年就陷入衰退；二是美国核心通胀年内回归至2%。
- 条件一意味着当前市场应该预期美国经济“衰退”而不是“软着陆”；条件二显然不符合当前美联储对于2023年通胀的预测。因此在美联储看来，2023年更为现实的情景是在经济实现“软着陆”的同时，核心通胀回归至3%附近。而在这一情景下，美联储更倾向于将利率维持在当前甚至略高的水平，并不急于在2023年降息。因此，比市场定价更偏鹰派的美联储意味着短期内美股的上涨并不可持续。
- 展望后市，我们认为两个经济金融指标将是值得持续关注重点：
- 金融条件：“软着陆”和“再通胀”之间的微妙平衡。我们一直强调金融条件指数是观测美联储政策传导的重要指标：一方面，持续宽松的金融环境有助于经济的回升（图2），但是另一方面，金融条件指数的连续回落也往往意味着通胀的企稳（图3）。
2023年的特殊之处在于，中、欧经济复苏的预期逻辑下，美元指数将被外部因素驱动走弱，推动金融条件向宽松变动，为了对冲这一输入型宽松，除了政策转向要极其谨慎外，引导相对紧缩不足的股市和信用债市场调整可能是重要的手段（图4和5）。
- 实际薪资上升将增加经济“软着陆”的可能性。就业稳健和通胀加速回落，将导致名义工资增速的放缓要明显慢于通胀，这反而会使得实际工资增速上升（图6和7）。若实际工资持续增长，叠加居民储蓄率及杠杆水平较低的支撑下，2023年美国经济“软着陆”的概率将大大提升（图8和9）。
- 风险提示：全球通胀超预期上行，美国经济提前进入显著衰退，毒株出现变异，疫情蔓延形势超预期恶化。

图1: 市场和美联储对于 2023 年降息节点存在分歧



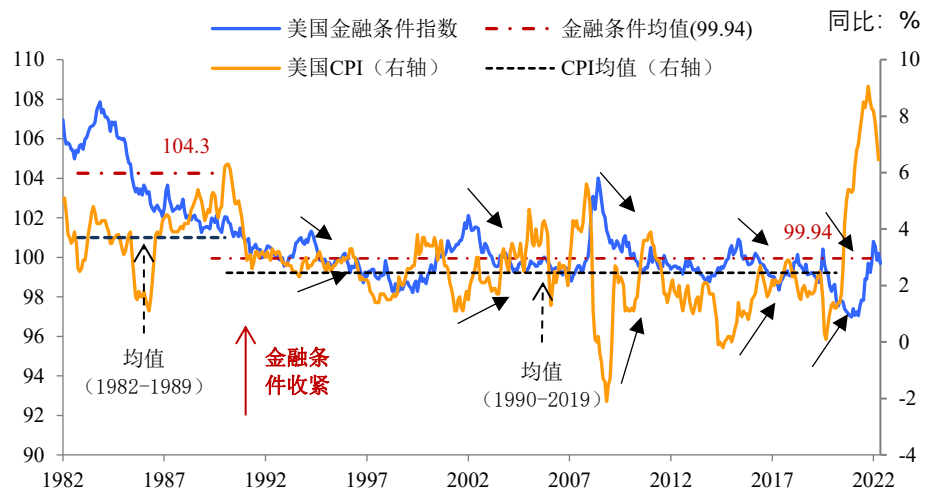
数据来源: Bloomberg (2023/2/1), 东吴证券研究所

图2: 金融条件指数持续回落有助于 PMI 企稳



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

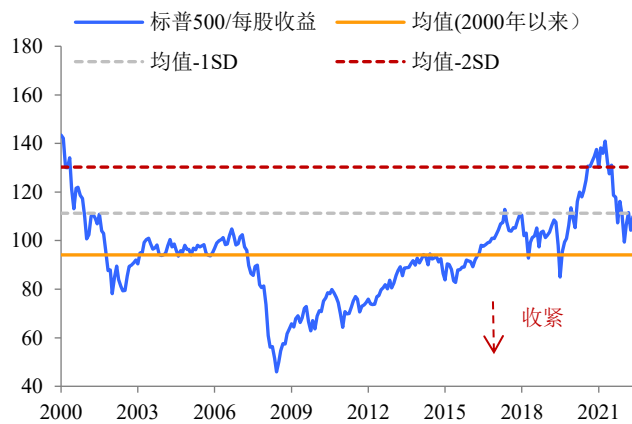
图3: 金融条件指数的回落也往往会带来通胀的企稳回升



注: 1984 年金融条件放松下通胀也下跌, 其背景与当前有显著的不同: 当时全球商品价格持续走弱, 且美元指数不断升值。

数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图4: 当前美股可能紧缩不足



注: 均值和标准差 (SD) 的计算区间为 2000 年以来。

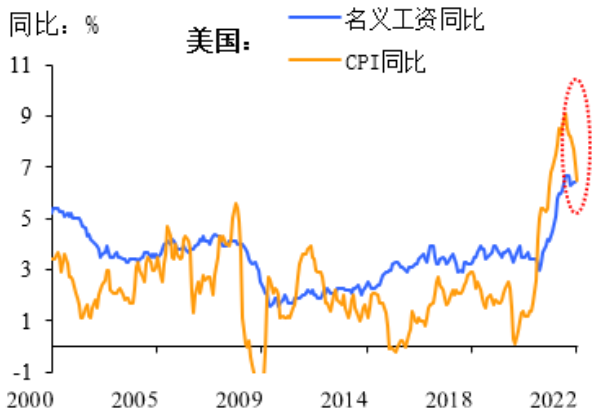
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图5: 投资级非金融债市依旧相对宽松



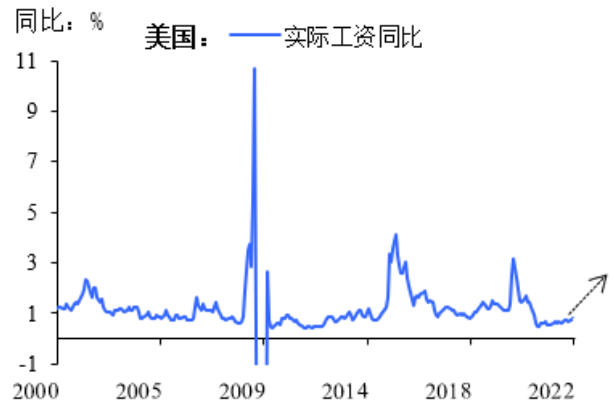
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图6: 名义工资回落速度慢于通胀回落速度



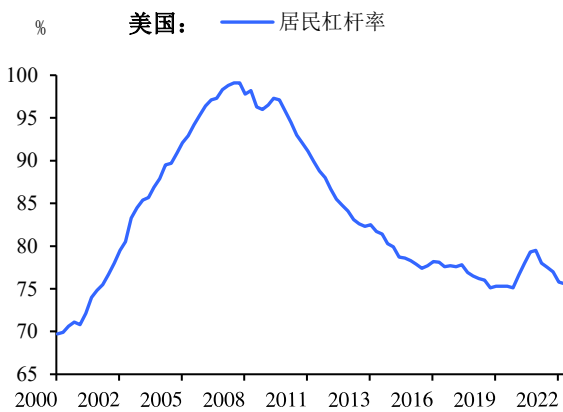
数据来源: Jolts, 东吴证券研究所

图7: 美国实际工资同比有望加速



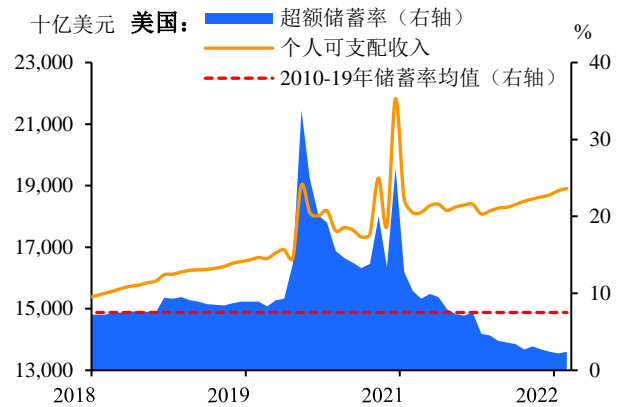
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图8: 美国居民杠杆率处于较低水平



数据来源: Jolts, 东吴证券研究所

图9: 美国居民超额储蓄持续释放



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

