

美联储如期加息25bp，美十债中枢下移

——美联储2月FOMC点评

2023年2月3日

宏观经济 | 事件点评

分析师

康明怡 电话：021-25102911 邮箱：kangmy@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480519090001

事件：

美联储首次加息 25bp，联邦基金利率升至 4.5%~4.75%。

主要观点：

- 1、加息幅度符合预期，预计后续还有 1~2 次至 4.75%~5%或 5.25%。若高于 5.25%，衰退风险加大。
- 2、市场不应对降息的时间点过于乐观。
- 3、上半年衰退概率不大，美股维持一季度具有反弹条件，但长期仍保持中性。
- 4、市场并未计入 5 月加息预期，美债日内波动合理，美十债短期中枢降至 3.35~3.45%。
- 5、今年美十债极限下限维持降息预期下 2.7~2.85%，若无降息预期则在 3%~3.15%，正常波动上限从 4.1%降为 3.9%。

25bp 符合预期，市场关注何时停止加息。 公告和鲍威尔讲话指出还将继续几次加息（couple of ongoing increases）。鲍威尔在记者招待会中提及终止加息的必要条件，需看到核心服务分项中非住宅部分价格的拐点。他称目前还没有看到这一指标的拐点，仍在上涨。在通胀分项中，商品通胀已经明确拐头向下，服务中的住宅分项虽然尚未，但其领先指标已有明显下降，假设今年更新的租金合约涨幅很小，则预期滞后的住宅分项价格也将下降。但是通胀中的第三部分，核心服务中住宅以外的部分仍在上涨。鉴于劳动力市场仍旧紧绷，并未看到未来下降的清晰路径。他认为这一部分的通胀可能更为持久，但也预期随着货币政策继续发挥作用，它离拐点不远。

鲍威尔还提及最终利率水平可能高于也可能低于之前的预期 5.1%，但市场显然更关注他提及的可能低于 5.1%，解读为偏鸽。 我们在去年 11 月给出的加息最佳路径为 50,25,25bp 至 4.75%~5%，若升至 5.25%也可。至于最终会不会突破 5%还要看未来通胀和就业数据的演变。我们在过往周评中指出，基于基数效应，通胀在上半年确定回落，美联储在这一时间段内加息压力最小。鲍威尔也提及目前不仅长期通胀预期非常稳定，短期通胀预期也变得更加稳定，没有出现工资-通胀螺旋的迹象。我们认为后续加息 1 次还是 2 次没有本质区别，但高于 5.25%则衰退几率显著提高。

若通胀缓慢回落，则年内不会降息。 鲍威尔明确表示如果通胀按照当前预期缓慢下降，则年内不会降息。当然如果出现超预期的通胀迅速下降，则可以将降息纳入考虑（言下之意认为概率很小，因为他认为通胀回落处于初期）。在以往的美联储官员讲话中，纽约分行主席曾提及最早的降息窗口在 4 季度，但说现在考虑降息为时过早。我们在过往点评中亦反复提及市场不应对降息过分乐观，这可能是下半年潜在的预期差。

实体经济方面，劳动力市场强劲，经济增速放缓，确认通胀回落趋势，但处于下降通道的初始阶段。 鲍威尔认为本次经济周期与以往有很大的不同，通胀由强劲的需求和供应短缺导致。目前供应有很大缓解，需求也在加息背景下缓慢回落，商品消费退潮，服务消费增长。今年很多因素转好，全球经济前景改善，劳动市场非常强劲，政府主导的建设项目增长也将支持经济增长。经济仍有可能软着陆而不是市场预期的衰退。此外，鲍威尔认为新冠疫情对经济的影响已经消退。

我们认为上半年衰退概率不大，美股维持一季度具有反弹条件，但长期仍保持中性。 急速加息周期结束并保持耐心有助于避免出现不必要的深度衰退和不必要的金融市场波动，美国经济仅为放缓或温和衰退概率提升。鉴于美国劳动力市场空缺岗位回落但仍在高位，虽然科技公司普遍裁员，但劳动力市场整体的紧绷程度至少需要半年才能缓解，上半年经济陷入衰退概率不大。美股一季度风险较小，随着加息幅度降低，一季度具有短线反弹条件，但消费回落，利率高位，长期趋势仍保持中性。

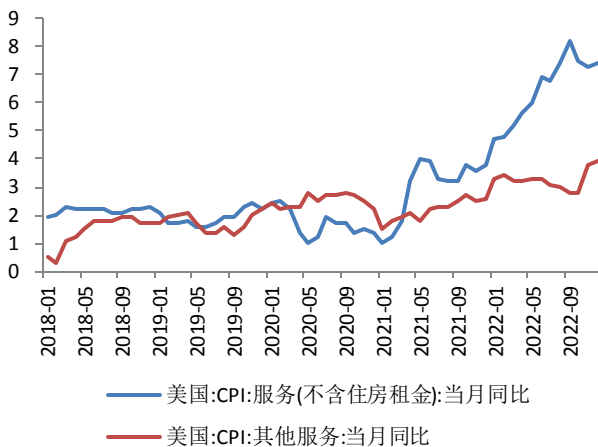
市场并未计入 5 月加息预期，美债日内波动合理，美十债短期中枢降至 3.35~3.45%。 1 年期以内国债利率在加息公布后没有明显变化，1 年期与 FFR 利差缩窄至 10bp 附近，市场暂时并未计入 5 月加息预期。基于这一变化，5 月 25bp 加息预期降低，反映在当前十年期国债波动即为 10~12bp，美十债从 3.5%附近降至 3.4%。我们的模型显示，基于现在的经济数据，短期中

枢降为 3.35~3.45%附近，昨日美债日内波动合理。若制造业 PMI（1 月 ISM47.6）不再下降，美十债可有一定回升。

美十债极限下限维持降息预期下 2.7~2.85%，若无降息预期则在 3%~3.15%，正常波动上限从 4.1%降为 3.9%。我们的极限假设为制造业 PMI50，CPI 同比 3%，FFR4.86%，金价窄幅波动，以及预期 50bp 降息。考虑都通胀下降，在乐观情境下，如 PMI 回升至 55，金价窄幅波动，正常波动上限从 4.1%降为 3.9%。若黄金保持目前价位，上限可进一步降为 3.8%。

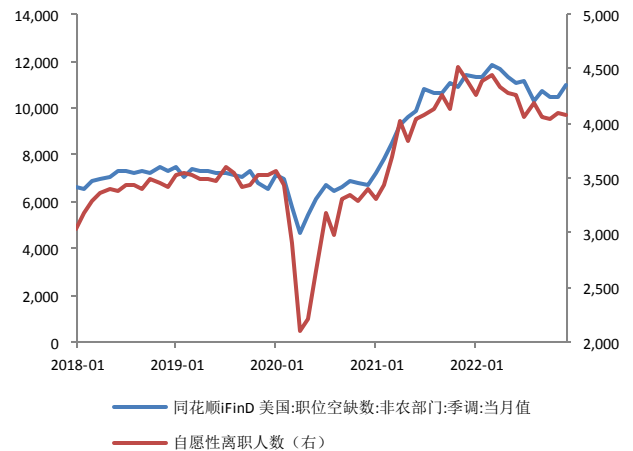
风险提示：海外通胀回落不及预期，海外经济衰退。

图1：核心通胀中非住宅部分仍在上涨



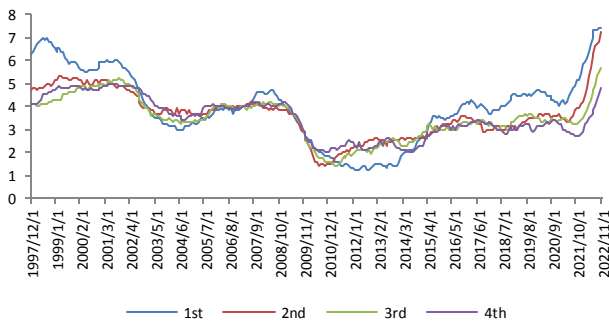
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图2：劳动力市场仍然非常紧张，远高于疫情前



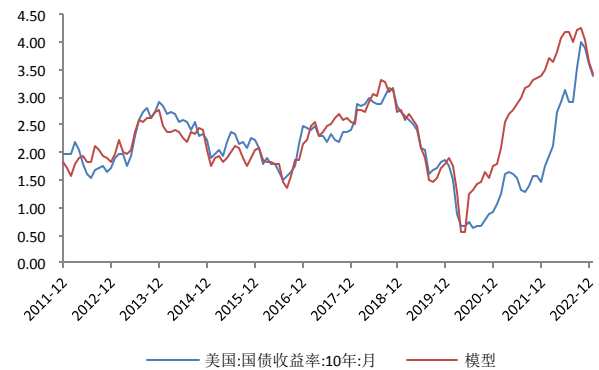
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图3：本轮薪资第1~4分位同比增速均高企



资料来源：美联储，东兴证券研究所

图4：美十债短期中枢下降



资料来源：wind，东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
宏观普通报告	宏观普通报告：美国四季度 GDP 略超预期，美联储或加息 25bp	2023-01-30
宏观普通报告	宏观普通报告：美国非农再超预期，劳动力市场紧绷或持续半年	2023-01-13
宏观普通报告	宏观普通报告：美国非农再超预期，劳动力市场紧绷或持续半年	2023-01-09
宏观普通报告	宏观普通报告：美欧数据整体转暖，美联储纪要显示 2023 年不会降息	2023-01-09
宏观普通报告	宏观普通报告：美欧央行态度偏鹰，美经济数据不及预期	2022-12-16
宏观普通报告	宏观普通报告：美国通胀超预期回落，加息节奏缓和提振市场	2022-12-15
宏观深度报告	宏观深度报告：2023 年海外宏观展望	2022-12-09
宏观普通报告	宏观普通报告：明年美国经济谨防衰退，谨慎乐观。	2022-12-09
宏观普通报告	宏观普通报告：美联储大概率 12 月加息 50bp,关注美债波动	2022-12-02
宏观普通报告	美联储会议纪要关注金融稳定风险，加息幅度确定放缓	2022-11-25

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

康明怡

经济学博士。分别就读于武汉大学、清华大学和明尼苏达大学，博士期间曾在明尼苏达大学、美联储明尼阿波利斯分行从事多年教学和访问工作。2010 年开始执教于复旦大学经济学院 985 平台，上海浦江人才计划项目。2017 年加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：010-66554070
传真：010-66554008

电话：021-25102800
传真：021-25102881

电话：0755-83239601
传真：0755-23824526