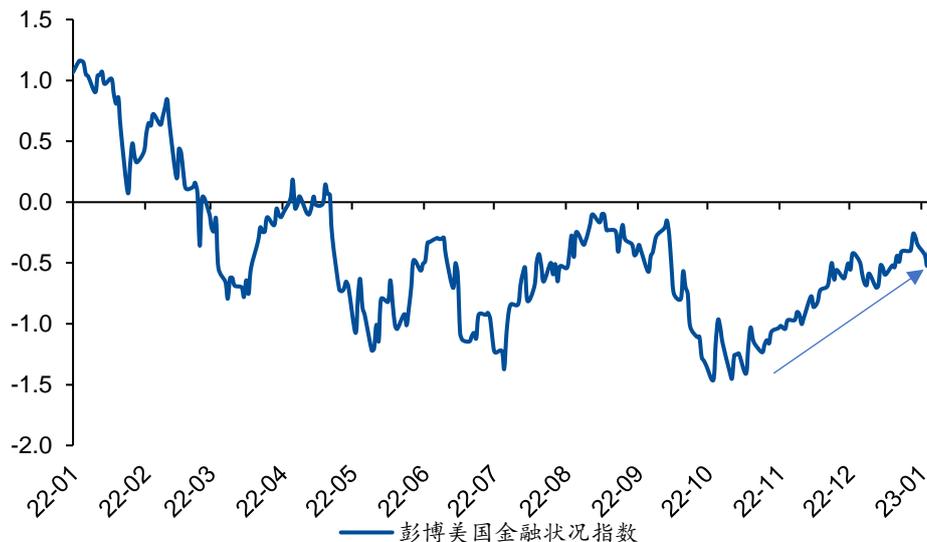




## 美联储会议纪要：坚持“分歧”

美国金融状况指数出现改善



数据来源：FOMC，国泰君安国际

- 隔夜公布的美联储会议纪要，可以被认为是 2022 年 12 月中旬公布的美联储各项预测的“破解版”。市场与美联储的核心分歧仍然存在。简言之，即美联储认为市场对于通胀的展望过于“乐观”，但市场认为美联储对经济减速的风险“视而不见”。
- 在这份会议纪要公布前，广泛受到关注的职位空缺数提前公布，结果略超市场预期，职位空缺率也保持在 6.4% 的高位上。劳动力市场仍然是未来一段时间市场和美联储需要关注的焦点，其重要性在一定程度上可能超过对通胀的关注。
- 与此同时，美联储谈及了两次议息会议之间（即 2022 年 11 月 1-2 日至 2022 年 12 月 13-14 日），美国以及海外的金融状况指数出现了缓解，这也在暗示其货币政策的收紧并没有对金融市场带来消极的影响。
- 所有的问题最后的焦点仍然在“衰退”上，与 2022 年 11 月份的会议纪要相比，美联储对于“衰退”的看法仍然暧昧，本月用词为 ‘still viewed the possibility of a recession sometime over the next year as a plausible alternative to the baseline’。也就是说，美联储“仍然认为衰退是一种可能的风险情境”，简单而言，美联储认为经济即使会有下行，也不会有大麻烦。而从股票和债券市场的表现来看，市场则认为“衰退”无可避免。

隔夜公布的美联储会议纪要，可以被认为是 2022 年 12 月中旬公布的美联储各项预测的“破解版”。对于当时的市场而言，其无法理解的几个问题是：

- **美联储同时调高失业率和核心通胀率的预测**，是 2022 年 12 月份经济预测的核心变化。这种看似“不合逻辑”的预测背后，是美联储对于薪资增速的担忧。但**市场认为 CPI 已经明显加速，因此美联储调高通胀预期并不合理**。同时，**薪资增速也可能因为劳动力市场降温而出现放缓**。
- 与此同时，**美联储调降了 2023 年的经济增速，但不认为经济会陷入衰退**。这也支撑其继续加息至 5% 以上的基本立场。但**市场认为经济在失业率上升如此迅速的情况下大概率会陷入“衰退”**。

这几形成了市场与美联储的核心分歧。简言之，即美联储认为市场对于通胀的展望过于“乐观”，但市场认为美联储对经济减速的风险“视而不见”。

在这份会议纪要公布前，广泛受到关注的职位空缺数提前公布，结果略超市场预期，职位空缺率也保持在 6.4% 的高位上。对于劳动力市场的判断，可能是目前唯一市场与美联储没有太多分歧的地方——即劳动力市场仍然保持强劲。但结论也不尽相同，美联储认为通胀压力难以解除，但市场认为通胀已经见顶并将明显回落，劳动力市场降温只是时间问题。

### “鸡同鸭讲”

市场与美联储的“鸡同鸭讲”事实上是对一个问题的不同反应。从通胀走势来看，长期通胀趋势大概率已经提升，但市场并不关心中期问题。市场只关心未来几个月的通胀走势，而很显然在连续两个月的通胀低于预期后，未来一两个季度的通胀大概率会迈向 5% 以下的水平，对于市场而言，如果美联储加息至 5.1%，那么实际利率将转正，这对于过去两年深陷通胀泥潭的美国经济和金融市场而言，不啻是个好消息。

但美联储看到的是 5% 的通胀水平仍然远高于其通胀控制目标，而且稍不留神，通胀可能会在今年下半年再度走高。因此即使实际利率会在未来几个月转正，也不能轻言胜利。与此同时，美联储谈及了两次议息会议之间（即 2022 年 11 月 1-2 日至 2022 年 12 月 13-14 日），美国以及海外的金融状况指数出现了缓解，这也在暗示其货币政策的收紧并没有对金融市场带来消极的影响。

### 什么是金融状况指数？

金融状况指数在发达国家应用较为广泛，其反映出各个金融市场（包括股票、债券以及一般融资）的整体运行状况，被认为是反映金融体系健康和有效程度的重要指标。美联储提及通胀挂钩债券收益率出现下降，同时市场对于未来加息路径有所下调。股票和债券表现相对平稳并有不错收益，同时融资成本有所下降——尤其是抵押贷款利率水平。从海外的情况来看，美元贬值意味着资金部分回流非美市场，中国的疫情防控

政策调整也提升了风险偏好。

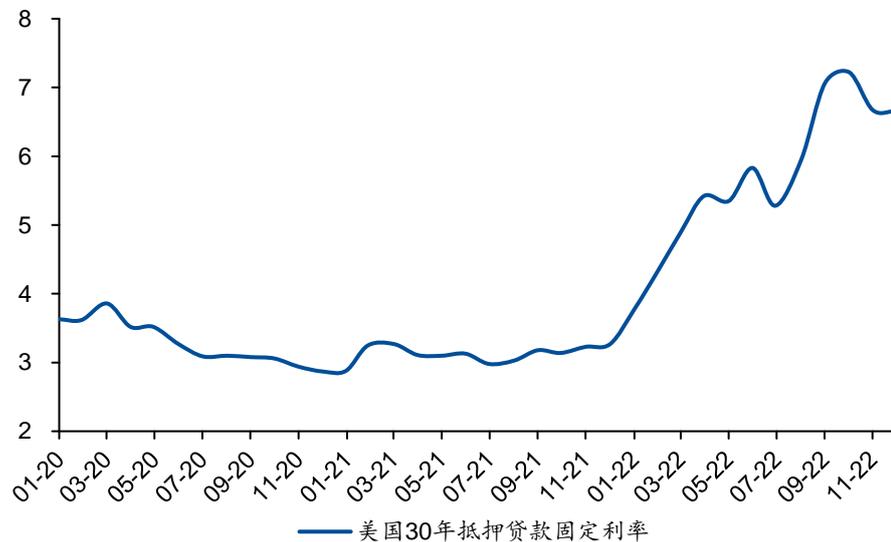
从这些表述来看，美联储一方面需要担心劳动力报酬上升带来的通胀问题，另一方面市场对于货币政策紧缩并没有“过激反应”，甚至开始对于加息即将进入尾声而“弹冠相庆”。因此，美联储不能也没有必要在这样的关口轻易松口，是2022年12月份会议纪要给出的最重要信息。

图 1：美国金融状况指数出现改善



数据来源：FOMC, 国泰君安国际

图 2：抵押贷款利率出现了一定的下行



数据来源：Bloomberg, 国泰君安国际

总体而言，市场对于会议纪要的反应较为平淡，这主要也是因为在 FOMC 会议之后，市场已经出现了相关的波动，近期美股的下跌也反映出市场对于未来经济“衰退”的担忧。而且市场与美联储之间本身就是一个“相爱相杀”的关系——市场在观察美联储的政策基调的同时，美联储也在考察市场的变化，本月对于金融状况指数的特别提及，也反映出美联储并非完全“刀枪不入”。

## “衰退”仍没有共识

当然，所有的问题最后的焦点仍然在“衰退”上，与 2022 年 11 月份的会议纪要相比，美联储对于“衰退”的看法仍然暧昧，本月用词为 ‘still viewed the possibility of a recession sometime over the next year as a plausible alternative to the baseline’. 也就是说，美联储“仍然认为衰退是一种可能的风险情境”，简单而言，美联储认为经济即使会有下行，也不会有大麻烦。而从股票和债券市场的表现来看，市场则认为“衰退”无可避免。从近期美国 10 年国债的表现来看，压制其上行的主要因素仍是美国的内部因素，即“衰退”预期，而主导其上行的主要因素则是来自外部的因素——比如说日本央行的货币政策正常化进程以及中国经济展望的改善。而这些因素在下一议息会议前可能也不会有特别的明确走向，市场和美联储都只能“照本宣科”地自说自话。

**个股评级标准**

参考基准: 香港恒生指数/纳斯达克综合指数  
 评级区间: 6至18个月

评级	相对表现
买入	超过 15% 或公司、行业基本面良好
收集	5% 至 15% 或公司、行业基本面良好
中性	-5% 至 5% 或公司、行业基本面中性
减持	-15% 至 -5% 或公司、行业基本面不理想
卖出	小于-15% 或公司、行业基本面不理想

**行业评级标准**

参考基准: 香港恒生指数/纳斯达克综合指数  
 评级区间: 6至18个月

评级	相对表现
跑赢大市	超过 5% 或行业基本面良好
中性	-5% 至 5% 或行业基本面中性
跑输大市	小于-5% 或行业基本面不理想

**利益披露事项**

- 分析员或其有联系者并未担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。
- 分析员或其有联系者并未持有本研究报告所评论的发行人的任何财务权益。
- 除晋商银行(02558.HK)、郑州银行(06196.HK)、顺丰房託(02191.HK)、泸州银行(01983.HK)、远大医药(00512.HK)外, 国泰君安国际或其集团公司并未持有本研究报告所评论的发行人的市场资本值的1%或以上的财务权益。
- 国泰君安或其集团公司在现在或过去12个月内有与本研究报告所评论的吉利汽车 (00175 HK)、中国外运- H 股 (00598 HK)、交通银行- H 股 (03328 HK)、京东集团-S W (09618 HK)、百度集团-S W (09888 HK)、金山软件 (03888 HK)、新创建集团 (00659 HK)、商汤-W (00020 HK)、中国有色矿业 (01258 HK)、乐享互动 (06988 HK)、广汽集团- H 股 (02238 HK)、中国联盟 (02128 HK)、合景泰富集团 (01813 HK)、旭辉控股集团 (00884 HK)、正荣地产 (06158 HK)、哔哩哔哩-W (09626 HK)、碧桂园 (02007 HK)、腾讯控股 (00700 HK)、融创中国 (03383 HK)、中国奥园 (03883 HK)、龙光集团 (03380 HK)、融创中国 (01918 HK)、新世界发展 (00017 HK)、新天绿色能源 (00956 HK)、建设银行- H 股 (00939 HK)、复星国际 (00656 HK)、中国中免 (01880 HK)、洪九果品 (06689 HK)、科济药业-B (02171 HK)、民生银行- H 股 (01988 HK)、协鑫新能源 (00451 HK)、周大福 (01929 HK)、彩虹新能源 (00438 HK)、金融街物业 (01502 HK)、国美零售 (00493 HK)、中海物业 (02669 HK)、奥园健康 (03662 HK)、金科服务 (09666 HK)、雅生活服务 (03319 HK)、甘肃银行 (02139 HK)、兖矿能源 (01171 HK)、滨海投资 (02886 HK)、华南城 (01668 HK)、中国旭阳集团 (01907 HK)、移卡 (09923 HK)、威高股份 (01066 HK)、阿里巴巴-S W (09988 HK)、中梁控股 (02772 HK)、四环医药 (00460 HK)、重庆银行 (01963 HK)、东方证券- H 股 (03958 HK)、中广核电力- H 股 (01816 HK)、中广核新能源 (01811 HK)、中广核矿业 (01164 HK)、江苏宁沪高速公路 (00177 HK)、药明康德 (02359 HK)、绿城中国 (03900 HK)、泉峰控股 (02285 HK)、凯莱英- H 股 (06821 HK)、小鹏汽车-W (09868 HK)、奈雪的茶 (02150 HK)、小米集团-W (01810 HK)、旭辉永升服务 (01995 HK)、中石化冠德 (00934 HK)、中石化炼化工程- H 股 (02386 HK)、上海石油化工股份 (00338 HK)、中国石油化工股份- H 股 (00386 HK)、泡泡玛特 (09992 HK)、晨鸣纸业 (01812 HK)、理文造纸 (02314 HK)、思摩尔国际 (06969 HK)、中关村科技租赁 (01601 HK) 存在投资银行业务的关系。
- 国泰君安或其集团公司有, 或将会为本研究报告所评论的联想集团 (00992 HK)、中国移动- H 股 (00941 HK)、香港交易所 (00388 HK)、银河娱乐 (00027 HK)、长城汽车- H 股 (02333 HK)、友邦保险 (01299 HK)、金沙中国有限公司 (01928 HK)、瑞声科技 (02018 HK)、舜宇光学科技 (02382 HK)、国药控股- H 股 (01099 HK)、中国海洋石油 (00883 HK)、药明生物 (02269 HK)、美团-W (03690 HK)、中国铁塔- H 股 (00788 HK)、小米集团-W (01810 HK)、阿里巴巴-S W (09988 HK)、网易-S (09999 HK)、京东集团-S W (09618 HK)、中芯国际 (00981 HK)、阿里健康 (00241 HK)、百度集团-S W (09888 HK)、吉利汽车 (00175 HK)、比亚迪股份- H 股 (01211 HK)、建设银行- H 股 (00939 HK)、工商银行- H 股 (01398 HK)、中银香港 (02388 HK)、中国银行- H 股 (03988 HK)、汇丰控股 (00005 HK)、中国平安- H 股 (02318 HK)、中国人寿- H 股 (02628 HK)、腾讯控股 (00700 HK)、快手-W (01024 HK)、小鹏汽车-W (09868 HK)、中信证券- H 股 (06030 HK)、融创中国 (01918 HK)、龙光集团 (03380 HK)、中国奥园 (03883 HK) 进行庄家活动。
- 受雇于国泰君安或其集团公司或与其有联系的个人没有担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。

**免责声明**

本研究报告内容既不代表国泰君安证券(香港)有限公司(“国泰君安”)的推荐意见也并不构成所涉及的个别股票的买卖或交易之要约。国泰君安或其集团公司有可能会与本报告涉及的公司洽谈投资银行业务或其它业务(例如:配售代理、牵头经辦人、保荐人、包销商或从事自营投资于该股票)。

国泰君安的销售员, 交易员和其它专业人员可能会向国泰君安的客户提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。国泰君安集团的资产管理部和投资业务部可能会做出与本报告的推荐或表达的意见不一致的投资决策。

报告中的资料力求准确可靠, 但国泰君安并不对该等数据的准确性和完整性作出任何承诺。报告中可能存在的一些基于对未来政治和经济的某些主观假定和判断而做出预见性陈述, 因此可能具有不确定性。投资者应明白及理解投资证券及投资产品之目的, 及当中的风险。在决定投资前, 如有需要, 投资者务必向其各自专业人士咨询并谨慎抉择。

本研究报告并非针对或意图向任何属于任何管辖范围的市民或居民或身处于任何管辖范围的人士或实体发布或供其使用, 而此等发布, 公布, 可供使用情况或使用会违反适用的法律或规则, 或会令国泰君安或其集团公司在此等管辖范围内受制于任何注册或领牌规定。

© 2023 国泰君安证券(香港)有限公司版权所有, 不得翻印

香港中环皇后大道中181号新纪元广场低座27楼  
 电话 (852) 2509-9118 传真(852) 2509-7793 网址: www.gtjai.com