



华安证券
HUAAN SECURITIES

证券研究报告

2023年02月13日

美联储的底牌 ——论2023年的加息与降息

分析师：郑小霞 SAC执业证书号：S0010520080007

联系人：张运智 SAC执业证书号：S0010121070017

联系人：任思雨 SAC执业证书号：S0010121060026



核心结论1：2023年美联储三种政策路径预演

- 从当前情况看，2023年美联储政策大概率为以下三种路径之一：①中性情景：将政策利率上限提升至5%，表态在2024年初降息或在年底降息25BP；②鹰派情景：将政策利率上限提升至5.25%，维持至年底并且年内不对降息进行表态；③鸽派情景：2023年超常规降息，即早于四季度降息或单次降息幅度超出25BP。美联储政策路径为①概率更大、②次之。
- 对于A股而言，①&②情境下不会产生明显冲击，但需警惕情景③。前期市场对情景①已充分预期，而在美最新就业数据强劲下市场已对情景②开始计价，因而美联储政策按照①&②演绎预计对A股不会形成抑制。然而，情景③不意味着对A股有强支撑，超预期降息往往意味着美国经济出现较大风险，美股熊市风险大增，届时可能对A股风险偏好形成显著抑制。

美联储2023年三种政策路径预演

	②鹰派情景	①中性情景	③鸽派情景
加息终点	5.25%或5%（上限）	5%（上限）	5%或4.75%（上限）
降息时点	2024年年中及以后	2024年初（或2023年底）	最早于2023年Q4进行超常规降息
经济基本面	就业强劲	失业率小幅提升，通胀稳健下行	进入衰退，GDP快速下降
美债	震荡上行后回落	缓慢回落，四季度或回落加快	快速下行
美股	三大指数缓慢回升	美股回升，年底纳指反弹加大	美股熊市风险大增
A股	A股风险偏好不会形成抑制		会对A股风险偏好形成抑制
市场计价较为充分，风险较小			



核心结论2：除超常规降息外，A股外部抑制减弱，消费风格胜率更高

- 当前美国经济数据显示美联储政策路径为①概率更大。根据美联储政策利率指引规则测算，从加息终点看理论指引利率超过5%需过去四季度核心PCE均值高于5.33%，因此美联储加息远高于5%概率较低；启动降息需满足通胀回落至2%以下或失业率超过5%，年内满足条件概率较小。但如就业、通胀数据朝此方向演进，美联储可能会开始考虑，综合看情景①概率最大。
- 情景①&②中A股外部抑制均减弱，综合看消费胜率更高。最后一次加息落地后，A股整体上涨，风格中金融、消费占优；大类资产中以道指、COMEX铜和美元指数表现较佳。而降息后A股值得配置、尤其着重把握首次降息后内一个月，风格中成长、消费占优；大类资产中纳指，原油值得配置。因此，最后一次加息落地和降息均对A股有利。

除超常规降息外，均可配置A股，消费胜率更高

	情景②	情景①	情景③
经济	增长“软着陆”	增长“软着陆”或缓慢下降	经济衰退
经济基本面需满足条件	过去四季度核心PCE均值需高于5.33%	通胀回落2%以下或处于2%-2.2%区间	通胀下降
失业率	-	失业率需达到5%左右	失业率快速上升
配置建议	A股整体上升、值得配置，风格中金融、消费	整体上升，降息后一个月内A股表现较好，风格中成长、消费	需注意美股回调冲击A股的风险
大类资产	道琼斯工业指数，COMEX铜以及美元指数	降息前后纳斯达克指数，降息后原油	-



目录

1

加息进入尾声与开启降息的条件

2

美联储如何行动？——基于规则分析

3

不同路径下的配置建议



1.1 进入加息尾声条件：美经济增速、PMI均回落，通胀持续下降

➤ 经济增速、PMI回落，通胀持续下行均符合加息尾声期特点，美联储继续加息的空间有限。根据我们在专题报告《本轮美联储加息即将到顶，大类资产如何配置？》（2022-11-25）对九轮加息到顶期经济状况复盘显示，这一阶段美国经济表现为：增长、PMI均回落，通胀大概率回落或处局部高点。对应到当下，美国PMI在2022年9月后持续回落，经济增速连续下滑，通胀由2022年6月9.1%高点持续下降，就业较为强劲。以上符合加息尾声的经济特点，美联储结束本轮加息条件已经充分具备。

9轮加息到顶期经济、通胀以及失业率情况

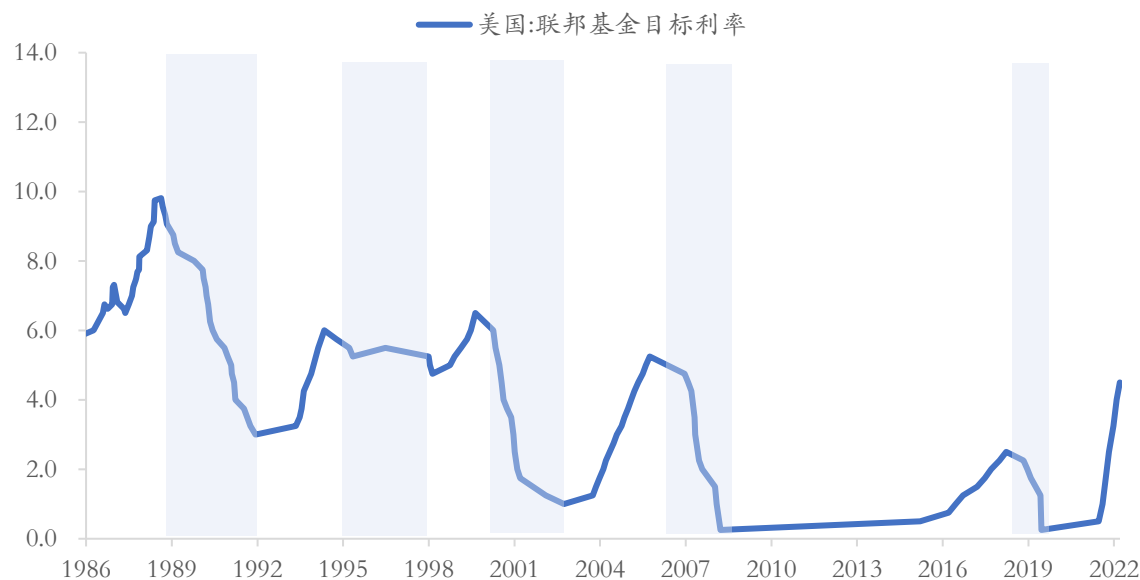
	起始时间	结束时间	经济	通胀	失业率
①	1973-05-18	1974-04-25	持续下降，由1973Q2的6.3%下降至1974Q1的0.64%	持续上升，由1973年5月的5.7%上升至1974年4月的10.1%	小幅震荡，同期由4.8%震荡上升至5.1%
②	1979-10-08	1980-02-15	下降，由1979Q3的2.39%下降至1980Q1的1.42%	持续上升，由1979年10月的12.1%上升至1980年2月的14.2%	震荡上升，同期在5.9%-6.3%区间小幅震荡上升
③	1980-11-07	1981-05-08	缓幅上升，由1980Q3的-1.62%持续上升至1980Q1的1.6%，再上升至1981Q2的2.97%	小幅下降，但仍维持两位数增速，由1980年11月的12.6%震荡下行至1981年5月的9.5%	震荡，同期在7.2%-7.5%之间震荡
④	1984-03-29	1984-08-09	小幅下滑，由1984Q1的8.58%下降至1984Q3的6.90%	下降，由1984年3月的4.8%下降至8月的4.3%	下降，由1984年3月的7.8%下降至8月的7.5%
⑤	1988-12-15	1989-05-17	小幅上升，由1988Q4的3.80%上升至1989Q1的4.32%，再下降至Q2的3.75%	上升，由1988年12月的4.4%上升至1989年5月的5.4%	震荡，同期在5.0%至5.4%区间震荡
⑥	1994-08-16	1995-02-01	下降，由1994Q3的4.3%下降至1995Q1的3.48%	震荡，1994年8月至1995年2月在2.6%至3.0%区间震荡	持续下降，同期由6.0%下降至5.4%
⑦	2000-02-02	2000-05-16	小幅上升，由2000Q1的4.23%上升至Q2的5.24%	先升后降，由2000年2月的3.2%上升至3月的3.8%后震荡下降至5月的3.2%	先降后升，由4.1%下降至3.8%后上升至4%
⑧	2005-09-20	2006-06-29	震荡阶梯式下降，由2005Q3的3.45%下降至Q4的2.98%，后于2006Q1上升至3.23%，最终在2006Q2下滑至2.98%	先降后升，由2005年9月的4.7%下降至2006年3月的3.4%，再上升至2006年6月的4.3%	下降，同期由2005年9月的5.0%下降至2006年6月的4.6%。
⑨	2018-03-22	2018-12-20	震荡下降，由2018Q1的3.06%下降至Q4的2.31%	先升后降，由2018年3月的2.4%上升至7月的2.9%，后又下降至12月的1.9%	下降，同期在3.7%至4.0%区间震荡



1.2 美联储降息周期多数开启于美国经济衰退初期

➤ 1986年以来5次美联储降息周期多数开启于美经济衰退初期，伴随“危机”导火索。5次降息周期分别是：①1989年6月6日至1992年9月4日，②1995年7月6日至1998年11月17日，③2001年1月3日至2003年6月25日，④2007年9月18日至2008年12月16日，⑤2019年8月1日至2020年3月16日。首次降息多数开启于美国经济衰退初期，并伴随“危机”导火索（局部金融危机或地缘危机等）。

1986年以来5次美联储降息周期



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

1986年以来5次美联储降息具体情况

降息周期				首次降息的导火索	降息总幅度
首次降息时间	首次降息前目标利率水平	最后一次降息时间	最终降息后目标利率水平		
1989年6月6日	9.8125	1992年9月4日	3.00	向拉美国家放贷引发的美国银行存贷危机	6.8125
1995年7月6日	6.00	1998年11月17日	4.75	增长放缓叠加亚洲金融危机及俄罗斯主权违约	1.25
2001年1月3日	6.50	2003年6月25日	1.00	互联网泡沫破裂	5.50
2007年9月18日	5.25	2008年12月16日	0.25	次贷危机	5.00
2019年8月1日	2.50	2020年3月16日	0.25	增长放缓后新冠疫情爆发	2.25

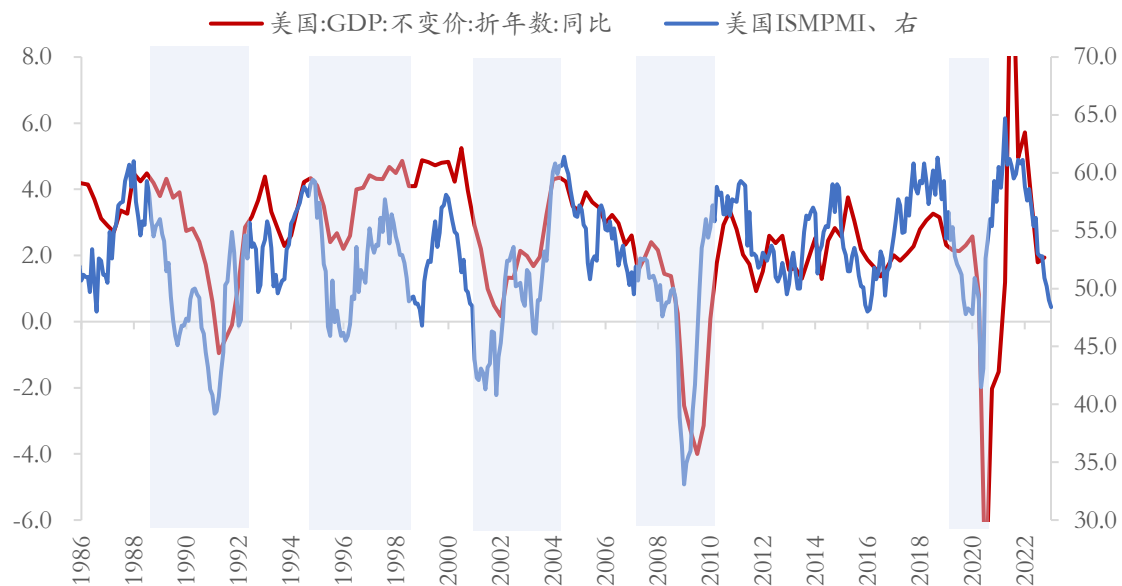
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%



1.2 历史上看，美联储开启降息因美增长持续回落，失业率存快速上行风险

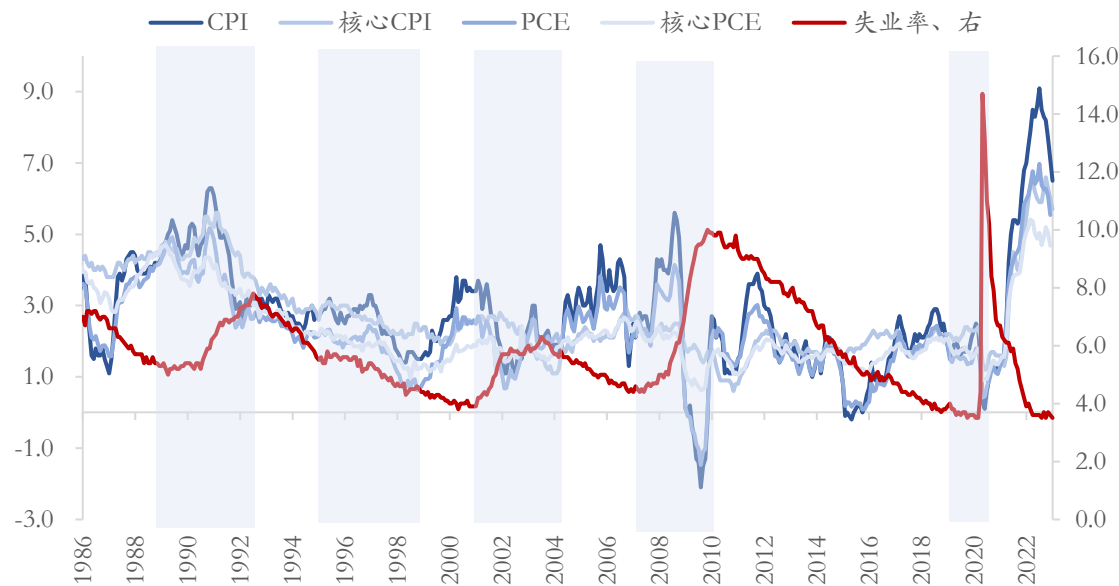
- ▶ **增长快速回落风险增大，失业率上行压力增大时美联储开启降息。**美国《联邦储备法》给美联储货币政策规定的三个目标是：最大化就业、稳定价格、适度长期利率，但普遍认为美联储货币政策目标为双重任务，即**就业**和**价格**。1986年以来5次降息周期开启多数发生在美经济衰退初期，PMI率先出现快速下滑、私人投资同比下降，经济增速继而回落。多数的失业率在降息周期开启初期处于相对低位，但在降息开启3-6个月后出现急速上行；此外在降息周期内通胀往往震荡回落、并不掣肘降息。

开启降息时美经济增速面临快速回落



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

降息启动时失业率多数将急速上行、通胀不构成掣肘



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%



1.2 除失业率仍处低位外，美经济增速、PMI均向降息条件靠拢

- 除失业率仍处低位外，美经济增速、PMI均向降息条件靠拢。回顾1986年以来5轮降息周期中美国经济状况：首次降息时PMI多数已降至荣枯线下，通胀对降息不构成掣肘，失业率处于较低位置但已有升高迹象。而当前美国PMI在2022年10月后持续位于荣枯线下，经济增速连续下滑，通胀2022年12月处于6.5%、较前期大幅缓解，而就业情况较为强劲但已经引发部分担忧。以上条件表明，美国宏观基本面已部分符合降息条件，通胀、失业率正在向降息条件靠拢。

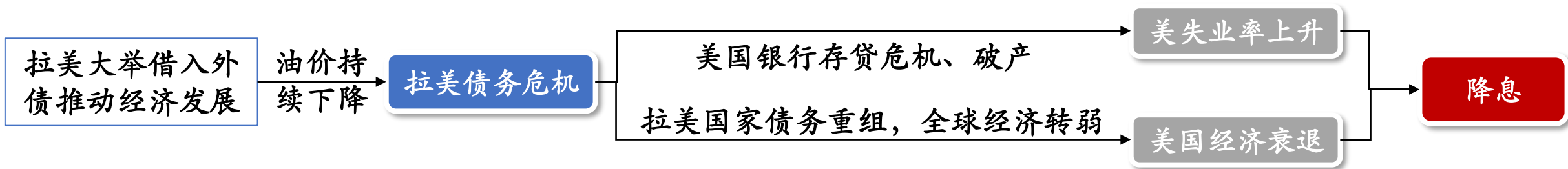
降息周期内经济下行，PMI多数在降息前已跌至荣枯线下，首次降息3-6个月后失业率快速上升

首次降息时间	最终降息时间	经济	PMI	通胀	失业率
① 1989年6月6日	1992年9月4日	持续下降，由1989Q1的4.31%震荡下降至1991Q1的-0.95%	1989年5月已跌至枯荣线下	先升后降，最高至1990年10月6.3%	震荡横盘后上升，1989年6月5.3%，1990年9月后快速上升，最高至1992年6月7.8%
② 1995年7月6日	1998年11月17日	持续上升，由1995Q2的2.40%上升至1998Q4的4.8%	1995年5月已降至枯荣线下	高位震荡后下降，1998年11月为1.5%	逐步下降，1995年7月的5.7%降至1998年11月的4.4%
③ 2001年1月3日	2003年6月25日	先下降后震荡上升，由2000Q4的2.9%降至2001Q4的0.17%，再上升至2003Q2的1.96%	2000年8月已降至荣枯线下	先降后升，由2001年1月3.7%持续下降至2002年6月1.1%，再上升至2003年6月2.1%	持续上升，由2000年12月3.9%上升至2003年6月的6.3%
④ 2007年9月18日	2008年12月16日	持续下降，由2007Q3的2.4%下降至2008Q4的-2.54%，本轮最低至2009Q2的-4.0%	2007年12月才降至荣枯线下	先升后降，由2007年9月2.8%升至2008年1月的4.3%，再降至2008年12月的0.1%	持续上升，由2007年9月4.7%上升至2008年12月7.3%，本轮最高升至2009年10月10.0%后下降
⑤ 2019年8月1日	2020年3月16日	小幅上升后因疫情爆发降至冰点，由2019Q3的2.31%上升至Q4的2.57%后持续下降，最低至2020Q2的-8.35%	2019年8月同步降至荣枯线下	先升后降，由2019年8月1.7%上升至2020年2月2.3%，疫情后最低降至2020年5月0.1%	震荡，3.5%-4.4%区间震荡；疫情后快速上升，2020年4月高达14.7%

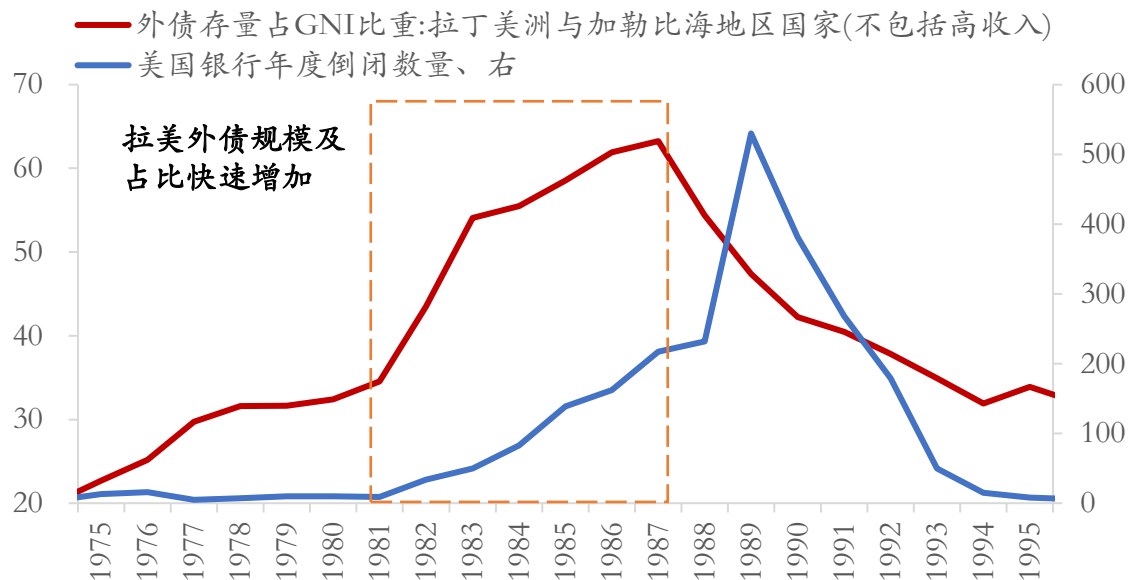


1.3 1989年6月：存贷危机下美国失业率增加、经济转弱

➤ ①1989年6月：美国存贷危机及美经济增长转弱，美联储开启降息。1980年代油价及资源价格下行使得拉美地区多数资源出口型国家无力偿付巨额外债，拉美的债务危机引发美国破产银行急剧增加、美国增长持续转弱，由此美联储于1989年6月6日开启降息周期。1990年7月至1991年3月美国经济进入NBER认定的衰退期。

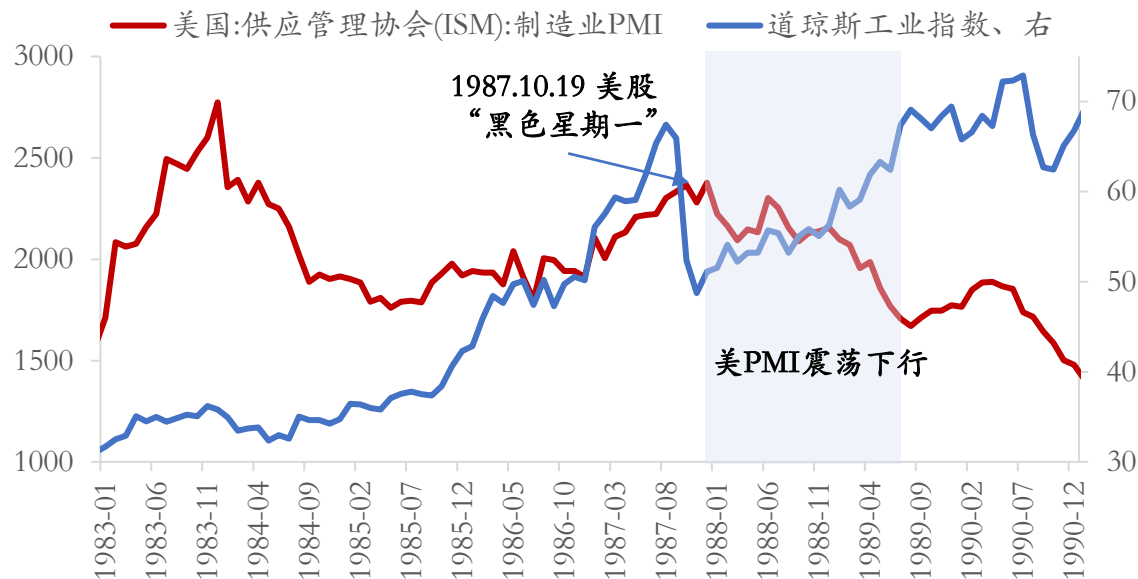


拉美国国家无法偿还巨额外债致美1980年代末的存贷危机



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%、家数

美股“黑色星期一”发生先于经济增长持续下行



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

1.3 1995年7月：预防式降息与加息的反复，加息起点被亚洲金融危机打断

➤ ②1995年7月：经济增长回落，预防式降息3次后加息周期起点被金融危机打断。

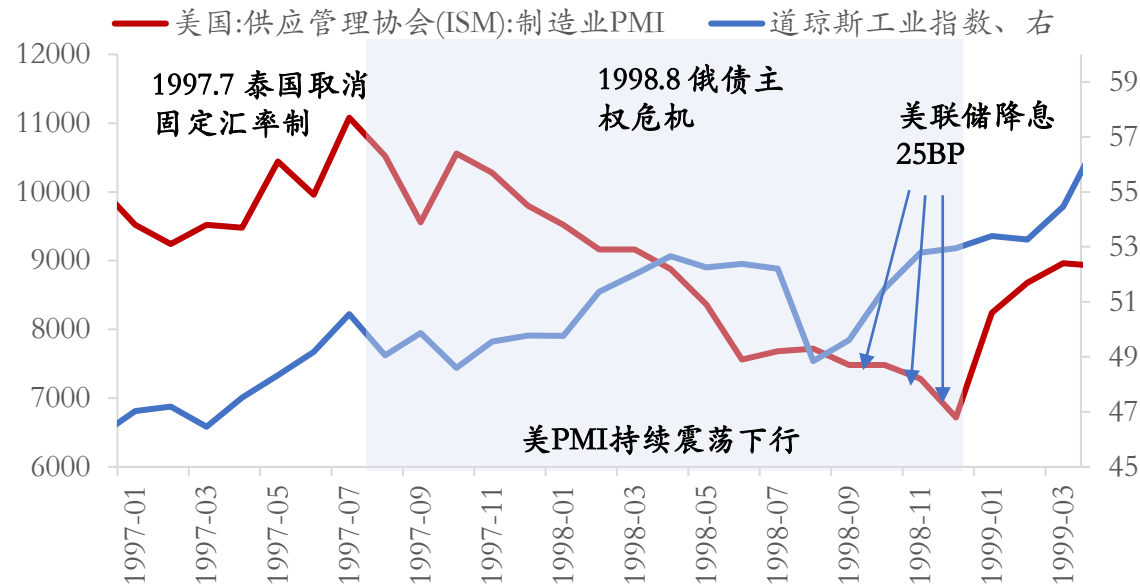
- 1995年7月开启的降息周期较为短暂，仅降息三次，降息契机来自于1994年底墨西哥宣布比索贬值15%触发金融危机叠加1995年4月美国本土最大恐怖袭击案俄克拉何马城爆炸案（911前），内外事件影响下美国经济走弱：1995年后美国私人投资同比快速下降，PMI由1995年4月的51.5%快速下降至5月的46.7%。因而美联储于1995年7月、12月和1996年1月分别降息25BP，带动PMI于1996年6月重回荣枯线上、通胀小幅抬头。
- 美联储在经济回升强劲、通胀有所抬头时于1997年3月短暂加息1次，但1997年亚洲金融危机蔓延叠加1998年俄债危机，推动全球经济在1998年走弱，打断了美国经济的回升趋势，1998年6月美PMI跌入枯荣线以下，GDP同比也由1998Q1的4.85%下降至Q2的4.1%，因而美联储在通胀温和可控的条件下于1998年9月-11月连续三次降息25BP。

1994年底比索快速贬值引发墨西哥金融危机



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。

亚洲金融危机传导及俄债违约后美联储降息



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。

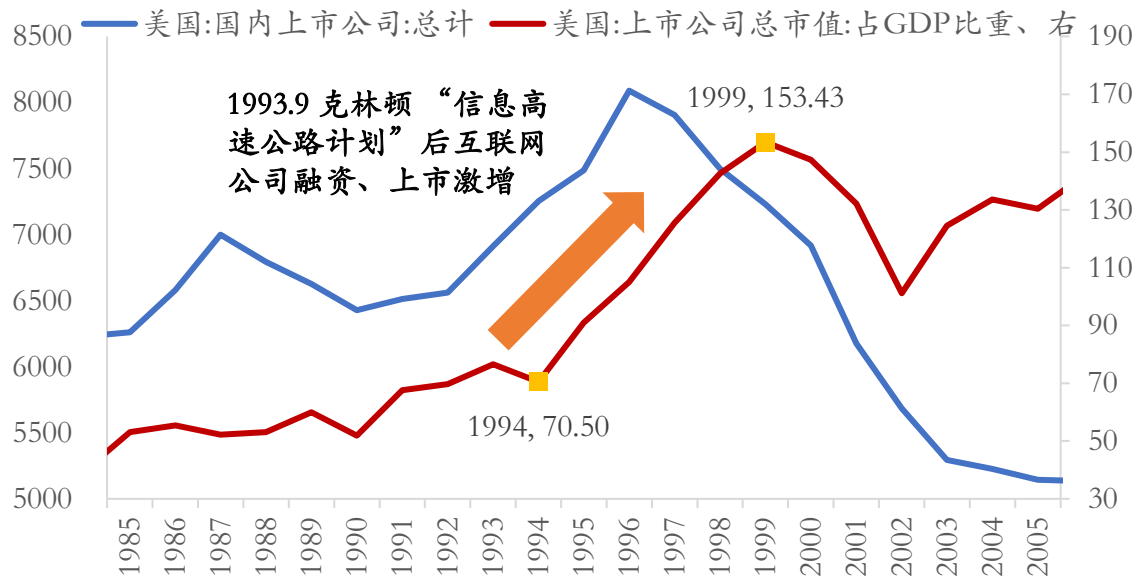
1.3 2001年1月：互联网泡沫破裂后的紧急大幅降息

➤ ③2001年1月：互联网泡沫破裂后的紧急大幅降息

- 互联网泡沫破裂后紧急大幅降息。1993年9月克林顿公布美国“信息高速公路计划”后，美国互联网及计算机行业高速发展，甚至在1998-1999年带有“.com”的项目融资估值水平远高于其它。2000年2月美债长、短端利率开始倒挂，市场交易经济衰退，3月纳斯达克指数暴跌，2000Q3开始多家上市公司发布盈利预警。2000年12月美国PMI大幅下降，由前月的48.5快速下降至43.9。进入2001年后美国消费、投资及出口同比均大幅下滑，美国经济2001年3月至11月进入NBER认定的衰退期。2001年1月美联储开启降息、月内连续两次降息50BP。

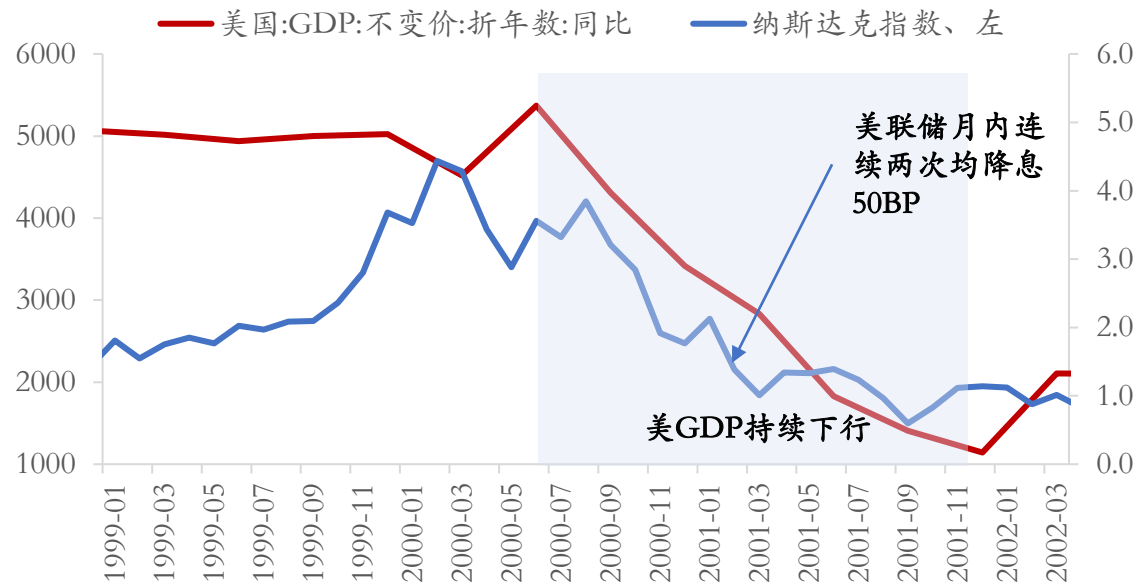


泡沫破裂前互联网繁荣



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%、家数

纳斯达克2000年3月开启下跌，同期美国经济持续下行



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

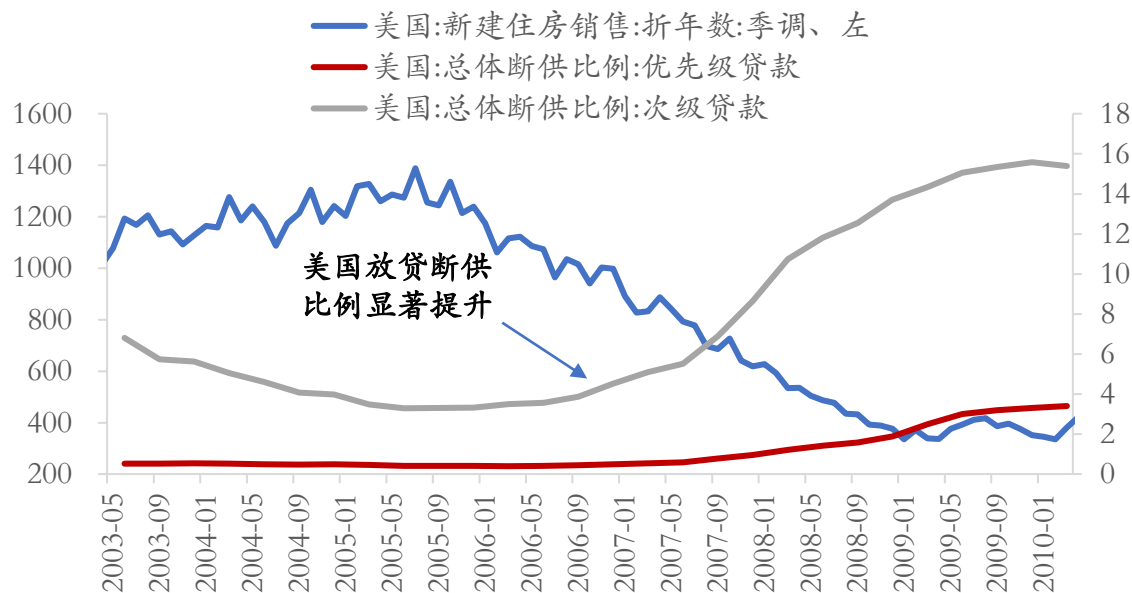


1.3 2007年9月：房地产泡沫破裂、次贷危机下开启降息

➤ ④2007年9月：房地产泡沫破裂、次贷危机后的持续降息至0%-0.25%。

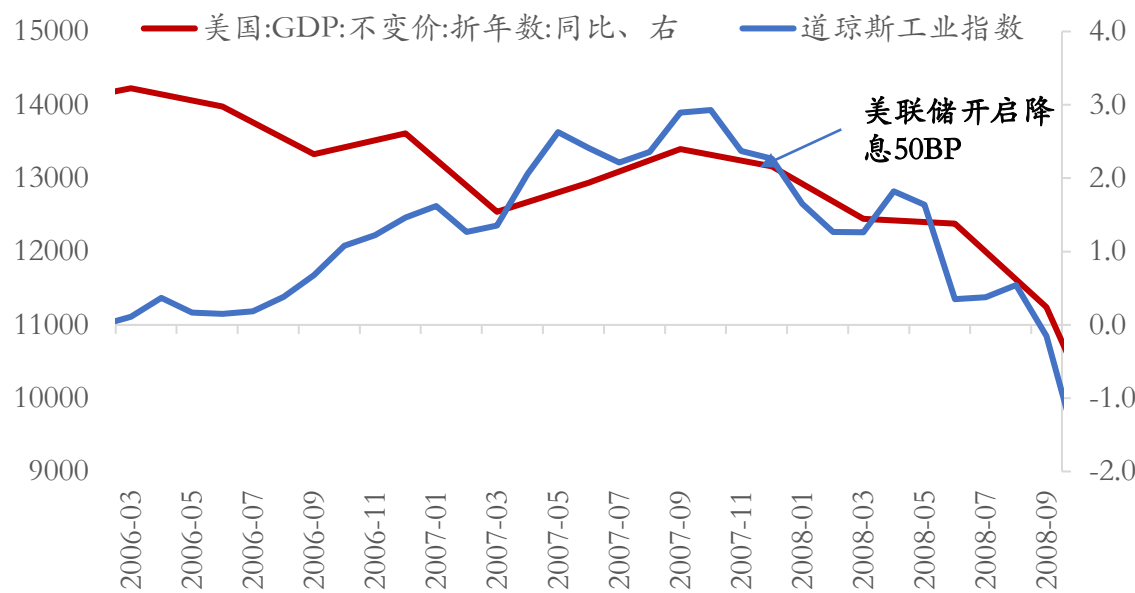
- 2006年3月房屋贷款断供持续发酵，而美国投资、出口在2006Q4同比跌至负值。2007年9月美联储宣布降息，美国经济2007年12月至2009年6月进入NBER认定的衰退期。2007年10月失业率快速由此前4.7%上升至5%并延续攀升趋势，在2008年9月雷曼兄弟宣布破产，失业率在2008年10月后上升速度明显加快、最高于2009年10月到达10%；而CPI则在2009年3月开始跌入负值。美国经济2007年12月至2009年6月进入NBER认定的衰退期
- 与以往不同的是美联储此次降息周期最低于2008年12月降低目标利率至0%-0.25%后一直持续到2015年12月，期间三次开启量化宽松。

新建商品房销售直线下滑，优先级、次级贷款断供比例快速提升



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%、千套

次贷危机拖累经济，美联储2007年9月降息



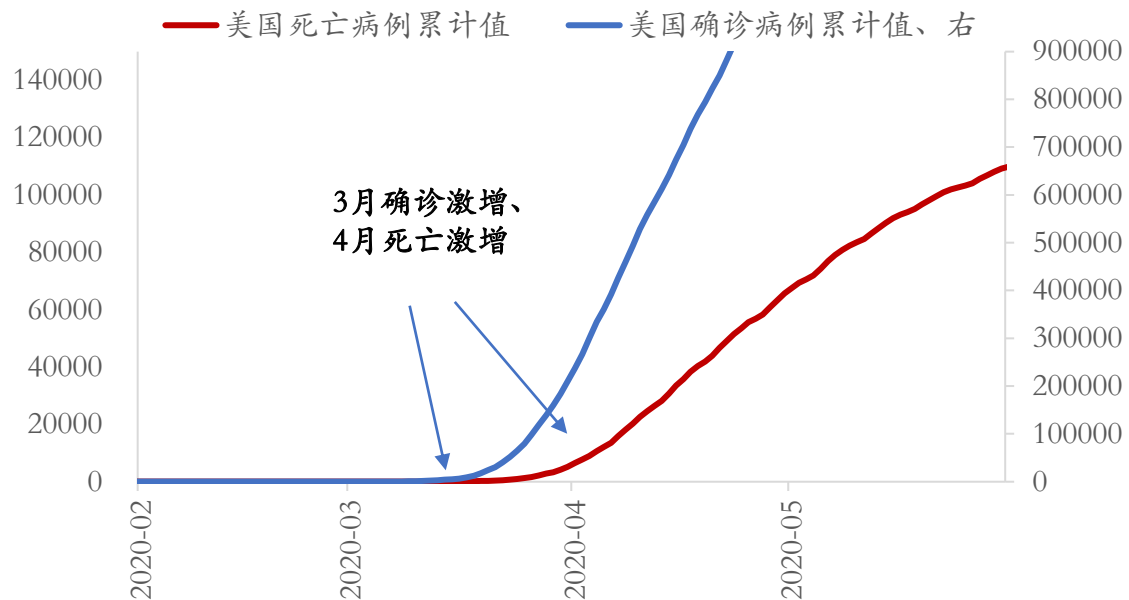
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%



1.3 2019年8月：预防式降息周期开启，后遇新冠爆发

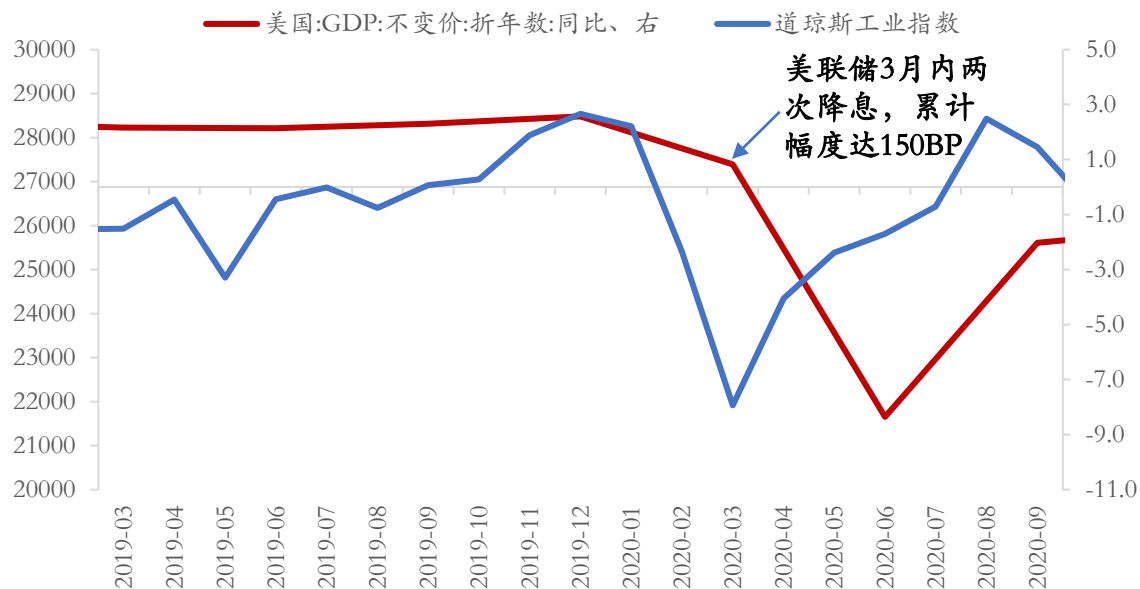
- ④2019年8月：预防式降息周期开启，后遇新冠爆发，首次降息单月内两连降、累计降息幅度150BP。
- 2018Q4后美国消费、投资同比较前一季度出现明显断档，而CPI在2019年5月已下行至1.8%，为降息提供了有利条件。然而8月的PMI仅降至49.7，美国经济疲软有限，所以美联储在2019年8月开启的降息被市场认为是预防式降息，也是特朗普同美联储政策角力下的降息，首次降息幅度为25BP。
- 但在2020年3月美国国内新冠疫情大爆发、确诊病例及死亡病例激增，生产、生活陷入冰点。美联储于3月内连续两次降息，分别降息50BP、100BP，将目标利率维持至0%-0.25%。美国经济于2020年2月至4月进入NBER认定的衰退期。

美国国内新冠疫情3月爆发，确诊及死亡激增



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：人

疫情爆发下GDP同比“跳水”，美股连日惨跌刷新记录



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%



目录

1

加息进入尾声与开启降息的条件

2

美联储如何行动？——基于规则分析

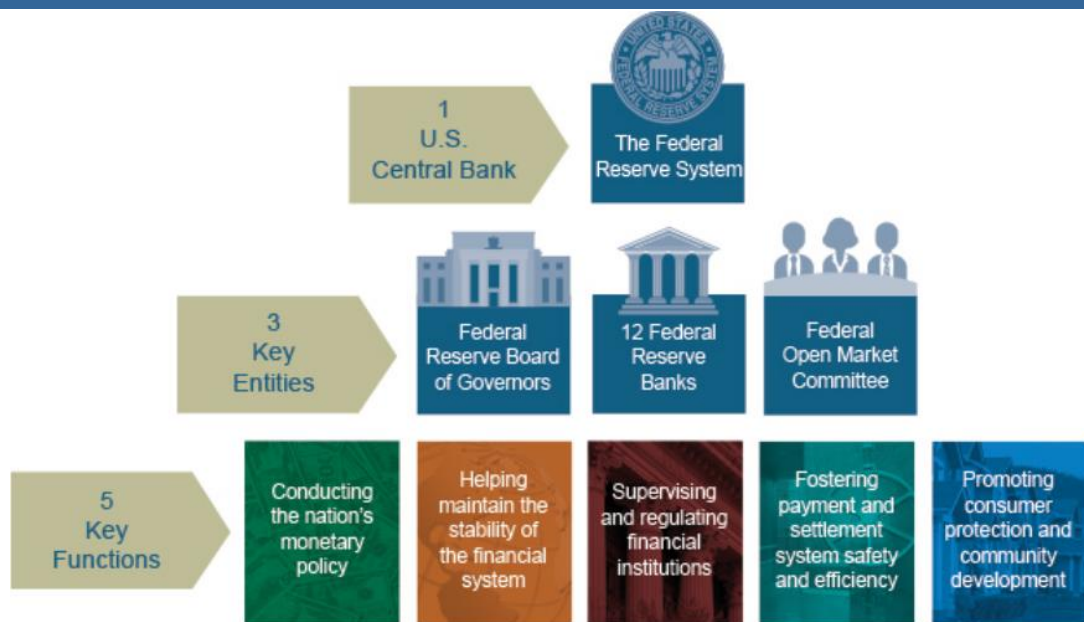
3

不同路径下的配置建议

2.1 美联储政策目标：兼顾就业与价格，为经济提供适度长期利率

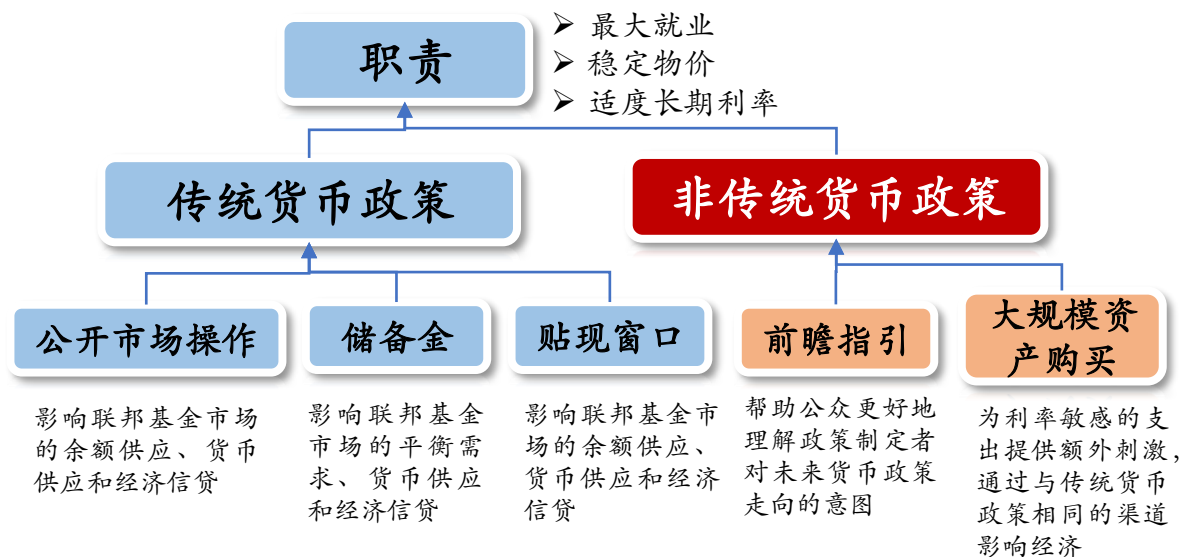
- 美国央行构成具备三大实体。联邦储备法案的制定者打消了单一中央银行的概念而规定具有三个显著特征的中央银行“系统”，联邦储备系统有三个主要实体：**美联储委员会、联邦储备银行和联邦公开市场委员会(FOMC)**。委员会是联邦政府的一个机构，向国会报告并直接向国会负责，监督12家储备银行。
- 美联储货币政策目标兼顾就业与价格。1913年，美国国会成立联邦储备委员会，旨在为美国提供一个更安全、更灵活、更稳定的货币和金融体系。美国《联邦储备法》给美联储货币政策规定的三个目标是：最大化的就业，稳定物价以及适度的长期利率。但市场对于美联储的货币政策目标通常被认定为双重任务，即一个就业良好、价格稳定的经济自然为适度的长期利率创造了条件。

美国中央银行层级



资料来源：FED官网，华安证券研究所整理。

联邦储备委员会法定职责

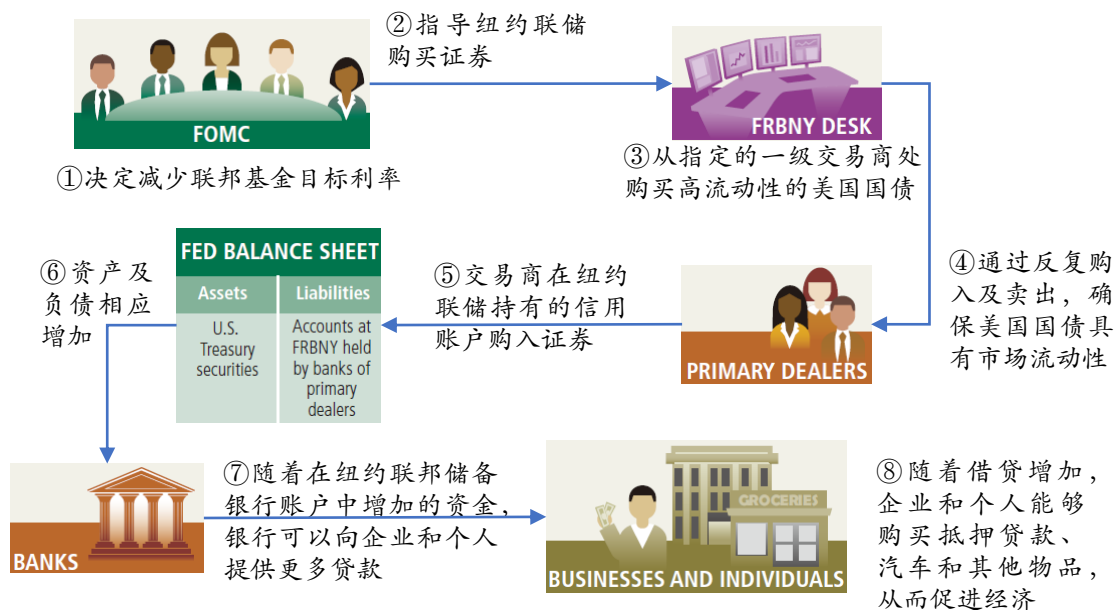


资料来源：FED官网，华安证券研究所整理。

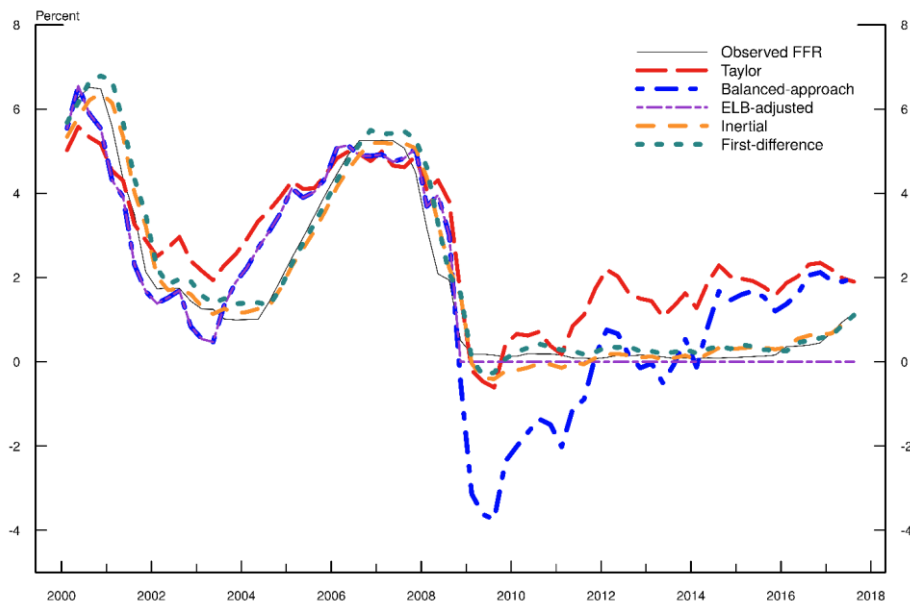
2.1 美联储政策规则持续演进，完善理论目标利率规则以适应经济

- ▶ 美联储通过管理短期利率水平并影响经济中的可用信贷和成本来指导国家货币政策。货币政策直接影响利率，继而间接影响股票价格、资产和汇率。2012年1月《关于长期目标和货币政策战略的声明》发布FOMC确立通胀的长期目标：个人消费支出价格指数的年增长率为2%，从长期来看可以促进最大就业和价格稳定。联邦公开市场委员会在每年1月的会议上重申其目标声明。
- ▶ 美联储持续完善目标利率理论规则以适应经济状态：①“大萧条时期”为防止资本外逃和维持金本位制，美联储选择提高利率而非充当最后贷款人职能，指使挤兑后许多银行相继倒闭；②二战期间，美联储压低长期利率来帮助美国财政部为战争筹资；③20世纪50年代至60年代初期，美联储主要关心的是维持宏观经济稳定，仅在过热时调控通胀；④60年代中期开始，美联储开始采取宽松的货币政策；⑤80年代以后，美联储大幅提高利率解决通胀；⑥2008年金融危机爆发后，利率降至最低时效果仍然不大、陷入流动性陷阱。继而美联储采取非常规货币政策和金融创新措施向市场大量注入流动性，扮演最后贷款人角色。

美联储如何进行公开市场操作



美联储政策制定者参考，但不机械地遵循政策规则



资料来源：FED官网，华安证券研究所整理。

资料来源：FED官网，华安证券研究所整理。单位：%

2.2 如何预判美联储加息终点与降息时点？——站在美联储决策框架视角

➤ 美联储利率决策框架重心逐步从通胀转向就业。自约翰·泰勒于1993年提出了泰勒规则，以公式描述通胀水平、产出水平和联邦基金利率之间的关系，之后美联储对泰勒规则进行反复修正，但仍然以公式表明作为美联储利率决策框架基础。从2008年以来，美联储基于泰勒规则不断调整其决策框架，可以明显的发现，美联储货币政策中通胀与就业目标的权重发生了显著变化：从泰勒规则中的就业与通胀等权重，逐步转向现行克拉里达规则下更加重视就业。

利率决策框架演变：重心由通胀逐步转向就业

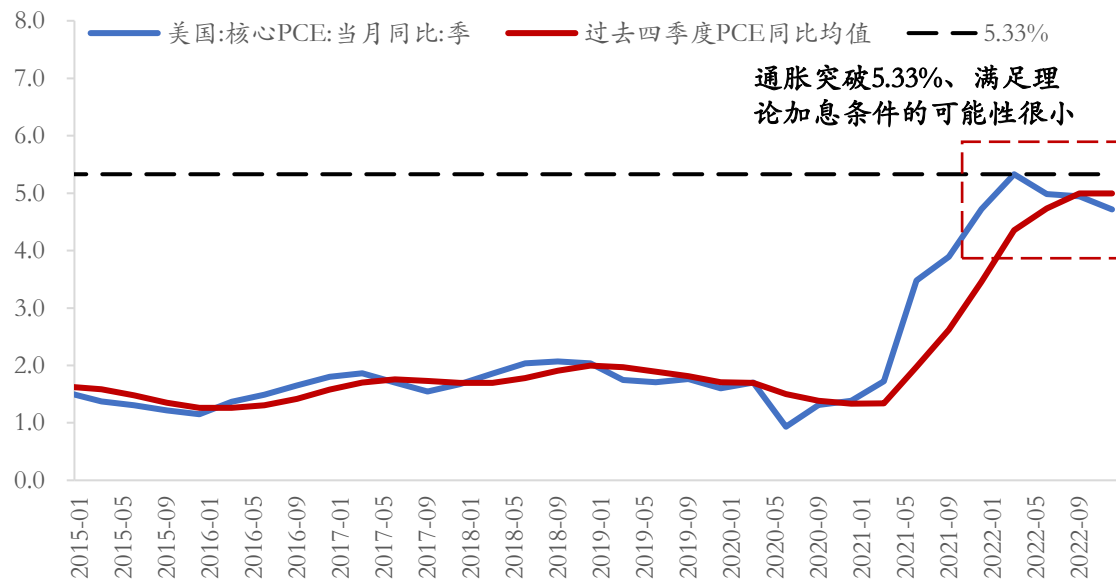
<p>泰勒规则 1993-2008/11</p>	$r = r^* + \pi + \beta_1(y - y^*) + \beta_2(\pi - \pi^*)$ $r = 2\% + \pi + 0.5 * (y - y^*) + 0.5 * (\pi - 2\%)$	<p>美联储由调控货币供应量转为调整实际利率。泰勒规则通过在通货膨胀与增长目标之间均衡分配权重。</p>
<p>修订版泰勒规则 2008/12-2012/11</p>	$r = r^* + \pi + \beta_1(y - y^*) + \beta_2(\pi - \pi^*)$ $r = 2\% + \pi + 1.0 * (y - y^*) + 0.5 * (\pi - 2\%)$	<p>次贷危机后，美联储倾向最大化就业目标。修订版泰勒规则明确倾向于产出和就业：产出缺口系数从0.5提高至1.0。</p>
<p>埃文斯规则 2012/12-2015/11</p>	<p>奥肯定律</p> $r = r^* + \pi + \beta_1(u - u^*) + \beta_2(\pi - \pi^*)$ $r = 2\% + \pi_e + 2.0 * (u - 5.5\%) + 0.5 * (\pi_e - 2\%)$	<p>2012年12月FOMC会议确立通过失业率及通货膨胀率变化来代替具体时间，经济增长率指标改为失业率。</p>
<p>耶伦规则 2015/12-2018</p>	$r = r^* + \pi + \beta_1(u - u^*) + \beta_2(\pi - \pi^*)$ $r = r^* + \pi - 2.0 * (u - u^*) + 0.5 * (\pi - 2\%)$	<p>耶伦通过改变目标利率进一步最小化失业率和通胀率，自然利率和自然失业率使用预测值而非定值。</p>
<p>布拉德规则 2018-2020</p>	$r = \rho r_{t-1} + (1 - \rho)[r^* + \pi^* + \beta_1(u - u^*) + \beta_2(\pi - \pi^*)]$ $r = 0.85 * r_{t-1} + (1 - 0.85) * [r^* + 2\% - 0.1 * (u - u^*) + 1.5 * (\pi - \pi^*)]$	<p>考虑到利率政策的连续性，增加了利率的滞后项，系数设为0.85</p>
<p>克拉里达规则 2020/11-至今</p>	<p>不满足加息条件： $r_t = \rho r_{t-1} + (1 - \rho)[r^* + \pi^* + \beta_1(u - u^*) + \beta_2(\pi_{t-1} - \pi^*)]$ $r = 0.9 * r_{t-1} + (1 - 0.9) * [0.5\% + 2\% - 0.1 * (u - u^*) + 1.5 * (\pi_{t-1} - 2\%)]$ </p> <p>满足加息条件： $r_t = \rho r_{t-1} + (1 - \rho)[r^* + \pi^* + \beta_2(\pi_{t-1} - \pi^*)]$ $r = 0.9 * r_{t-1} + (1 - 0.9) * [0.5\% + 2\% + 1.5 * (\pi_{t-1} - 2\%)]$ </p>	<p>分段函数，增加对短期通胀容忍度，寻求一段时间内实现2%的平均通胀目标</p>

注：满足加息条件是指失业率低于自然失业率且通胀超过2%，其余情形为不满足加息条件。

2.2 克拉里达规则下，何时加息破5%：通胀需高于5.33%

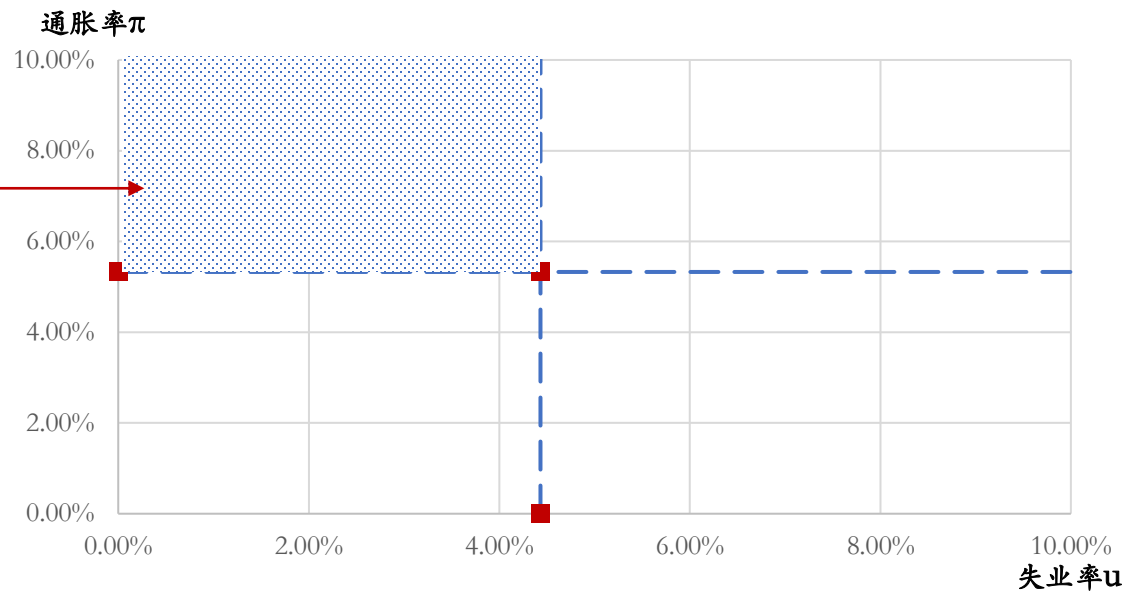
- ▶ 克拉里达规则下，理论加息需要失业率小于4.43%、通胀达到5.33%以上。近期美国就业数据超预期强劲，市场对美联储加息顶点的博弈再起。若3月加息至4.75%-5.00%后，根据克拉里达规则满足加息条件的测算，理论利率较前一期涨幅达到25BP及以上（即满足理论加息条件）的条件是需要失业率小于自然失业率4.43%（美国国会预算办公室2023年自然失业率理论值），通胀（过去四季度核心PCE平均值）高于5.33%。
- ▶ 当前美国经济数据能够满足理论加息条件的概率较小。2015年以来核心PCE季度均值未曾达到过5.33%以上，而当前美国通胀数据已逐步回落，未来满足“通胀率高于5.33%”的理论加息条件的概率较小。

2015年以来过去四季度核心PCE平均值未超过5.33%



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

理论指引利率显示美联储需加息条件（蓝色阴影区）



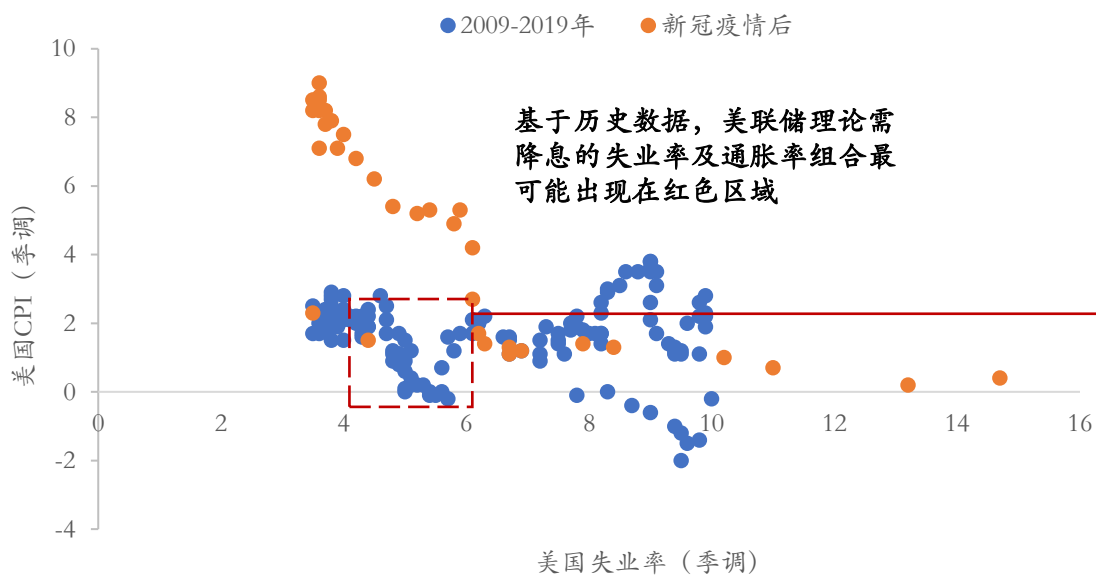
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。注：以上基于5%政策利率上限测算。

2.2 克拉里达规则下，降息契机有望出现在失业率突破4.43%后

➤ 克拉里达规则下，降息契机有望出现在失业率突破4.43%后。假定本轮美联储加息顶点为5%，通过对克拉里达规则的分段函数测算后，理论利率较前一期降幅达到25BP（即满足理论降息条件）的条件是：**通胀率（过去四季度核心PCE平均值）和失业率满足 $\pi_{t-1} < \frac{1}{15}\mu + 1.705\%$** 。结合2008年全球经济危机以来的美国菲利普斯曲线，我们认为概率比较大的两个情形是：

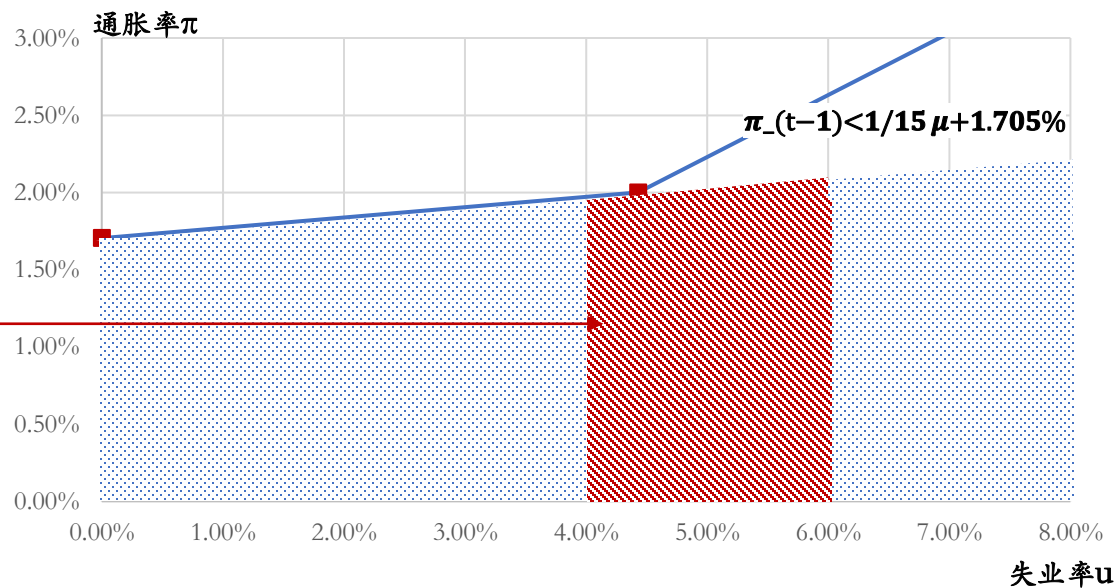
- ① 通胀回落至2%以下；
- ② 通胀略高于2%（不超过2.2%），但失业率上升至5%，即超过美国国会预算办公室自然失业率理论值4.43%。

2023年1月通胀已开始回落，但失业率暂未明显降低



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

理论指引利率显示美联储需降息条件（蓝色阴影区）

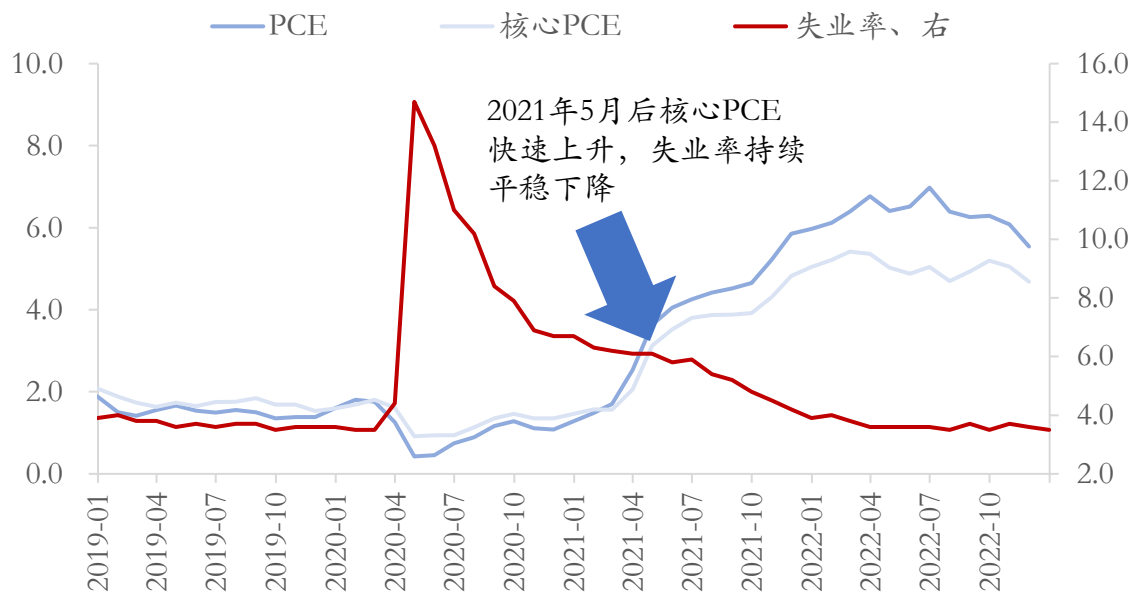


资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。注：以上基于5%政策利率上限测算。

2.2 美联储不会完全按照克拉里达规则指引进行决策

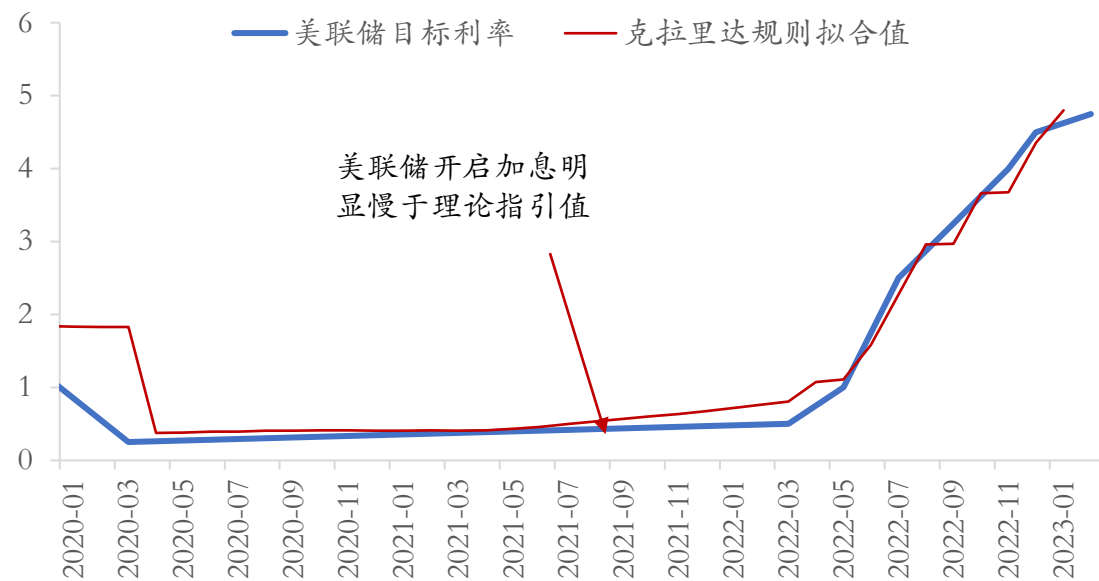
- ①加息终点为5%（利率上限）概率最大。基于2月份加息后的宏观经济测算，3月份理论目标利率为4.97%，因此美联储大概率会加息至5%。但2022年下半年以来，美联储激进加息下实际政策利率反超理论利率，这表明美联储有意保持较高利率遏制通胀，即使通胀不满足理论目标利率再度上调的条件，仍不能排除美联储加息高于5%的可能性。
- ②美联储降息可能慢于克拉里达规则的指引时间。本轮加息中美联储启动加息慢于克拉里达规则指引下的理论利率。2021年5月后克拉里达规则指引下的理论利率快速抬升，但美联储于2022年3月才正式启动加息。这意味着，本轮美联储降息也很有可能慢于理论目标利率指引。

2021年5月后核心PCE快速上升，11月后实际失业率低于自然失业率



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

2021年5月后美联储应加息但未加息，2022年下半年后理论利率值均低于美联储实际目标利率



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%



2.3 市场预期：预计美联储将于2023年末至2024年初开启降息周期

- ▶ 预计美联储最快将于2023年末开启降息周期。①2022年12月议息会议上美联储预计2023年年底美国失业率为4.6%，这将高于CBO美国国会预算办公室设定的自然失业率4.34%，表明美联储也充分预计到失业率反弹。②市场预期美联储最快于2023年12月开启降息周期。截至2023年2月6日，美联储利率市场观测工具显示2023年5月加息至5.00%-5.25%为本轮顶点，而在2023年12月将开启降息周期。③1986年以来的五轮降息周期显示：从利率顶点至首次开启降息的平均时间间隔为215天。若2023年3-5月为本轮加息周期顶点，则最早于2023年底开启降息。
- ▶ 从市场预期来看，情景①&②基本在市场预期之内。

美联储市场观测工具显示市场预期开启降息由11月后移至12月

	12月13日	11月1日	9月20日	7月26日	6月14日	5月3日	3月22日	2月1日
3.50%-3.75%	0.20%	-	-	-	-	-	-	-
3.75%-4.00%	2.60%	0.20%	-	-	-	-	-	-
4.00%-4.25%	12.90%	3.30%	0.60%	-	-	-	-	-
4.25%-4.50%	29.80%	15.70%	7.50%	1.90%	-	-	-	0.10%
4.50%-4.75%	33.60%	33.90%	28.70%	18.90%	7.80%	8.30%	14.50%	99.90%
4.75%-5.00%	17.30%	33.50%	42.10%	48.70%	52.40%	55.40%	85.50%	-
5.00%-5.25%	3.40%	12.60%	19.80%	28.70%	37.40%	-	-	-
5.25%-5.50%	0.20%	0.70%	1.20%	1.80%	2.30%	-	-	-

1月底市场预期加息至顶为4.75%-5.00%、11月开启降息，但强劲的就业数据使得当前加息顶点变为5.00%-5.25%、12月开启降息

	12月13日	11月1日	9月20日	7月26日	6月14日	5月3日	3月22日
4.00%-4.25%	0.20%	-	-	-	-	-	-
4.25%-4.50%	3.20%	0.30%	-	-	-	-	-
4.50%-4.75%	15.60%	4.70%	1.30%	-	-	-	-
4.75%-5.00%	33.60%	21.60%	13.90%	10.00%	11.10%	22.60%	90.80%
5.00%-5.25%	32.20%	40.20%	41.90%	42.60%	46.10%	70.50%	9.20%
5.25%-5.50%	13.20%	27.80%	35.70%	40.00%	39.30%	6.90%	-
5.50%-5.75%	2.00%	5.10%	6.90%	7.10%	3.50%	-	-
5.75%-6.00%	0.10%	0.30%	0.40%	0.40%	-	-	-

1月30日FedWatch观测值

2月13日FedWatch观测值

前5轮利率顶点至首次开启降息平均间隔为215天

	利率顶点时间	首次降息时间	利率顶点至首次降息时间间隔(天)
①	1989年5月17日	1989年6月6日	20
②	1995年2月1日	1995年7月6日	155
③	2000年5月16日	2001年1月3日	232
④	2006年6月29日	2007年9月18日	446
⑤	2018年12月20日	2019年8月1日	224

资料来源：Wind，华安证券研究所。



目录

1 加息进入尾声与开启降息的条件

2 美联储如何行动？——基于规则分析

3 不同路径下的配置建议



3.1 加息尾声A股外围风险减弱，风格中金融、消费值得配置

- 加息尾声A股外围风险减弱，金融、消费值得配置。根据我们在专题报告《本轮美联储加息即将到顶，大类资产如何配置？》（2022-11-25）复盘，9轮加息到顶期中有A股数据的三段：2000年2月-5月（⑦）、2005年9月-2006年6月（⑧）、2018年3月-12月（⑨），除⑨因中美贸易摩擦争端导致熊市，⑦&⑧中上证指数、深证指数表现较好，风格上金融风格始终表现上涨、四种风格排序中消费风格始终处于前二。因此，金融、消费值得配置。

加息尾声期A股表现向上，金融、消费值得配置

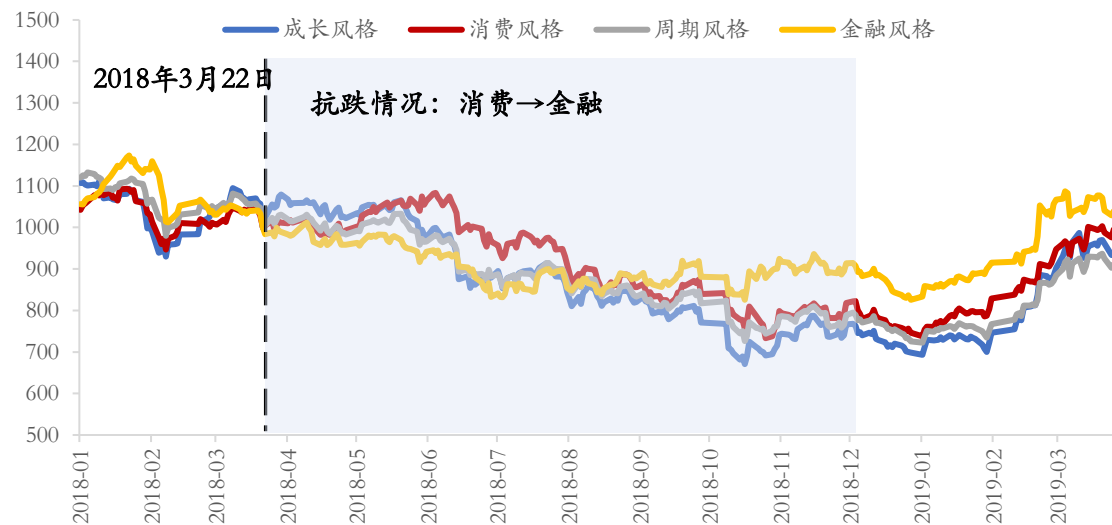
加息尾声期	上证指数			深证指数			创业板指			成长风格		消费风格		周期风格		金融风格	
	⑦	⑧	⑨	⑦	⑧	⑨	⑦	⑧	⑨	⑧	⑨	⑧	⑨	⑧	⑨	⑧	⑨
	12.3%	37.9%	-22.3%	183.1%	42.4%	-31.7%	-	-	-29.7%	34.5%	-32.2%	44.0%	-25.8%	29.7%	-27.9%	31.8%	58.5%
										排名	排名	排名	排名	排名	排名	排名	排名
										2	4	1	2	4	3	1	3
										排序前2的次数	排序前2的次数	排序前2的次数	排序前2的次数	排序前2的次数	排序前2的次数	排序前2的次数	排序前2的次数
										1/2	1/2	2/2	2/2	0/2	0/2	1/2	1/2
										平均涨幅	平均涨幅	平均涨幅	平均涨幅	平均涨幅	平均涨幅	平均涨幅	平均涨幅
										1.2%	1.2%	9.1%	9.1%	0.9%	0.9%	45.1%	45.1%

⑧2006年6月29日最后一次加息



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。注：2005年9月20日为标准1000。

⑨2018年12月20日最后一次加息



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。注：2018年3月22日为标准1000。



3.1 加息尾声道琼斯始终占优，10美债利率下行→美元偏强； 利率上行→原油&铜

➤ 从各类资产表现来看，9轮加息尾声中COMEX铜、美元指数以及道琼斯工业指数上涨次数超过总体半数。主要来源于市场对于美联储暂停加息甚至转向降息的预期升温，经济增速回落将至尾声、增长回暖的预期强化，处于这种预期假设下美股的价值股表现将好于成长股；其次铜作为经济回暖的先行风向标，当经济增长好转时铜价上扬，因而COMEX铜表现好于铜现货价，也是反应经济回暖预期早于实际；加息到顶期美国经济相对于欧元区等其他经济体的状况更强，因而在加息到顶期的后半段，美元指数仍然较为强势，值得配置。若以美债利率涨跌作进一步划分，道琼斯工业指数占优贯穿始终，利率下行时美元偏强，利率上行时配置原油、铜的期现货。

当10Y美债下行时，道琼斯工业指数、美元指数值得配置；10Y美债上行时，道琼斯工业指数、原油及铜的现货、期货价均值得配置

时间	加息顶点时间	10Y美债上行 (BP)	道琼斯工业平均指数	纳斯达克指数	布伦特原油	原油现货价	COMEX铜	铜现货价	COMEX黄金	美元指数
1988-12-15	1989-05-17	-24.66	13.5%	16.0%	23.0%	23.0%	-19.7%	-21.7%	-10.9%	9.8%
2000-02-02	2000-05-16	-7.90	0.4%	-20.0%	-1.7%	-0.1%	0.5%	-0.8%	-8.2%	6.1%
2018-03-22	2018-12-20	-0.97	-3.2%	-6.8%	-22.0%	-15.9%	-11.4%	-10.6%	-5.5%	7.8%
上涨次数/总次数		-	2/3	1/3	1/3	1/3	1/3	0/3	0/3	3/3
平均涨跌幅		-11.18	3.58%	-3.59%	-0.21%	2.33%	-10.18%	-11.07%	-8.19%	7.87%
时间	加息顶点时间	10Y美债上行 (BP)	道琼斯工业平均指数	纳斯达克指数	布伦特原油	原油现货价	COMEX铜	铜现货价	COMEX黄金	美元指数
1973-05-18	1974-04-25	66.51	-8.1%	-15.8%	-	351.1%	-	95.3%	-	-0.2%
1979-10-08	1980-02-15	211.56	4.5%	15.0%	-	0.0%	-	40.6%	71.0%	-1.5%
1980-11-07	1981-05-08	141.48	0.9%	7.9%	-	-14.9%	-	-13.3%	-22.8%	16.0%
1984-03-29	1984-08-09	39.70	4.4%	-0.4%	-4.5%	-4.6%	-	-10.9%	-11.9%	9.5%
1994-08-16	1995-02-01	23.34	4.1%	6.1%	0.9%	2.5%	22.3%	19.6%	-0.9%	-2.3%
2005-09-20	2006-06-29	90.73	4.4%	-0.3%	8.3%	10.7%	93.7%	86.6%	30.2%	-2.5%
上涨次数/总次数		-	5/6	3/6	2/3	3/6	2/2	4/6	2/5	3/3
平均涨跌幅		95.55	1.70%	2.10%	1.54%	57.45%	57.99%	36.30%	13.13%	3.16%

资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%、BP。注：参考《本轮美联储加息即将到顶，大类资产如何配置？》专题报告结论



3.2 降息后A股向上，风格中成长胜率更高、消费后来追上

➤ 首次降息后A股较大概率上涨，风格中成长胜率高、消费后来居上

➤ 降息周期中首次降息开启前后国内A股表现：

- ① 上证指数与深证指数均在降息后涨幅提升，其中在降息后一个月内表现最佳，值得配置；
- ② 风格中成长胜率高，消费在降息后三个月内涨幅后来居上。值得注意的是周期风格明显变弱，或因全球市场预期衰退，从而带动全球定价的周期品表现走弱。

具体时间

	开始时间	结束时间
首次降息前一个月	① 1989年5月5日	1989年6月6日
	② 1995年6月6日	1995年7月6日
	③ 2000年12月4日	2001年1月3日
	④ 2007年8月17日	2007年9月18日
	⑤ 2019年7月2日	2019年8月1日
首次降息后一个月	① 1989年6月6日	1989年7月6日
	② 1995年7月6日	1995年8月7日
	③ 2001年1月3日	2001年2月5日
	④ 2007年9月18日	2007年10月18日
	⑤ 2019年8月1日	2019年9月2日
首次降息后三个月	① 1989年6月6日	1989年9月4日
	② 1995年7月6日	1995年10月4日
	③ 2001年1月3日	2001年4月3日
	④ 2007年9月18日	2007年12月17日
	⑤ 2019年8月1日	2019年11月1日

首次降息后A股较大概率上涨，风格中成长胜率高、消费后来居上

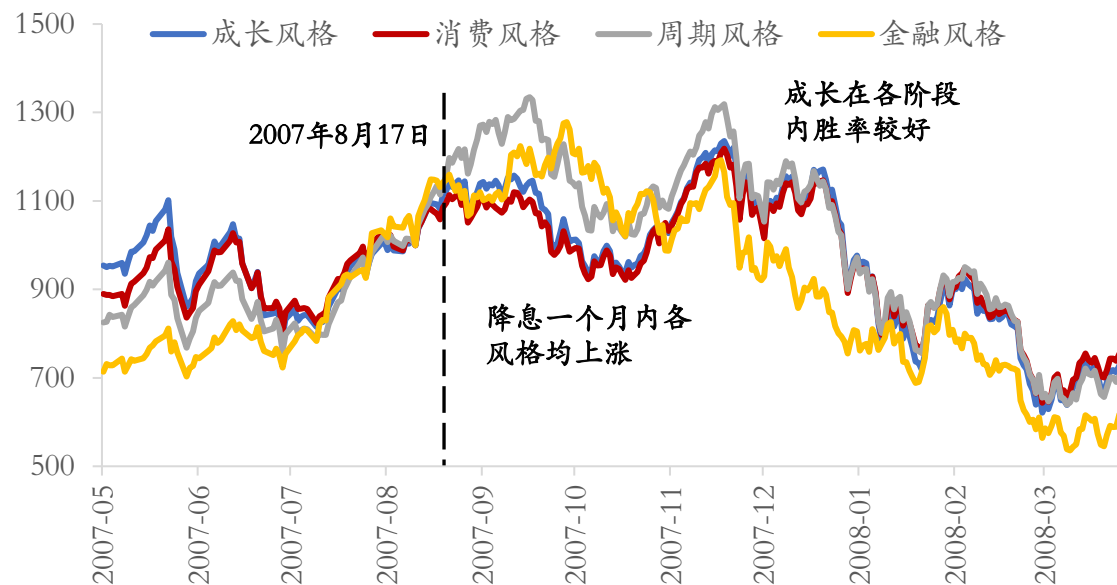
		上证指数 深证指数		成长风格 消费风格 周期风格 金融风格				
首次降息前一个月	②	-7.5%	-6.2%	④	14.3%	10.5%	27.2%	10.2%
	③	1.5%	-0.7%	排名	2	3	1	4
	④	16.5%	16.7%	⑤	-3.0%	-4.8%	-3.3%	-2.4%
	⑤	-4.4%	-2.9%	排名	2	4	3	1
	涨次数	2/4	1/4	排序前2的次数	2/2	0/2	1/2	1/2
平均	1.5%	1.7%	平均涨幅	5.7%	2.8%	11.9%	3.9%	
首次降息后一个月	②	12.6%	10.4%	④	-2.1%	-3.0%	0.7%	5.1%
	③	-5.5%	-3.9%	排名	3	4	2	1
	④	7.4%	2.0%	⑤	4.8%	6.4%	-0.1%	-2.6%
	⑤	0.5%	3.3%	排名	2	1	3	4
	涨次数	3/4	3/4	排序前2的次数	1/2	1/2	1/2	1/2
平均	3.8%	3.0%	平均涨幅	1.3%	1.7%	0.3%	1.3%	
首次降息后三个月	②	12.5%	11.7%	④	-9.4%	-5.0%	-14.6%	-10.3%
	③	0.0%	2.6%	排名	2	1	4	3
	④	-10.1%	-12.0%	⑤	4.6%	8.9%	-1.6%	1.8%
	⑤	1.7%	5.8%	排名	2	1	4	3
	涨次数	2/4	3/4	排序前2的次数	2/2	2/2	0/2	0/2
平均	1.0%	2.0%	平均涨幅	-2.4%	2.0%	-8.1%	-4.3%	

资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

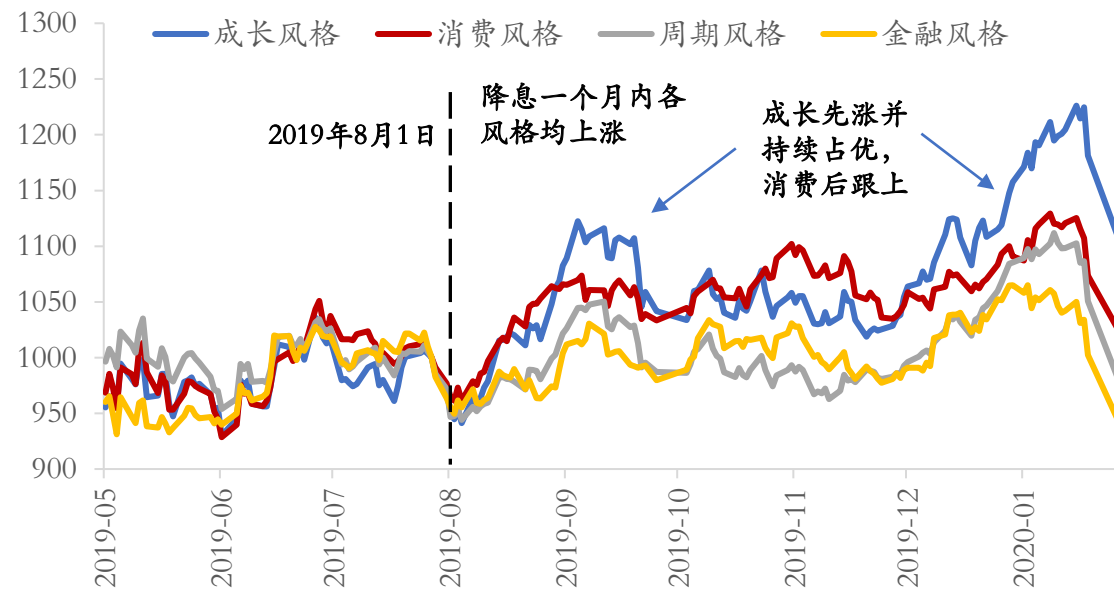
3.2 降息后把握月内窗口期，成长、消费值得配置，规避周期

- 一旦降息，重点把握降息月内的A股市场窗口期。美联储一旦降息，对我国A股市场将有两逻辑链条的支撑：1.降息→美元走弱→资金流向新兴市场；2.降息→美股走强→提振全球风险偏好。因而降息开启后A股预计向上。复盘②-⑤降息周期开启时上证及创业板指表现，我们认为着重关注降息之后的市场窗口期。
- 成长、消费值得配置。受限于风格数据，我们可参考的仅有2007年及2019年开启降息周期的风格表现。美联储这两次开启降息分别为应对危机、自然经济周期。风格上再2007年应对危机时，因美国衰退带动全球经济走弱，所以A股同样开启交易衰退预期；而在2019年开启降息时，更多遵循自然经济周期、用以实现经济“软着陆”，因而流动性增加后成长走强明显。而当前若美联储开启降息周期则主导逻辑是自然经济周期、而非应对危机，因而预期成长、消费走强概率更大。

④2007年降息应对次贷危机



⑤2019年降息实现经济“软着陆”



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%注：以2007年8月17日为标准化1000点。

资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%注：以2019年8月1日为标准化1000点。

3.2 大类资产配置上看，降息前后纳斯达克占优，降息后原油表现强势

降息前后纳斯达克胜率占优，降息后原油表现较好

▶ 降息前后纳斯达克胜率占优，美长债值得配置，降息后原油表现较好。

- ① 美股中纳斯达克胜率占优。总体美股三大指数在降息前一个月平均涨幅更高，或因市场提前将“降息”计入预期；
- ② 降息后原油平均涨幅明显提升；
- ③ 美长债总体可配置。美债在降息前及降息三个月内表现较好。而降息一个月内表现较弱，或因预期落地后交易波动增加；
- ④ 降息后初期黄金表现尚可；
- ⑤ 铜和美元指数在降息前后表现弱势。

		美股			原油	铜	黄金	美元指数	美债
		道琼斯工业平均指数	标普500	纳斯达克指数	布伦特原油	COMEX铜	COMEX黄金	美元指数	10Y美长债上行BP
首次降息前一个月	①	4.8%	5.4%	4.0%	-0.2%	-8.7%	-0.9%	2.1%	-58.18
	②	4.0%	3.4%	8.4%	-6.2%	0.6%	-0.4%	-0.4%	10.98
	③	3.7%	1.7%	0.0%	3.0%	-3.7%	-2.3%	-2.2%	-7.95
	④	5.0%	5.1%	5.9%	10.0%	2.6%	7.6%	-1.9%	-15.32
	⑤	-0.8%	-0.7%	0.0%	-4.6%	-4.2%	6.4%	0.7%	-43.27
	涨次数 平均	4/5 3.3%	4/5 3.0%	3/5 3.7%	2/5 0.4%	2/5 -2.7%	2/5 2.1%	2/5 -0.4%	4/5 -22.75
首次降息后一个月	①	-1.4%	-0.8%	-1.9%	-1.5%	-2.5%	1.8%	-3.8%	-25.88
	②	0.6%	1.1%	4.4%	3.2%	-0.2%	-0.8%	3.4%	21.03
	③	-0.7%	0.1%	1.7%	1.3%	-2.0%	-1.3%	1.6%	-6.20
	④	1.1%	1.3%	5.6%	7.6%	3.8%	5.7%	-2.0%	0.61
	⑤	0.0%	-0.5%	-2.5%	3.7%	0.9%	0.3%	0.6%	7.31
	涨次数 平均	2/5 -0.1%	3/5 0.3%	3/5 1.5%	4/5 2.9%	2/5 0.0%	3/5 1.1%	3/5 0.0%	2/5 -0.62
首次降息后三个月	①	9.9%	8.7%	5.2%	-2.0%	20.0%	-1.6%	-1.2%	-8.68
	②	1.6%	5.0%	5.2%	0.8%	-7.3%	-0.8%	2.7%	-23.32
	③	-13.3%	-17.9%	-36.1%	-5.6%	-8.9%	-1.6%	4.9%	-2.00
	④	-4.2%	-4.9%	-2.9%	15.2%	-12.6%	12.9%	-3.3%	-42.41
	⑤	2.9%	3.8%	3.4%	4.2%	3.2%	-2.1%	0.1%	18.57
	涨次数 平均	3/5 -0.6%	3/5 -1.0%	3/5 -5.0%	3/5 2.5%	2/5 -1.1%	1/5 1.4%	3/5 0.6%	4/5 -11.57

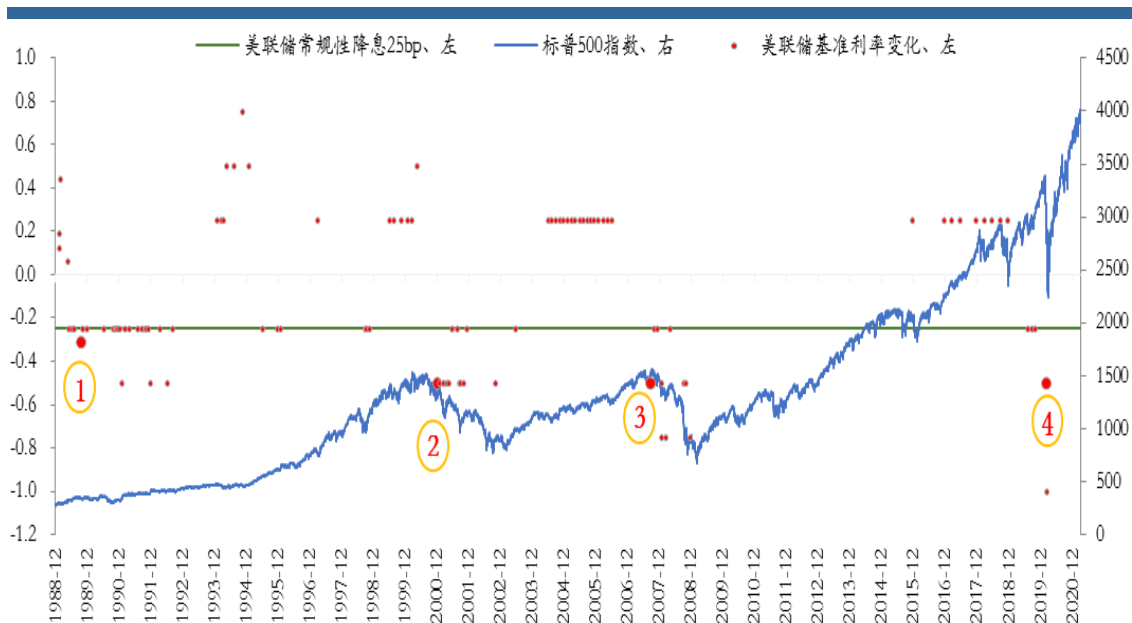
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%、BP



3.3 为何路径③需警惕美联储超常规降息?

- **降息周期内首次超常规降息将释放经济崩溃式下行的确认信号，同时也是美股即将或已经陷入新一波大幅调整的有效征兆。** 美联储在面临美国经济下行压力的时候可能出现两种行为：一是正常幅度的降息，二是超常规幅度的降息，提前于市场预期时点降息或加大降息力度、一次性降息25BP以上。超常规性降息在过去4轮美股熊市调整期间存有发生，并且一旦发生预示着美股即将与已经陷入新一轮的猛烈下跌中。
- 若风险情景③出现将成为A股风险点，预计演绎链条将为：**超常规降息出现→确认美国经济将持续滑坡→美股大幅调整→制约A股风险偏好。**
- 但近期市场对美国经济“软着陆”预期升温，预计风险情景③出现概率较小。

美股熊市期间，超常规降息后市场均出现新的大跌



资料来源：Wind，华安证券研究所。指数单位：点、%

首次超常规降息将开启美股新一轮下跌

熊市	起始时间	结束时间	降息周期首次超常规降息时间	降息幅度	与熊市起点时间关系
第一次	1989.10月	1990.10月	1989/10/19	31.25bp	基本一致
第二次	2000.9月	2002.10月	2001/01/03	50bp	滞后四个月 有意义21个月
第三次	2007.10月	2009.3月	2007/09/18	50bp	提前1个月
第四次	2020.2月	2020.3月	2020/03/03	50bp	滞后10天 有意义20天

资料来源：Wind，华安证券研究所



华安策略



感谢关注!

风险提示：对美联储政策框架理解存在偏差；美联储实际政策与其利率指引存在偏差；对美国经济走势预测存在偏差等。



重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持—未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%以上；

中性—未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持—未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%以上；

公司评级体系

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；

增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；

中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；

卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深300指数。