

美联储洞察系列（一） 再论美联储如何走

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

范城恺 投资咨询资格编号
S1060523010001
FANCHENGKAI146@pingan.com.cn



平安观点：

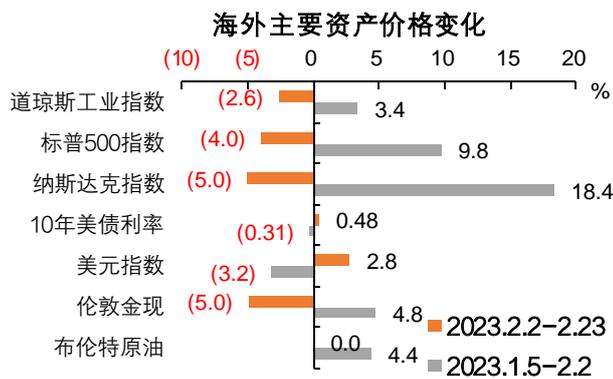
- **1、“紧缩恐慌”再袭。**2月2日以来，美股、美债和商品价格回调，美元指数反弹。据 CME 数据，利率期货市场对 2023 年终端利率的主流预期，由 2 月 2 日的 4.75% 升至 2 月 21 日的 5.25%，在不到一个月的时间里抬升了 1 个百分点。1 月经济数据的强劲，不得不令市场重新评估美国经济和通胀的韧性，以及美联储紧缩加码以“制造”衰退的可能性。
- **2、美联储 3 月会加息 50BP 吗？**截至 2 月 22 日，CME 利率期货市场押注 3 月加息 50BP 的概率为 24%。近期美联储梅斯特、布拉德两位官员提到加息重回 50BP 的可能性。但我们认为 **3 月加息 50BP 的概率不大**：首先，支持加息 50BP 的官员仍是少数，且梅斯特和布拉德没有 2023 年投票权。其次，在连续两次放缓加息后再加快加息，类似的行动缺乏历史先例，不利于美联储维护信誉。再次，美联储继续以 25BP 的幅度持续加息，维持高利率水平并观察经济表现，比恐慌式行动更明智。最后，相比单次加快加息，美联储引导市场相信加息更高、持续更久也可以起到紧缩效果。
- **3、美联储会上调 2% 的通胀目标吗？**关于上调通胀目标的讨论，本质上是一种“软着陆幻想”。2% 的通胀目标一直有争议。2020 年美联储引入“平均通胀目标”，已经弱化了 2% 目标的必要性。未来几年美国通胀水平可能系统性高于金融危机后的十年。如果美联储想要实现 2% 的目标，或意味着未来 1-2 年都不能降息，可能引发一场严重的衰退，这与当前“软着陆”的主流预期相悖。但我们认为，**美联储明确宣布上调通胀目标的可能性较小**：首先，上调通胀目标会严重削弱美联储紧缩的效果，还可能引发通胀预期脱锚风险。其次，美联储可以通过经济预测路径，一定程度上表达对未来 2-3 年通胀略高于 2% 的默许。我们强调，市场不应高估美联储追求“软着陆”的意愿。2023 年美联储的核心矛盾仍是控通胀（即使只是控制在 3% 附近），货币紧缩力度和经济下行压力不容小觑。
- **4、美联储和市场如何走？**我们对 3 月会议的基准预期是：**加息 25BP、并称仍将加息；重申 2% 的通胀目标**，以回应市场猜测。市场还将关注何时停止加息、以及何时可能降息。对远期加息路径的预期会影响即期金融市场表现。美联储可能持续引导市场相信加息更高、更远，以防止金融条件过快放松。展望 2023 上半年，在美国经济没有明显走弱、加息终点未能明确前，美联储和市场都会感受到较大压力：**美股**可能维持长时间震荡波动；**10 年美债**收益率波动中枢或上移至 3.7% 左右，但难超前高；**美元指数**波动中枢或上移至 105 左右，多空因素共存。
- **风险提示：**美国经济和通胀超预期，美联储政策超预期，国际地缘形势超预期等

我们在报告《2023 海外经济和市场九问》中初步探讨了美联储的决策逻辑。我们认为，相比“关注增长”，美联储更应该“制造”衰退以防止通胀反复风险。近期数据显示，美国经济韧性强于预期，“紧缩恐慌”重现，市场对美联储下一步的选择也出现更多猜测和分歧：“悲观者”担忧美联储重新单次加息 50BP，“乐观者”则猜测美联储或上调 2%通胀目标以避免紧缩过度。我们认为，上述担忧和猜测或难成为基准情形，但较确定的是美联储政策空间缩窄、通胀反复风险上升。年初以来的“金发女孩”行情或已告一段落，上半年市场波动风险可能持续较久。

1、市场上演“紧缩恐慌”

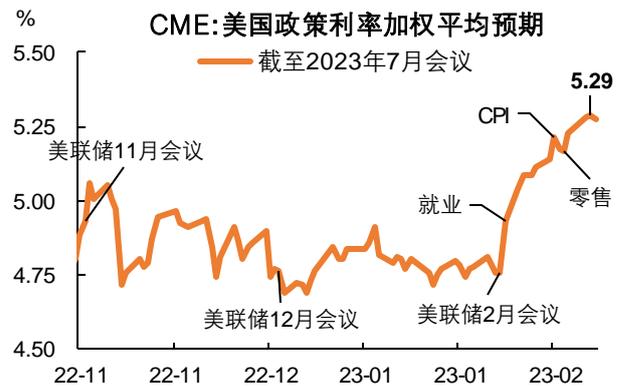
2023 年 2 月以来，海外市场上演“紧缩恐慌”：2 月 2 日至 23 日，美股纳指、标普 500 和道指分别累跌 5.0%、4.0%和 2.6%，10 年美债收益率反弹 48BP 至 3.88%，美元指数反弹 2.8%至 104.6，金价回落 5.0%至 1826 美元/盎司。2 月以前，因美国通胀数据连续 2 个月好于预期，市场对美联储加息的预期随之降温；但 2 月以来公布的美国 1 月就业、通胀、零售等数据都超预期强劲，市场通胀预期反弹，美联储加息预期持续上修。据 CME 数据，利率期货市场对 2023 年终端利率（以截至 7 月会议的政策利率为参考）的主流预期，由 2 月 2 日的 4.75%升至 2 月 23 日的 5.25%，在不到一个月的时间里就抬升了 1 个百分点。

图表1 2月以来美股、美债、商品受挫，美元走强



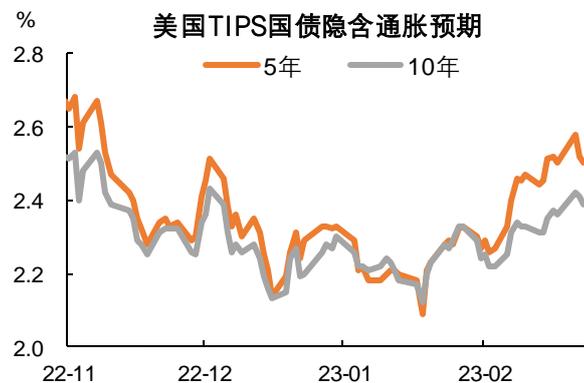
资料来源：Wind,平安证券研究所。注：美债利率为变动值，其余为涨跌幅

图表2 2月以来美联储加息预期持续上升



资料来源：CME FedWatch(2023.2.23),平安证券研究所

图表3 美国债券市场通胀预期反弹



资料来源：Wind,平安证券研究所

图表4 美国经济数据超预期强劲



资料来源：Wind,平安证券研究所

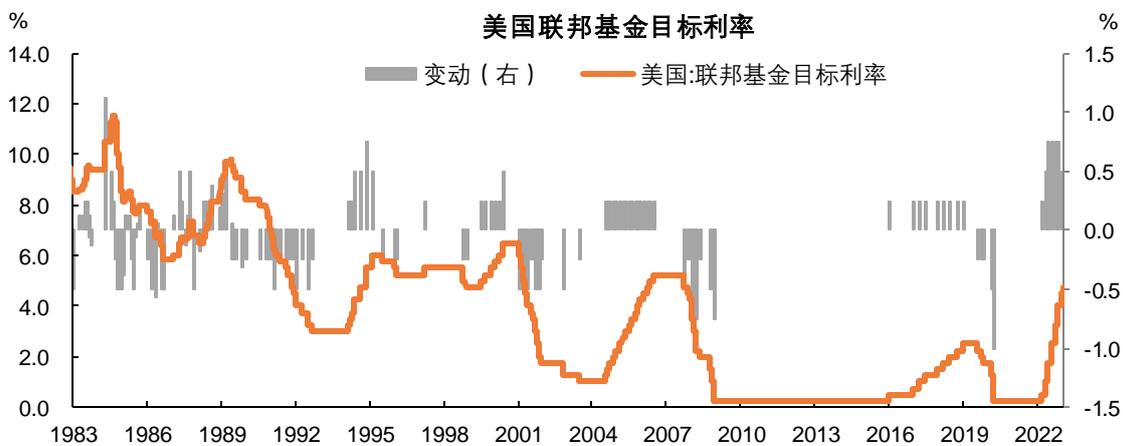
事实上，去年 12 月美联储议息会议后，利率期货市场对终端利率的预期略低于美联储的预测中值（5.1%），且年内降息预期也比较浓厚。其隐含的经济假设是一次“休克性衰退”，即经济和通胀能够较快回落，美联储政策主要目标从“遏制通胀”快速转向“关注增长”，继而下半年货币政策将转向，美国经济便能步入复苏。但 1 月经济数据的强劲，令市场不得不重新评估美国经济和通胀的韧性，以及美联储紧缩加码以“制造”衰退的可能性。

2、美联储 3 月会加息 50BP 吗？

“重回加息 50BP”的预期出现，加大市场恐慌情绪。截至 2 月 22 日，CME 利率期货市场押注 3 月加息 50BP 的概率为 24%。无风不起浪，近期确有部分美联储官员讲话提出加息回到 50BP 的可能：2 月 16 日，克利夫兰联储主席梅斯特以及圣路易斯联储主席布拉德均提到，曾于 2 月会议支持加息 50BP，且不排除 3 月会议支持加息 50BP 的可能。2 月 22 日公布的美联储 2 月会议纪要显示，“几乎所有成员”都支持放缓加息至 25BP，“少数”支持加息 50BP。

我们目前认为，3 月加息 50BP 的概率不大：首先，支持加息 50BP 的官员仍是少数，且梅斯特和布拉德没有 2023 年投票权。其次，在连续两次放缓加息后再加快加息，类似行动缺乏历史先例（1990 年以来没有出现过放缓加息后立即重新加息的情况），容易造成预期混乱，不利于美联储维护信誉。而且，目前市场对美联储“过分数据依赖”的批评也较多。再次，美联储继续以 25BP 的幅度持续加息或是更好的办法。正如 2 月会议纪要强调，美国通胀风险已变得更加平衡。美联储需要平衡双向风险，既包括紧缩不足的风险，也包括紧缩过度的风险。本轮美联储加息节奏很快，经济和通胀的反应存在滞后，维持高利率水平并观察经济表现，比“恐慌式”行动更明智。最后，“前瞻指引”仍可发挥作用。相比加快单次加息，美联储引导市场相信终端利率水平更高、维持时间更久（即降息节点更靠后），能更好地抬升中长端美债利率，也可以起到紧缩效果。

图表5 1990 年以来，美联储加息决策均较连贯，没有出现过放缓加息后立即重新加息的情况



资料来源: Wind, 平安证券研究所

3、美联储会上调 2% 的通胀目标吗？

近期有关上调美国通胀目标的讨论增多。2023 年 2 月 21 日，“新美联储通讯社”Nick Timiraos 援引克利夫兰联储研究报告，称 12 月预测中的失业率上升路径（2025 年升至 4.5%）对应的 PCE 通胀水平为 2.8%，而要实现 2.1% 的通胀水平需要更严重的衰退（失业率大幅上升）。关于上调通胀目标的预期，推升了长端美债收益率，10 年美债收益率一度逼近 4%，收于 3.95%、日内大涨 13BP。此外，2 月 23 日《华尔街日报》报道，美联储副主席人选之一 Janice Eberly 似乎对 3% 的通胀目标持开放态度，其曾于 2019 年发表论文指出，3% 的通胀目标可以使美国经济在金融危机后更快复苏。

关于上调通胀目标的讨论，本质上仍是一种“软着陆幻想”。首先，2% 的通胀目标虽沿用已久，但为何是 2%（而不是 3% 或 1%）一直有争议。2020 年美联储引入“平均通胀目标”，默许通胀水平阶段性偏离 2%，其实已经部分弱化了 2% 的目标。

其次，未来几年美国通胀水平可能系统性高于次贷危机后的十年。我们的基准预测显示，2023年下半年美国CPI通胀率可能持续高于3%，假设2-12月美国CPI环比平均达到0.2-0.3%，年末CPI通胀率也可能在3-4%左右。美联储12月经济预测也显示，2023年PCE和核心PCE同比仅分别回落至3.1%和3.5%，2024年也仅回落至2.5%、仍高于2%的目标水平。那么，如果美联储想要实现2%的目标，则意味着未来1-2年都不会降息，从而可能引发一场严重的衰退，这与当前美国经济“软着陆”的主流预期相悖。在此背景下，上调通胀目标可谓是一个权宜之计，可以同时缓解美联储和市场的压力，年内美联储降息以及美国经济“软着陆”的可能性都会上升，似乎是一个皆大欢喜的结局。

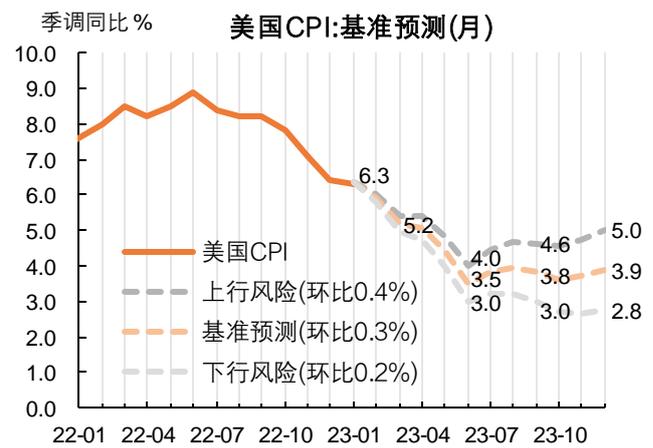
但我们认为，短期美联储明确宣布上调通胀目标的可能性较小：首先，当前通胀反复风险上升，上调通胀目标会严重削弱美联储紧缩效果，重创美联储的信誉，引发通胀预期脱锚的风险。其次，美联储可以通过经济预测路径，一定程度上表达对未来2-3年通胀略高于2%的默许，继而也可能缓解市场对“硬着陆”的恐慌情绪。这或意味着，即便通胀略高于2%，美联储仍可能选择降息至“中性利率”水平，以缓解高利率对经济增长和就业市场的压力。此外，美联储与其调整通胀目标前，不如先对“平均通胀目标”进行新的定义。此前有担忧认为，由于2021-2022年通胀严重超调，美联储会否希望未来几年美国通胀低于2%，使中期平均通胀水平刚好达到2%。美联储可能需要明确不会刻意追求通缩（低于2%的通胀），这也可以一定程度上缓解市场担忧。我们仍想强调，市场不应高估美联储追求“软着陆”的意愿。2023年美联储的核心矛盾仍是控通胀（即使只是控制在3%附近），货币紧缩力度和经济下行压力不容小觑。

图6 2022年12月美联储经济预测

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

资料来源：美联储,平安证券研究所

图7 今年下半年美国CPI通胀率或仍高于3%



资料来源：Wind,平安证券研究所

4、美联储和市场如何走？

展望未来一个月，在美联储3月议息会议前，仍有一份就业和通胀数据有待观察，但预计难以断崖式下滑。鉴于美国经济韧性仍强，我们对3月会议的基准预期是：美联储加息25BP、并继续称持续加息(ongoing)是合适的；重申2%的通胀目标，以回应市场对通胀目标上调的猜测；经济预测中或小幅上调2023年美国经济增长，但几乎不改变2023-24年通胀预测，表露遏制通胀决心的同时，暂不破坏“软着陆”预期；重申年内不降息，并对金融市场条件的放松表现得更加警惕。

当然，市场还将持续关注未来一年的加息路径，具体关注何时停止加息（终端利率）、以及何时可能降息（终端利率的持续时间）。无论是市场还是美联储，都无法对未来的美国经济表现做出准确预判，但对远期加息路径的预期会影响即期金融市场表现（如美股估值、长端美债利率等），继而对当前的经济产生影响。从这个角度看，美联储可能持续引导市场相信加息更高、更远，以防止金融条件过快放松。这也是为什么，我们认为在美国经济没有明显走弱、加息终点未能明确前，美联储和市场都会感受到较大压力。

预计上半年美股可能维持长时间震荡波动。在2月2日发布的报告《“山雨欲止”——美联储2月议息会议解读》中，我们已经提示美国“金发女孩”行情难以持续，存在两类偏离：衰退超预期（降盈利），或紧缩超预期（杀估值+降盈利）。目前市场正在上演第二种偏离。相较“衰退恐慌”，“紧缩恐慌”对美股的短期杀伤力更大。美联储在2月议息会议纪要中就提示

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

了美股等资产估值仍面临压力。截至 2 月 23 日，基于 50 个交易日的标普 500 超买超卖指标显示，美股超买压力有所缓解，但与超卖区间仍有明显距离。目前，美国经济数据依然强劲，叠加美联储紧缩节奏放缓，美国经济陷入衰退和通胀实质降温的时点或有推迟（可能是下半年），上半年美股承压或持续较久。

上半年 10 年美债收益率波动中枢或上移至 3.7% 左右，但难超前高。由于美国经济和通胀韧性超预期，美联储停止加息的时点由市场此前预期的最早一季度后移至最晚三季度，降息预期也进一步推迟。此外，关于 3 月加息 50BP 和上调通胀目标的讨论，进一步帮助抬升了长端收益率。若美联储 3 月不加快加息、不上调通胀目标，在部分恐慌情绪缓解后，我们认为上半年 10 年美债收益率波动中枢或在 3.7% 左右，较我们此前预期的 3.5% 有所上移。然而，美国经济下行的大方向仍是较为确定的，美联储紧缩空间愈发收窄也是可预见的，据此预计 10 年美债收益率再破前高的 4.3% 难度较大。

上半年美元指数波动中枢或上移至 105 左右，多空因素共存。一方面，美元指数的下限是美联储紧缩的外溢性。未来一段时间，美债利率较高和美股波动加大，可能加剧非美资产的波动，从而激发美元资产的相对吸引力，预计美元指数在偏高水平运行，也就说“下限”不会太低。另一方面，美元指数的上限取决于避险需求和发达经济体央行政策共振。2022 年 9-11 月美元指数破 110 的时期，其驱动因素除美联储加息预期升温外，还包括欧洲能源危机风险升温和日本债汇波动加剧。当前，欧洲能源形势和日本货币政策形势都有所改善，避险需求对美元汇率的助推减弱。此外，美欧经济和通胀走势相对同步，这也意味着美联储紧缩加码时，欧央行或不甘落后，欧元汇率将获得一定支撑。这也意味着美元指数“上限”也不会太高。

图表8 2月以来美股离超卖仍有距离



资料来源: Wind, 平安证券研究所。注: 超买超卖指标=即期标普 500 指数与过去 50 日移动平均值偏离的标准差

图表9 10年美债利率和美元指数或难破前高



资料来源: Wind, 平安证券研究所

风险提示: 美国经济和通胀形势超预期，美联储政策超预期，国际地缘形势超预期等

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2023 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 16 层
邮编：100033