

2023年05月04日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

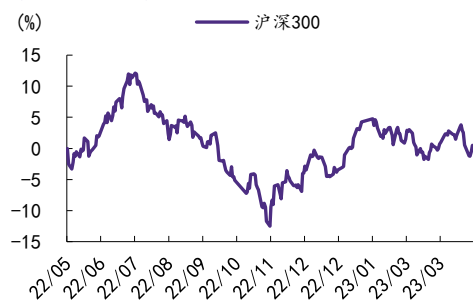
加息已止，降息尚早

—宏观专题报告

投资要点

分析师：杨芹芹 S1050523040001
yangqq@cfsc.com.cn

最近一年大盘走势



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 《三管齐下应对出口的近忧与远虑》2023-04-09
- 《2023 年中美汇率展望：收敛与再平衡》2023-02-14
- 《再错位，弱复苏，修复市》2023-01-30

加息已止

联储如期加息 25BP，并在前瞻中删除了对于未来加息的指引，本轮激进加息周期或已结束。

降息尚远

一方面，尚未触发降息条件：联储降息往往要在通胀和就业之间平衡，PCE 同比在 2.8%左右，失业率均值为 5.05%。而当前核心 PCE 超过 4.5%，失业率仅为 3.5%，抗通胀仍是主要任务。

另一方面，当前降息必要性较低：从风险来看，当前银行危机已经从 Bank Run 变成了 Shareholder Run，整体风险可控，并不足以倒逼降息；从经济来看，美国经济放缓更多是错位下行，消费好投资差，服务好商品差，周期性的经济缓降不至于助推联储快速降息。

软着陆的可能性降低

虽然鲍威尔再次重申弱着陆的可能性，但我们结合美国经济数据分析预测，认为浅衰退在所难免，预计在 2023 年二季度末三季度初兑现。

再度博弈，关注预期的修正和信号的反转

加息结束后市场降息预期再度抢跑，下半年美股和联储对于降息的博弈仍是主题，关注预期的修正和信号的反转。现在市场已开始预期 7 月降息，明显抢跑，大概率有修正的风险，由此导致的市场调整仍值得警惕。但后续随着衰退压力的进一步凸显，联储官员的口风转变或成为美股反转的信号，值得跟踪把握。

风险提示

货币政策转向超预期，地缘政治风险再起

正文目录

1、加息已止：联储加息 25BP，删除前瞻指引	3
2、银行风险不至于倒逼联储降息.....	3
3、经济错位缓降不足以助推降息.....	4
4、经济浅衰退的必然性.....	6
5、当前尚未触发降息条件.....	8
6、博弈与抢跑，关注预期的修正和信号的反转.....	9
7、风险提示.....	11

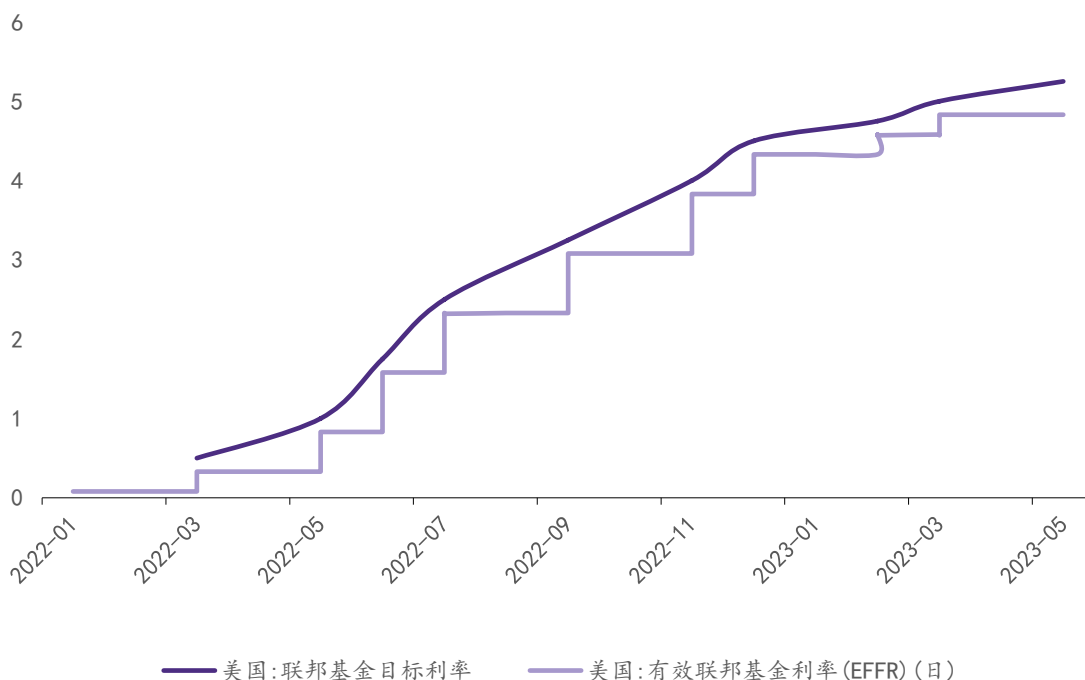
图表目录

图表 1：本轮联储加息已经加到了 5.25%.....	3
图表 2：本轮银行破产规模已经超过了 2008 年.....	4
图表 3：Indeed 数据显示当前劳动市场的紧张程度正在逐渐缓解.....	6
图表 4：仅有 1971 年和 2000 年时期出现了工资增速和通胀的背离.....	7
图表 5：但是失业率和时薪增速一直保持负相关.....	8
图表 6：当前距离触发降息条件仍有一定的距离.....	9
图表 7：市场进一步预期降息的发生.....	10

1、加息已止：联储加息 25BP，删除前瞻指引

2023 年 5 月 4 日凌晨，联储 FOMC 议息会议再度加息 25BP，但是在前瞻中删除了对于未来加息的相关描述，由“未来的巩固（加息）可能是必要的”改为一会一议，更多去看数据来决定。本轮联储超快速的加息或已经走到了尾声，但是降息还需等待。

图表 1：本轮联储加息已经加到了 5.25%



资料来源：Wind，华鑫证券研究

2、银行风险不至于倒逼联储降息

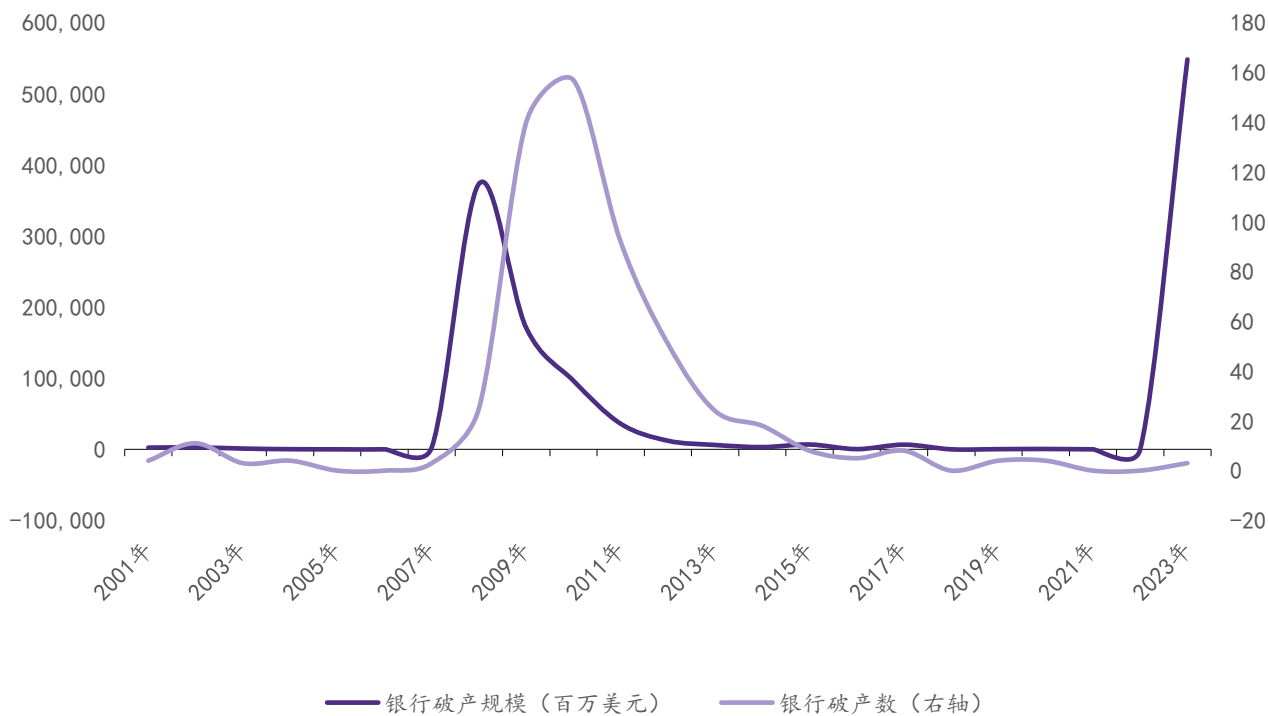
从风险的角度来说，SVB 所引发的银行风险仍在发酵，但更多的是在联储和 FDIC 的控制下进行有限的爆破，并不会以点带面形成系统性风险。五一假期期间，FRC 第一共和银行被 FDIC 接管，后和 JPM 达成收购协议，最终在美交易所进行了退市，至此，本轮美国银行危机已经有 3 家银行破产，总涉及资产规模达到了 5485 亿美元，虽然当前破产银行规模已经超过了 2008 年次贷危机时的高度，但是从总银行业市值来说仍保持了相对的稳定，远低于 2008 年时期 16% 的占比。

从具体的收购协议来看，JPM 将负责结果 FRC 总计约 900 亿美元的存款，承担 FRC 原有的来自 FHLBs 的 250 亿借款，但并不承担企业债和优先股。总结下来，JPM 预计累计收购 2291 亿美元（1730 亿贷款+300 亿证券），小摩继续坐稳全美第一大银行的座椅（可能会触及反垄断法，鲍威尔在 FOMC 会议中表示最大的银行收购 FRC 是“特例”），而 FRC 则成为全美历史上第二大的银行倒闭案。不一样的金融系统风险却是导致了同样的结果，2008 年

时期美国银行收购了美林，JPM 收购贝尔斯登，都是弱肉强食的局面，与当前十分相似。

从监管的角度来说，本轮监管的出手果断程度远超 2008 年，均是快速的接管并进行了破产处理。对于小银行来说，监管机构并没有“too big too fail”的顾虑，反而是进行了快刀斩乱麻的处理。FRC 在被银行接管前一季报的 CET1 的资本充足率十分稳健，保持在 9.32% 的位置，但是仍被做退市处理说明资本充足率不足以成为小银行的保命金牌，在利率上升时造成的安全资产的未实现损失或将是 FDIC 判断是否“放生”小银行的主要判断标准。根据 FDIC 数据，2022 年四季度美国银行业在投资证券上的未实现损失为 6204 亿美元，其中可快速出售的金融资产（AFS，主要是美国国债）约有 2795 亿美元未实现损失，封闭期信贷抵押支持证券（HTM，主要是 MBS）的未实现损失额达到约 3409 亿美元，因此往后来看，美国区域银行的风险仍会继续演绎，但是更多的是进行行业内的瘦身，并不会以点带面引起系统性风险，不足以推动联储提前降息。

图表 2：本轮银行破产规模已经超过了 2008 年



资料来源：FDIC，华鑫证券研究

3、经济错位缓降不足以助推降息

从近期的美国经济数据来看，经济的下行趋势相对确定，但是韧性犹存，当前更多的是出现错位下行（服务支撑而制造下行，投资回落但消费仍强），而不是同步回落的情况，因此经济更多的是缓落，而不是骤降，结合我们之前对于美国经济浅衰退的判断，经济在当前阶段的缓降可以给联储足够的时间来观察通胀是否切实被压低，而不是推动联储实现

快速降息。

消费和投资错位可以从经济数据中看出，美国一季度的经济数据下行超预期，市场预期 2%，实际只有 1.1%。从主要的分项来看，美国经济的下行超预期主要拖累因素是投资支出的减少。私人部门库存对一季度 GDP 增速的拖累 2.26%，美国企业主动去库仍未结束；住宅投资年化季环比下降 4.2%，拖累 GDP 0.17 个百分点。但是消费依然形成很强的支撑，美国 2023 年一季度个人消费支出环比增 3.7%，对 GDP 的贡献达 2.48 个百分点，其中商品消费环比增 6.5%，较前值的-0.1%有大幅上行，服务消费环比增 2.3%，同样较前值的 1.6%有所上行。

从 PMI、就业和通胀数据中可以看出，服务支撑而制造走弱。美国 ISM 制造业和非制造业 PMI 数据在 2022 年初便开始出现了走势的分化，制造业 PMI 不断走低，向下跌破了 50 的荣枯线，而非制造业 PMI 则是保持了相对的韧性，4 月 ISM 美国非制造业 PMI 录得 51.9%，略超 51.8%的市场预期和 51.2%的前值。

服务业的景气程度也可以从其就业中看出，伴随着制造业景气度的回落，商品生产部门的就业也在不断地走低，服务业就业成为了就业的主要增长支撑，2023 年一季度，美国私人商品生产部门新增就业 4.5 万人，而服务业就业则是达到了 83.8 万人，服务业的职位空缺数据也保持在了高位，3 月职位空缺数 959 万人，其中休闲酒店，专业服务和运输业依然是主要的贡献项，分别新增了 100.8、114.1 和 122.4 万人的职位。

美国当前通胀同样出现了名义 CPI 走低，但是核心 CPI 强劲的态势，美国名义 CPI 从 2023 年 1 月的 6.4%回落至 3 月的 5%，但是核心通胀则是一直维持在了 5.6%的高位，PCE 数据同样显示出了相应的趋势：美国 3 月核心 PCE 同比上涨 4.6%，较前值下降 0.1 个百分点，但高于预期值的 4.5%。核心通胀的超韧性主要是服务消费的支撑以及房价的支撑，往后来看，房价将在数据延迟的推动下开始出现下行，而服务消费的支撑将是后续通胀是否能回落至 3%以下的重要观察对象。

当前来说我们依然推荐观察 Indeed 就业数据指标作为美国职位空缺数据的高频平替，本轮美国劳动市场缓解更大程度的应该是从市场的需求端也就是雇佣端开始出现缓解，Indeed 数据就能很好的以高频视角看到企业需求的变化，当前 indeed 更多的是持续的下行，并未出现骤降的情况，美国劳动力市场的紧张局面持续缓解。

图表 3: Indeed 数据显示当前劳动市场的紧张程度正在逐渐缓解



资料来源: Fred, 华鑫证券研究

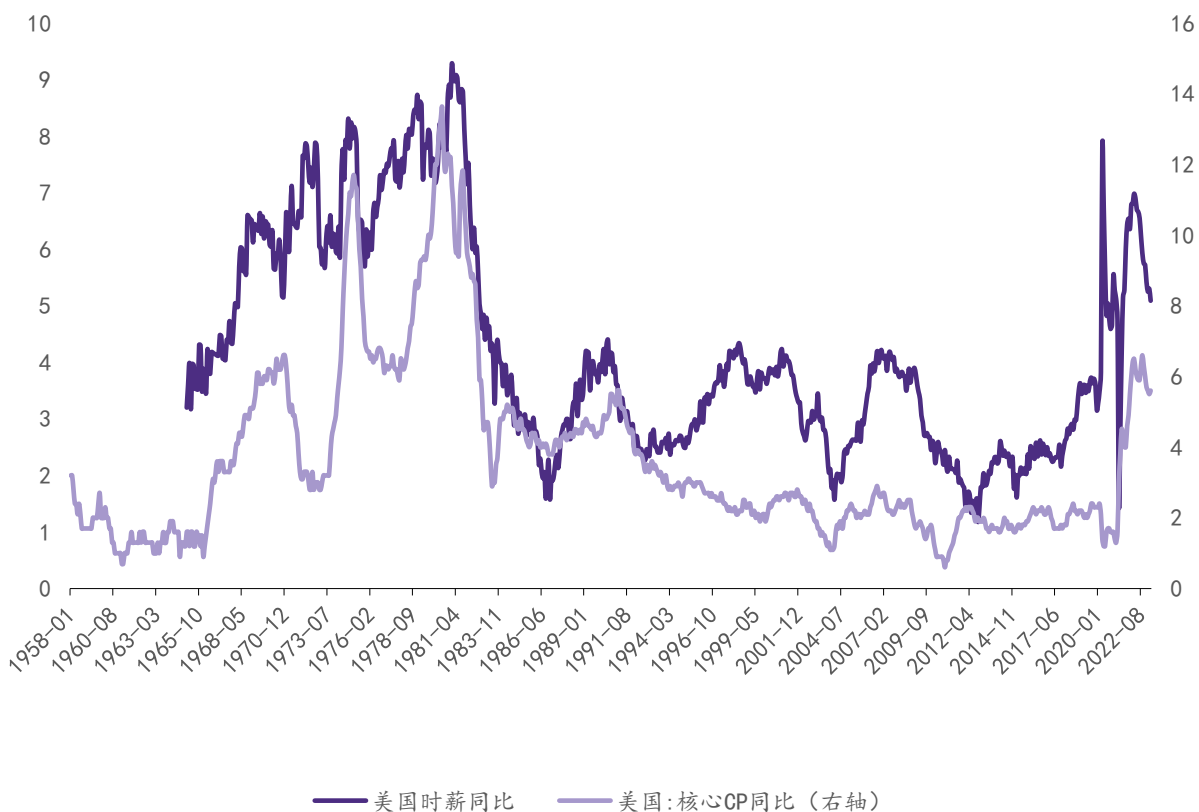
4、经济浅衰退的必然性

鲍威尔再次强调了经济有软着陆的可能（温和增长），其主要的论据便是当前的劳动力市场的紧张程度是前所未有的，美国经济可以实现通胀的下行而不用牺牲失业率。鲍威尔对于软着陆的坚持一方面可能源自于美国经济的韧性：2022 年以来美国经济频繁超预期韧性，市场对于衰退节点的预期不断后移；另一方面可能也是源自于国会的压力：听证会上鲍威尔被攻击最多的问题便是就业。

鲍威尔认为工资当前并不是主要的通胀支撑，当前的情况可能不一样。但是回顾历史，美国确实有两次实现了工资增长保持在高位的情况下通胀出现了下行，分别是 1971 年和 2000 年。但是 1971 年时期美国之所以能达成工资高位且通胀下行主要是尼克松的新经济政策锁死了工资的增长，且当时美国对外也遭受了越南战争，中东石油危机，美元黄金脱钩等冲击，使得经济承压通胀下行，后续在新经济政策的刺激之下，美国在 1974 年开始面对

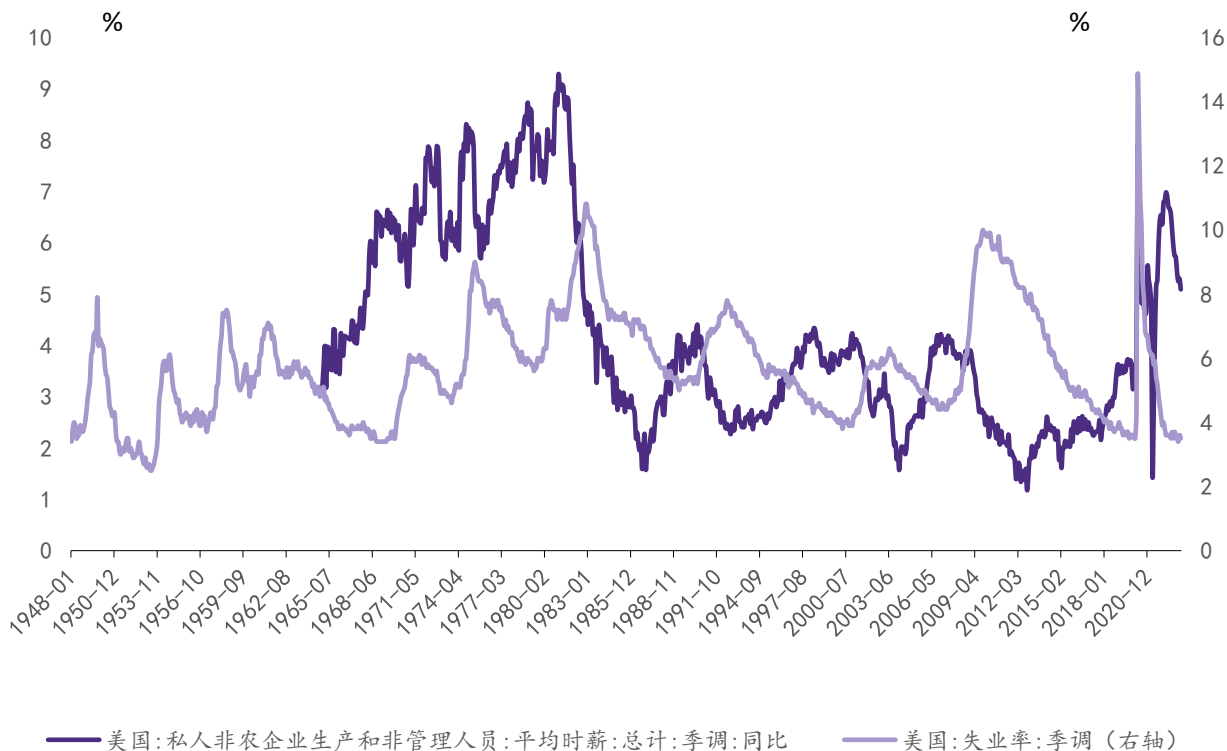
有史以来最大的通胀冲击。2000 年则是出现了衰退，并不符合鲍威尔的设想。从失业率和工资增长的角度来看，工资增速和失业率是反向指标，工资增速的下行不可避免会拉高失业率，因此当前工资增速的下行仍会带来失业率的拉升，这一轮并不会不一样，因此伴随着劳动市场紧张程度的缓解，美国经济软着陆的可能性实质上是在进一步的减低，而浅衰退的概率反而是在增加，根据我们之前对于美国衰退的测算，预计美国经济在 2023 年二季度末三季度初进入到官方定义的衰退区间。

图表 4：仅有 1971 年和 2000 年时期出现了工资增速和通胀的背离



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 5：但是失业率和时薪增速一直保持负相关



资料来源：Wind，华鑫证券研究

5、当前尚未触发降息条件

从降息的指标来看，当前联储更多的是边走边看，放弃了前瞻指引。因此经济数据的重要性再度提升，从过去的降息触发因素来看，联储往往要进行通胀和就业之间的平衡，结合 1984 年以来的六次降息潮来看，通胀往往处在相对可控的位置，平均降息时期 PCE 同比处在 2.8%左右的位置。从失业率的角度来看，六次降息开始时失业率的平均值为 5.05%。但值得注意的时，2019 年降息时联储更多的是出于经济增速放缓的原因而进行降息，彼时通胀和失业率均处在相对健康的位置，使得经济增长的重要性提升，促使了降息的发生：在 2019 年 7 月开始首次降息时，美国的 PCE 同比仅有 1.55%。失业率则是经历了近十年的持续下行，处于 3.7%的低位。而剔除 2019 年的情况后，联储平均降息的 PCE 同比在 3.04%左右的位置，核心 PCE 同比 2.92%，平均失业同比在 5.34%的位置。当前核心 PCE 超过 4.5%，失业率仅为 3.5%，距离触发降息条件仍有一定的距离。

图表 6：当前距离触发降息条件仍有一定的距离

	PCE	核心PCE	失业率	时薪增长
20223年3月数据	4.87	4.67	3.50	5.21
2019年7月降息	1.51	1.78	3.67	3.63
2007年9月降息	2.50	2.09	4.67	3.99
2001年1月降息	2.58	1.97	4.10	4.07
1995年7月降息	2.05	2.10	5.67	2.88
1989年6月降息	4.69	4.22	5.23	3.79
1984年10月降息	3.38	3.77	7.30	3.14
平均	2.78	2.65	5.11	3.58
剔除2019年平均	3.04	2.83	5.39	3.57

资料来源：Wind，华鑫证券研究

6、博弈与抢跑，关注预期的修正和信号的反转

从资本市场来看，与我们过去的判断相似，在本轮加息结束之后，市场和联储对于降息的博弈将成为下半年市场的主题。只是与 2-3 月不同的是，市场此时没有了再度加息的压力，抢跑的更为坚定，5 月 FOMC 议息会议之后市场对于降息的预期从 9 月份第一次降息提升到了 7 月份降息。

市场和联储新一轮的博弈下，美股波动会明显放大，关注预期的修正和信号的反转。一是浅衰退预计仍会对企业的盈利形成一轮冲击，另一方面则是联储会持续的对于市场的 price in 进行纠错打压，区域银行后续的持续暴雷也会给市场带来冲击。市场抢跑后大概率有修正的风险，由此导致的市场调整仍值得警惕。

但预计美股下有底、上有顶。后续随着衰退压力的进一步凸显，联储官员的口风转变或成为美股反转的信号，值得跟踪把握。根据我们过去的研究，股市在衰退期间的反弹往往更关注货币松动信号，而非盈利见底，当前的加息暂停对于美股已经是一个切实的提振，后续的联储官员口风的转变或将成为美股底部信号。

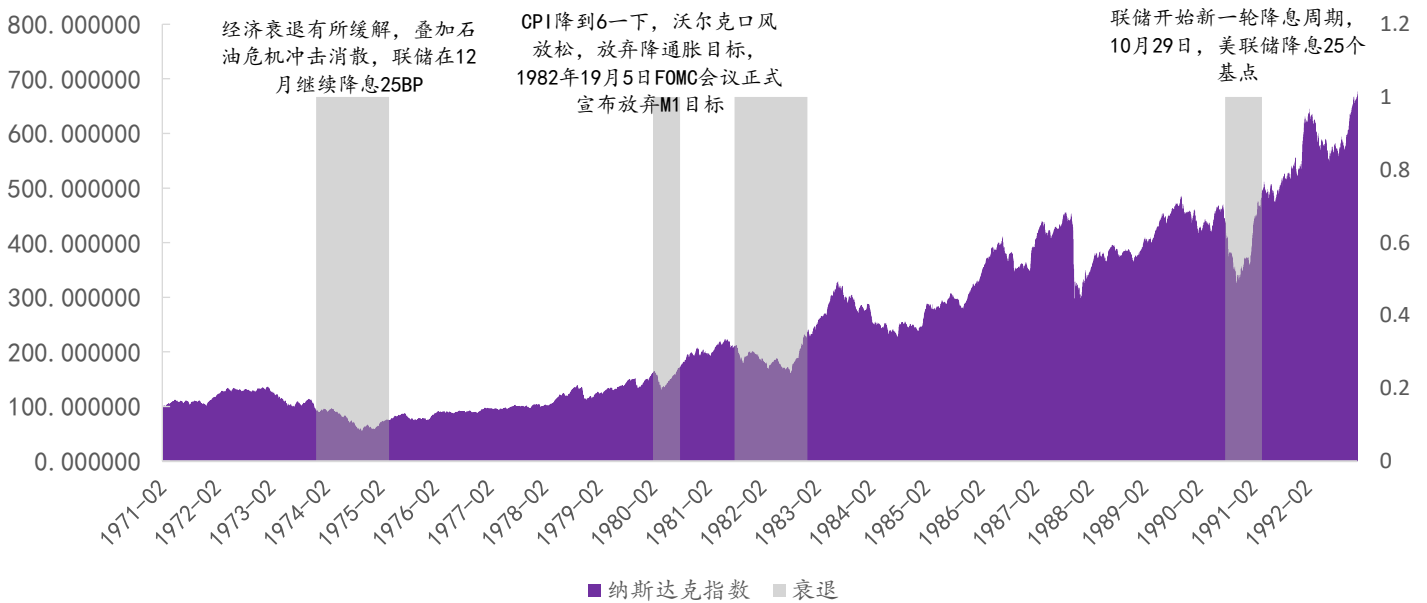
美债则是出现了收益率的持续下行，除了交易衰退之外，也有近期债务上限的问题，但是根据历史来看，美国债务上限仅出现了一次技术性违约，两党虽然会就此博弈，但是底线思维十分明确，后续风险并不大。

图表 7: 市场进一步预期降息的发生

MEETING PROBABILITIES														
MEETING DATE	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
14/06/2023								0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	97.4%	2.6%
26/07/2023			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	45.9%	52.7%	1.4%
20/09/2023	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	32.1%	50.7%	16.8%	0.4%
1/11/2023	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	28.7%	48.7%	20.4%	2.2%	0.0%
13/12/2023	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	28.0%	48.2%	21.1%	2.6%	0.1%	0.0%
31/01/2024	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	28.2%	47.8%	20.9%	2.6%	0.1%	0.0%	0.0%
20/03/2024	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.3%	29.6%	46.0%	19.6%	2.4%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
1/05/2024	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	9.6%	34.0%	38.9%	15.0%	1.8%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
19/06/2024	0.0%	0.0%	0.4%	6.1%	24.4%	37.0%	24.4%	7.0%	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
31/07/2024	0.0%	0.3%	5.0%	21.0%	34.6%	26.7%	10.2%	1.9%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
25/09/2024	0.2%	2.8%	13.5%	28.2%	30.5%	18.0%	5.8%	1.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
6/11/2024	1.0%	6.3%	18.3%	29.0%	26.4%	14.0%	4.2%	0.7%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

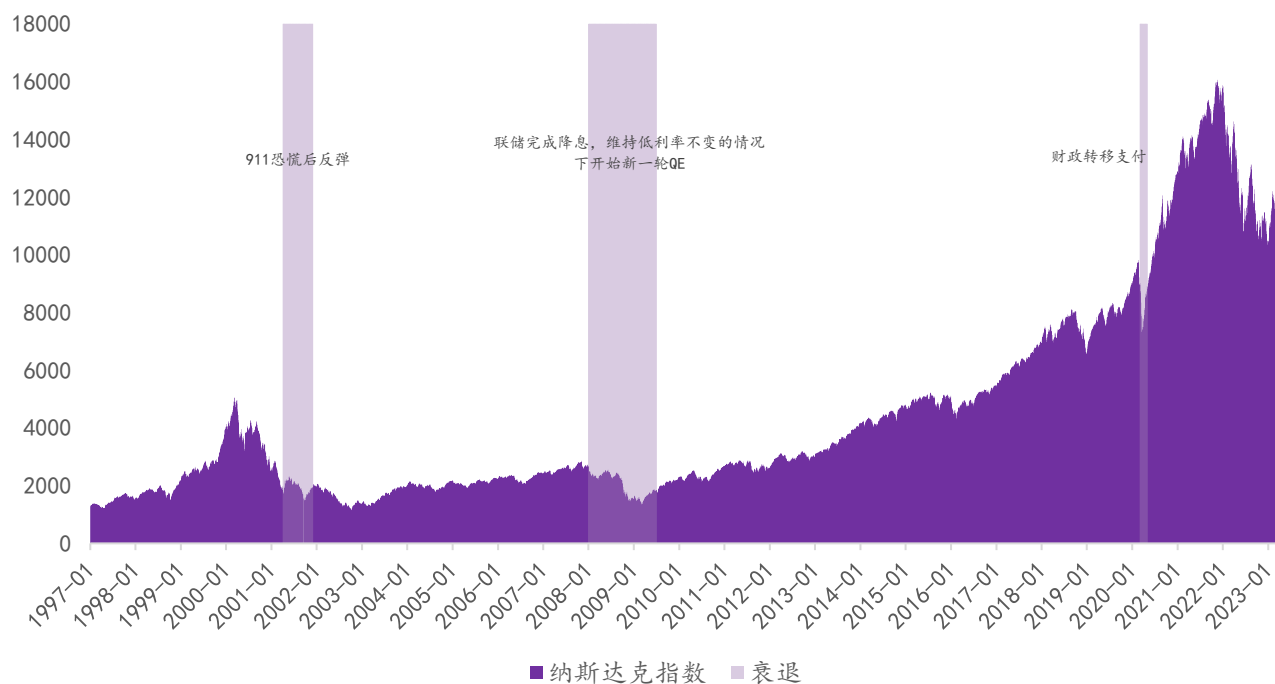
资料来源: CME, 华鑫证券研究

图表 8: 1970 年至 1990 年衰退期间股指表现



资料来源: Fred, 华鑫证券研究

图表 9: 2000 年之后衰退股指表现



资料来源: Fred, 华鑫证券研究

7、风险提示

货币政策转向超预期, 地缘政治风险再起

■ 宏观策略组介绍

杨芹芹：经济学硕士，7年宏观策略研究经验。曾任如是金融研究院研究总监、民生证券研究员，兼任CCTV新闻和财经频道、中央国际广播电台等特约评论，多次受邀为财政部等政府机构和金融机构提供研究咨询，参与多项重大委托课题研究。2021年11月加盟华鑫证券研究所，研究内容涵盖海内外经济形势研判、政策解读与大类资产配置(宏观)、产业政策与行业配置(中观)、全球资金流动追踪与市场风格判断(微观)，全方位挖掘市场机会。

李刘魁：李刘魁：金融学硕士，2021年11月加盟华鑫研究所，从事中观行业研究和微观流动性追踪。

周灏：金融学硕士，2022年7月加盟华鑫研究所，两年券商研究经验，从事中观比较与主题投资研究。

孙航：金融硕士，2022年5月入职华鑫研究所

■ 证券分析师承诺

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基

准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。