

宏观点评 20230726

又加息了！重启还是收尾？

2023年07月26日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书：S0600523010001

shaox@dwzq.com.cn

相关研究

《消失的“它”VS初见的“它”：
7月政治局会议有何深意？》

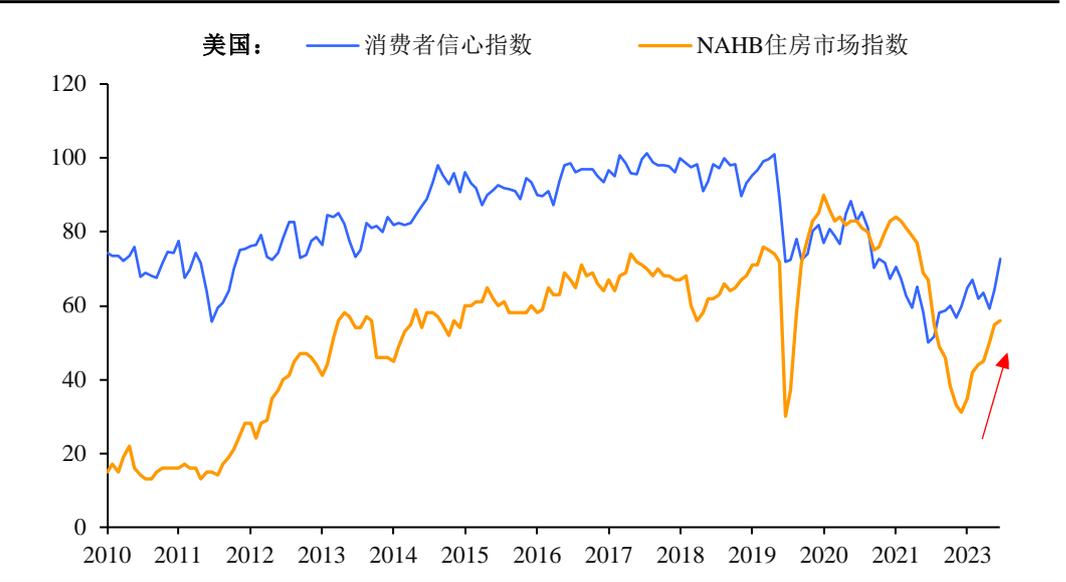
2023-07-24

《“研究提出一批政策”陆续落地，有何侧重与线索？》

2023-07-23

- 7月以来一系列经济数据均有所疲软，但各项依旧偏紧的数字还是让美股、美债充分定价了7月加息的25bp。美联储大概率在7月议息会议上重新打开加息的大门，也验证了我们在此前报告中提出的“5月歇手并不意味着就此收手”这一观点。那么既然如此，现在的关键是未来怎么变？通过本次会议，我们认为要点主要有三个：
- **一是通胀放缓有进步，未来持续存担忧。**本次会议将承认通胀有所放缓，但对于保留“通胀依旧高企”的表述也传达出美联储对未来通胀风险难言解除的担忧。因此本次会议对此措辞格外谨慎，避免过早地表露出停止加息的意愿与释放任何“鸽派”信号。
- **二是对年内再加一次的可能性仍留有余地。**虽然市场定价本次或是美联储的最后一加，但对于美联储来说一方面考虑到通胀及就业的放缓确实是让抗通胀的压力有所减弱，但另一方面美国房产回暖及消费者信心的大幅回升又加大经济的企稳的概率（图1）。倘若下次会议前没有幅度更大、范围更广的疲软数据，那么进一步加息将成为可能。
- **三是即便再加，节奏也将放缓。**随着货币紧缩的效应开始显现，部分经济数据已经开始疲软。会议上鲍威尔将表示有“耐心”用持续走软的数据换回美联储的“信心”，未来在应对上则可以变得更加“从容”。接下来可能切换到每次一“跳”，一次25bp的节奏上来。
- **由此可见，与历史上美联储恢复加息的情况来看，本次与其说是“重启”不如说是“收尾”（图2）。**那么既然7月有可能是“最后一加”也有可能“再来一次”，主要资产对于“收尾”将会是如何定价的呢？
- **美元：“最后的狂欢”。**通过复盘历史3次倒数第二次加息的情况，美元都出现了不同程度的上涨。加息仍未结束，稳定偏强的基本面是支撑美元上涨的重要理由。而真的到了最后一次加息，美元都进入了明显的下行通道。随着市场认为美联储政策将不再调整、下半年中国经济稳增长的呼之欲出、以及未来欧美加息进程的分化，接下来留给美元的“快乐时光”或已基本结束，未来将阶段性走弱。
- **美股：熬过艰难时刻。**历史上来看，倒数两次加息中间的时间对美股相对难熬，而当最后一次加息落地后，美股终于在美联储加息最终曲后出现小幅脉冲式上涨。当前美股在FAANG+（7大科技股）的带领下，相较于历史表现规律并不痛苦。虽然二、三季度在美联储金融流动性支持有所减弱下，美股表现“弱”于前期，但值得期待的是，宽松预期兑现后的美股将在此基础上再次反弹。
- **美债：还要“静静”的等待。**美债在加息终点和经济衰退之间不断进行博弈带来美债市场的震荡。纵观历史三次加息周期，在美联储“仍有一加”的可能性下，美债收益率也显得更加犹豫不决，经济衰退和进一步加息的反复博弈使得美债收益率走势“扑朔迷离”。而“最后一加”则在市场对降息升温和经济衰退的风险较为“确认”下，助推美债收益率的“顺利”下行。但往后看，本次由于短期内增长仍有韧性，降息预期也难在年内打开，能否顺利打开下行通道还要静待时日。
- **风险提示：**全球通胀超预期上行，美国经济提前进入显著衰退，俄乌冲突局势失控造成大宗商品价格的剧烈波动，美国银行危机再起金融风险暴露。

图1: 美国房产反弹+消费者信心大增



数据来源: Wind, 证券研究所

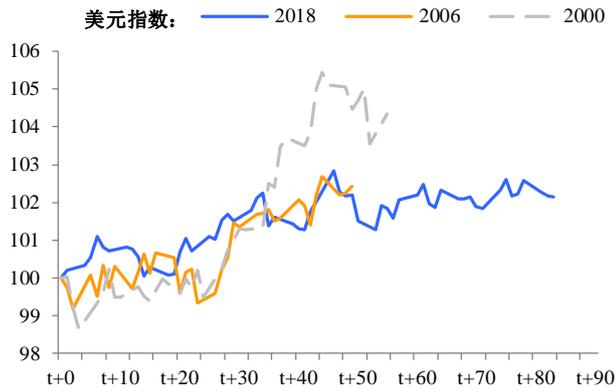
图2: 历次“重启”和“收尾”下的经济状况

加息情况					PMI		就业		通胀	
暂停加息	再次加息	最后一次加息	“跳”过后再加息次数	重启/收尾	制造业PMI收缩	服务业PMI收缩	新增非农就业人数变化(万人)	失业率变化	CPI变化	核心CPI变化
2023-06	2023-07	?	1? 2?	收尾	-0.90	3.60	-9.7	0.1%	-1.0%	-0.5%
2018-11	2018-12	2018-12	1	收尾	-5.00	-2.70	8.7	0.1%	-0.3%	0.0%
1999-12	2000-02	2000-05	3	重启	-4.60	-0.60	-8.9	0.0%	0.5%	0.5%
1994-12	1995-02	1995-02	1	收尾	-1.00	\	-10	-0.1%	0.2%	0.4%

注: 本轮加息对应的经济情况采用 2023 年 6 月-2023 年 5 月; 其他 3 轮的经济变化情况均采用最后一次加息-暂停加息时的经济数据。

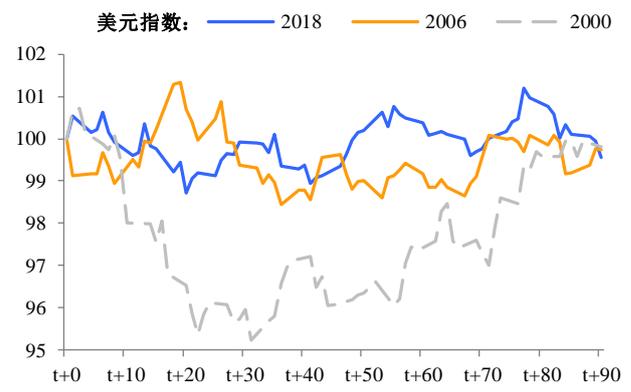
数据来源: Wind, 东吴证券研究所整理

图3: “仍有一加” 美元表现



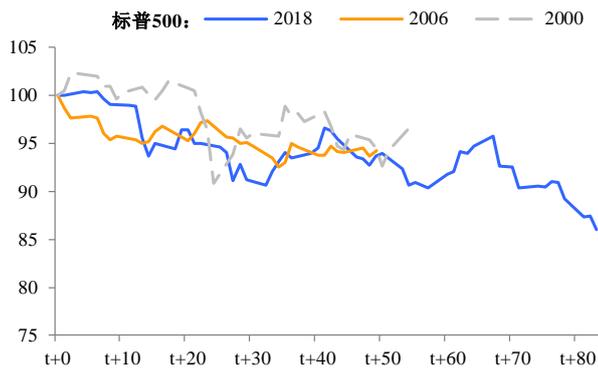
注: 2000年、2006年以及2018年的基期以及t选择为倒数第二次加息的日期; t往后以天数为变化。
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图4: “最后一加” 美元表现



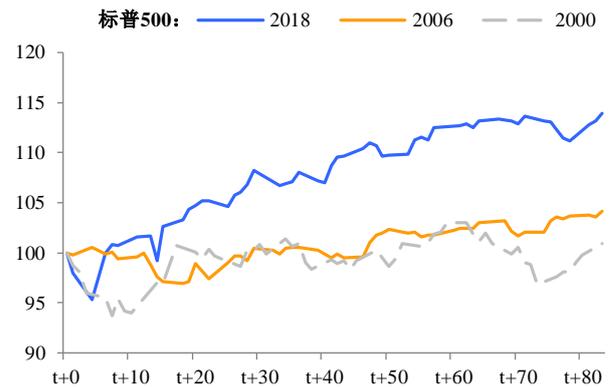
注: 2000年、2006年以及2018年的基期以及t选择为最后一次加息的日期; t往后以天数为变化。
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图5: “仍有一加” 美股表现



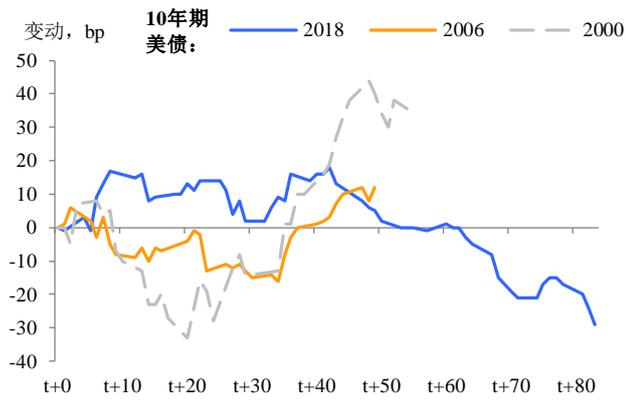
注: 2000年、2006年以及2018年的基期以及t选择为倒数第二次加息的日期; t往后以天数为变化。
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图6: “最后一加” 美股表现



注: 2000年、2006年以及2018年的基期以及t选择为最后一次加息的日期; t往后以天数为变化。
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

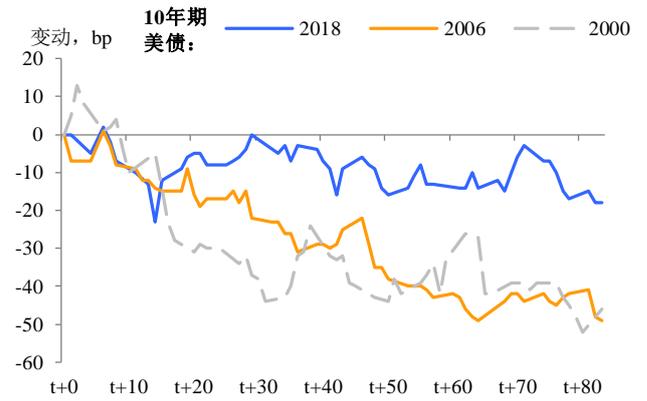
图7: “仍有一加” 美债表现



注: 2000年、2006年以及2018年的基期以及t选择为倒数第二次加息的日期; t往后以天数为变化。

数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图8: “最后一加” 美债表现



注: 2000年、2006年以及2018年的基期以及t选择为最后一次加息的日期; t往后以天数为变化。

数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(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,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>