

隐形的降息：

美国的加息逆转交易早已开始

报告要点：

● 近期美股三大指数均创了 2022 年 4 月以来的新高。这与美股顺经济周期的经验是相悖的，毕竟美国的经济基本面还是向下的，这和不断加速的股指之间存在方向上的分裂。

● 可能性的解释是，美国的加息反转交易已经开始：

1) 从现象上看，美股见底的时点和美债收益率及美元指数见顶的时点出奇吻合，都在去年 10 月份，这在一定概率下不是偶然现象；

2) 我们曾经讲过，股债双涨的背后应不是经济基本面，而是流动性，也就是说，自去年 10 月始，全球的加息反转交易已经在陆续展开。

● 为什么在美国加息的中途，资金在坚决交易加息反转，可能有以下两个理由：

1) 美国的各种通胀指标都是在去年三季度见顶的，此后美国的通胀一路向下，这给了加息反转交易最大的底气，大家交易的不是政策，而是通胀本身，这和 2021 年美国未加息但通胀启动时，美债就进入熊市且美股涨速收敛的道理是一样的；

2) 美联储今年的操作是一边加息一边加速投放流动性，这给了市场另一层底气。

● 照此推断，只要通胀能顺畅地下行，无论后面美国还有多少次加息，加息反转交易一直会进行下去。

● 股市虽然是个顺经济指标，但在经济下行期加速，其赌注其实在流动性反转和接下来的经济反转上：

1) 众人所知的是，货币政策接下来放松的空间足够大，因此，美股已经在一个很早的时间点提前埋伏下一轮的经济复苏；

2) 因此，我们看到股指加速的初期，风格都集中在 CHATGPT、AI 这种非周期但业绩良好的科技股上，而今年 7 月后，风格又切换到价值及周期上；

3) 照此判断，只要美国经济后面不失速，且导致目前尚算亮眼的业绩变脸，也许股指的上行是可持续的。

● 美国经济后续失速的概率是下降的，这在一定程度上保证了权益市场的安全性：

1) 美联储在今年所投放的货币量是加速的，这在一定程度上代表企业信用的收缩已经到了很尾声的位置；

2) 此外，加息反转交易其实也会影响经济基本面，在预期驱动下，5Y 以上的利率水平是低于去年的，美元指数也是低于去年的，因此，现在美国虽然还在加息，但已经造成了局部降息的后果。

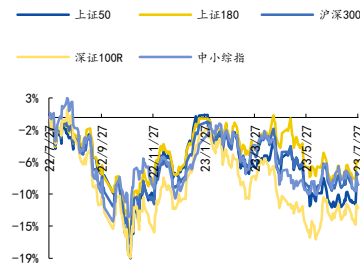
● 当然，我们稍作考虑的问题是，会不会这种加息反转交易本身重燃了通胀，导致加息反转交易的再反转，这个至少不是今年应该担心的问题：

1) 过去这一轮美国的通胀不仅仅是货币推动的，还有疫情、产业链重构和地缘政治的问题的影响，因此，加息反转交易对通胀重启来说只是杯水车薪；

主要数据：

| | |
|---------|----------|
| 上证综指： | 3216.67 |
| 深圳成指： | 10923.77 |
| 沪深 300： | 3902.35 |
| 中小盘指： | 3939.66 |
| 创业板指： | 2184.10 |

主要市场走势图



资料来源：Wind

相关研究报告

《宏观与大类资产周报：破立之间》2023.07.23
《从山丘，到平原：6 月经济数据印象》
2023.07.18

报告作者

分析师 杨为敦
执业证书编号 S0020521060001
邮箱 yangweixue@gyzq.com.cn
电话 021-51097188

2) 货币对通胀的传导本身最慢，在货币翻转后，我们最后一个需要考虑的问题才是通胀问题。

● **美国后续的加息节奏不重要，只要经济有韧性，股债的趋势可能依然乐观：**

1) 我们看到，美元指数已经降到了接近 2019 年的水平，这是一个美国经济周期正常化的信号；

2) 在各类资产中，美债的空间最大，毕竟以美股目前的增速来说，已经隐含着美国接近 2.2% 的 GDP 增速，虽然当前美国新一期的 GDP 增长速度已经超过此值，但持续性尚需考量。

风险提示：美联储加息超预期，通胀反复

投资评级说明：

| (1) 公司评级定义 | | (2) 行业评级定义 | |
|------------|--------------------------------|------------|-------------------------------|
| 买入 | 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上 | 推荐 | 预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上 |
| 增持 | 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间 | 中性 | 预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间 |
| 持有 | 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间 | 回避 | 预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10%以上 |
| 卖出 | 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上 | | |

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本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投资银行业务服务或其他服务。

免责声明

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究所联系。 网址：www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

| 合肥 | 上海 |
|-----------------------------------|--------------------------------------|
| 地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券 | 地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券 |
| 邮编：230000 | 邮编：200135 |
| 传真：(0551) 62207952 | 传真：(021) 68869125 |
| | 电话：(021) 51097188 |