



美联储货币政策“首次转向”确认，流动性回升

股票投资策略简报
证券研究报告

策略组

分析师：张弛（执业 S1130523070003）

zhangchi1@gjzq.com.cn

11月FOMC会议点评

当地时间11月1日，美联储宣布将联邦基金目标利率区间维持在5.25%-5.5%保持不变，是本轮加息周期中首度连续两次“暂停”，符合市场预期。2022年至今美联储累计加息11次，幅度达525BP。

美联储货币政策的“首次转向”将得以确认

美联储2023年9月一致同意将联邦基金目标利率区间维持在5.25%-5.5%保持不变。较9月议息会议声明，本次声明主要变动如下：（1）对经济活动扩张步伐的描述从“稳健增长”（solid pace）继续调整为“强劲增长”（strong pace）；（2）就业增长放缓的描述由“slowed”调整为“moderated”；（3）新增“金融条件收紧的影响”，即由原来的“tighter credit condition”变为“tighter financial and credit condition”。结合本次声明及鲍威尔的发言来看，金融条件收紧的影响被多次提及，自9月FOMC以来，十年期美债利率从4.4%一度突破5%，高盛金融条件指数从8月初的99.51上行至100.68，接近去年10月100.96的高点，意味着金融条件收紧已部分替代了美联储加息的效果，美联储也因此趋于谨慎行事（proceeding carefully）；另一方面，鲍威尔在新闻发布会上表示点阵图的有效性会伴随时间衰减（The efficacy of the dot plot probably “decays” as time goes on），或暗示美联储大概率不会兑现9月点阵图剩余25bp的加息路径。综上两点重要增量信息，再叠加：（1）美国经济增长动能或趋于下行，三季度美国实际GDP环比折年率4.9%的表现可能仅是“昙花一现”，夏季消费需求脉冲消退、学生贷款重启偿还均或边际拖累消费动能，而私人消费支出拉动3季度GDP增速近2.7%左右，同时最新公布的美国10月制造业PMI骤降至46.7，远低于市场预期的49.2；（2）治通胀已经取得“相当大的进展”，核心商品、住房及核心服务三大分项9月同比均趋于下行；（3）美国8、9月的失业率连续持平于3.8%，较前期3.4%的低点亦有明显上行，会前最新公布的10月ADP就业人数也低于市场预期（+11.3万人，预期+15万人），我们认为本轮美联储加息周期已经大概率完成，即早前我们所提示的“7月或是最后一次实质性加息，静待美联储货币政策确认转向（不加息）”的核心观点得以印证。

美债利率及美元或阶段性回落，利好A股、港股流动性改善

美联储加息周期确认转向（不加息）的影响：（1）美债：供需结构边际好转+沽空比例下降+核心通胀预期下降+最新经济数据走弱+美联储货币政策首次转向，将有望推动美债利率高位回落。我们在《11月金股策略》报告中提出近期美债利率上行缘于期限溢价，考虑到最新公布的美国财政部融资预期下调、发债规模低于预期及期限结构好转等因素，叠加美债沽空比例（Put/Call ratio）下降将有利于抑制期限溢价扩大；同时，核心通胀预期下降及美国经济数据走弱，以史为鉴，美联储货币政策一旦确认转向将加快美债利率拐头向下。（2）美元：或同样趋于下行，但考虑到欧洲经济下行风险高于美国，或令欧央行货币政策较美联储“更加偏鸽”，欧元走弱或仍能够对美元形成一定支撑；（3）A股外资流动性：美债、美元的边际趋弱有望缓解近期外资连续流出压力，耐心等待外资回流动力增强。

大类配置建议

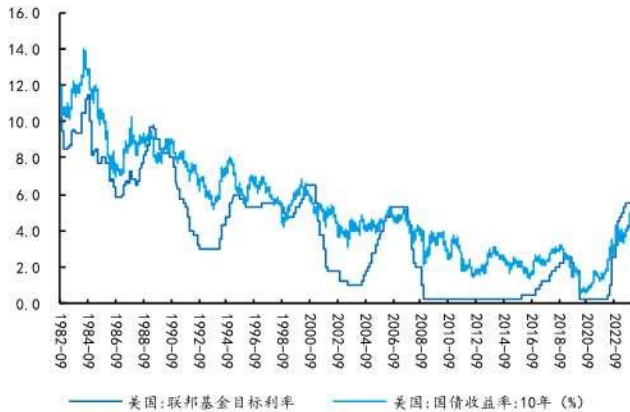
（一）黄金：把握配置机会，静待催化剂。短期地缘局势扰动提振避险需求，支撑黄金价格表现偏强，后续驱动更大涨幅的催化剂依然在于美联储降息预期的交易与美国增长压力的显现。（二）美债：中长期配置价值回升。对未来短期利率的预期或易下难上，美债供需结构的边际好转有望带动期限溢价回落，5%左右的十年美债利率已经具备足够配置吸引力。（三）A股成长（尤其医药）+券商，港股恒生科技。无论A股还是港股成长均有望受益于美联储加息周期的结束缓解分母端压力，其中医药叠加国内监管政策的转向驱动分子端边际改善。（四）原油：价格中枢或趋于回落。欧元区经济下行风险增大，美国页岩油增产推动美国原油产量破纪录，供需预期的修正将驱动原有价格回落。

风险提示

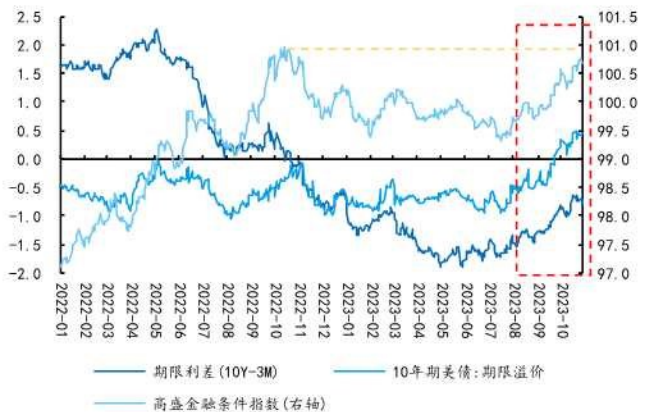
美国通胀持续高企甚至反复，令美联储加息力度超预期。



图表1: 2022年以来美联储累计加息 525BP



图表2: 高盛金融条件指数接近去年10月高点



来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

图表3: 美国 ISM 制造业 PMI 大幅回落



图表4: 治通胀已经取得“相当大的进展”



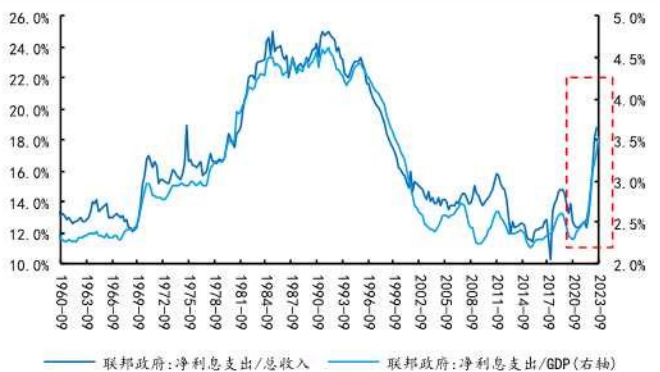
来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

图表5: 美国 8、9月失业率较前期明显上行



图表6: 美国政府利息支出占比骤升



来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所


特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究