

美联储加息接近尾声 转向仍待时日

——申港证券策略周报

申港证券
SHENGANG SECURITIES

投资摘要:

2023年03月26日

市场概览:

- ◆ 本周行业板块多数上涨。其中五日涨幅靠前的为：传媒、电子、计算机、通信、电力设备。本周跌幅较大的板块为：钢铁、建筑装饰、石油石化、交通运输、公用事业。
- ◆ 本周半数以上行业板块呈现资金净流入。五日资金净买入靠前的板块有：计算机（+274亿元）、电子（+236亿元）、传媒（+174亿元）、通信（+103亿元）、电力设备（+36亿元）。
- ◆ 周内各风格指数估值显著分化，全周来看，成长风格指数估值显著拉升，消费风格、周期风格指数小幅抬升，金融风格指数小幅下挫，稳定风格指数大幅回落。

每周一谈：美联储加息接近尾声 但政策转向为时尚早

3月22日，美联储发布3月份议息会议，宣布继续调高联邦基金目标利率25BP至4.75%-5%，并发布了最新的货币政策路径和经济指标预测。

- ◆ 加息路径方面，3月FOMC点阵图对2023年FRR的预测峰值集中在5%-5.25%，加权平均利率约为5.15%-5.4%，较12月预测小幅提升0.06pct；对2024年FRR的加权平均利率约为4.3%-4.5%，较12月份预测小幅提升0.1pct；对2025年FRR预测3.2%-3.46%，与12月预测基本持平。
- ◆ 经济预测方面，3月FOMC对2023-2025年的实际GDP增速预测中位数分别为0.4%、1.2%、1.9%，较12月预测变动分别为-0.1pct、-0.4pct、+0.1pct；对2023-2025年失业率预测中位数分别为4.5%、4.6%、4.6%，较12月预测变动分别为-0.1pct、0、+0.1pct。

3月FOMC美联储声明表述较2月有所变化，主要体现在以下几点：

- ◆ 在通胀方面，2月发布的声明曾提及“通胀有所缓和”（Inflation has eased somewhat but remains elevated.），而3月声明删掉这一表达，仅保留“通胀依然很高”（Inflation remains elevated.）
- ◆ 在关注事项方面，删除了俄乌冲突对经济的影响，新增了对近期美国银行体系状况的判断，指出“美国银行体系健全而有弹性”（sound and resilient），并指出近期的事件可能导致家庭和企业的信贷条件收紧（tighter credit conditions），并对经济活动、就业和通货膨胀造成压力。
- ◆ 在未来的货币政策路径方面，3月会议删掉了“持续提高目标区间”，首次提出“一些额外的政策收紧”（some additional policy firming），或暗示加息将接近尾声。

在会后的记者提问中，鲍威尔回复了关于加息与近期银行流动性困难的问题，鲍威尔认为，在美联储的货币政策中，真正关注的是宏观经济结果，特别关注的是潜在的信贷紧缩及其影响。美联储在考虑银行情况时，关注的是金融稳定工具，包括是贷款机制、贴现窗口以及一些新的机制。

鲍威尔指出，商品通胀已经下降了六个月，速度慢于预期，但仍在继续；住房服务通胀的缓和是时间问题，联储持续看到新的租约是在更低的通货膨胀水平下签署的。这是核心PCE指数的44%。现在的问题出在非住房服务部门的去通胀上，至今没有看到需求或者劳动力市场的降温带来非住房部门通胀下行，而这占到了核心PCE指数的56%。总的来说，目前为止的数据指向了更强的通胀韧性。当前信贷状况的收紧可能比传统指数收紧得更多，但降息仍不在考虑情况之下。

投资建议：当前，市场对国内经济复苏预期偏弱；结构上看，年内主线尚未清晰，各个板块加速轮动。我们对今年A股市场持乐观态度，我们认为，后续随着国内工业需求回暖，生产节奏修复，可持续关注计算机、地产链投资线。

风险提示：宏观经济波动风险，消费复苏不及预期风险

曹旭特

分析师

SAC执业证书编号：S1660519040001

戴一爽

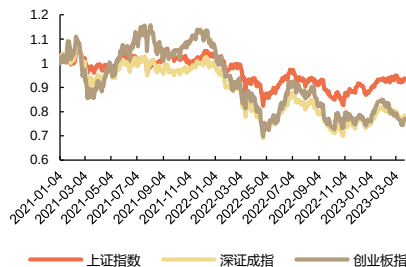
研究助理

SAC执业证书编号：S1660121120021

大盘基本资料

股票家数	5098
大盘平均市盈率	9.5
市场平均市盈率	17.7

大盘走势图



资料来源：Wind，申港证券研究所

相关报告

1. 《通胀反复就业承压 美联储尚未转向：申港证券策略周报》2023-2-26
2. 《A股盘整 配置性价比提升：申港证券策略周报》2023-2-11
3. 《基金Q4权益仓位提升 关注医药传媒计算机：申港证券策略周报》2023-1-20
4. 《美国就业韧性足 政策转向尚待时日：申港证券策略周报》2023-1-8
5. 《美国个人消费支出降速 加息进入后半程：申港证券策略周报》2022-12-25
6. 《美联储加息放缓成一致预期：申港证券策略周报》2022-12-4
7. 《美国经济活动放缓 加息预期缓和：申港证券策略周报》2022-11-20
8. 《Q3上游利润收窄下游消费稳健：申港证券策略周报》2022-11-06
9. 《三季报发布期关注超预期板块：申港证券策略周报》2022-10-23
10. 《美联储加息周期资产价格走势回顾：申港证券策略周报》2022-10-09

内容目录

1. A股市场概览.....	3
1.1 市场涨跌概览	3
1.2 资金流向概览	4
1.3 估值波动	5
2. 全球宏观日历	6
3. 美联储3月议息会议小结	7

图表目录

图 1: 申万一级行业涨跌情况 (%)	3
图 2: 申万一级行业资金流入情况 (亿元)	4
图 3: 行业北向资金净买入情况	4
图 4: 两市融资余额	5
图 5: 两市融券余额	5
图 6: 金融风格 PE 估值.....	5
图 7: 消费风格 PE 估值.....	5
图 8: 周期风格 PE 估值.....	5
图 9: 成长风格 PE 估值.....	5
图 10: 稳定风格 PE 估值.....	6
图 11: 2022 年 12 月 FOMC 点阵图	7
图 12: 2023 年 3 月 FOMC 点阵图	7
图 13: 最新 FOMC 经济指标预测 (%)	7
表 1: 申万一级行业近期表现情况 (%)	3
表 2: 全球宏观日历	6

1. A股市场概览

1.1 市场涨跌概览

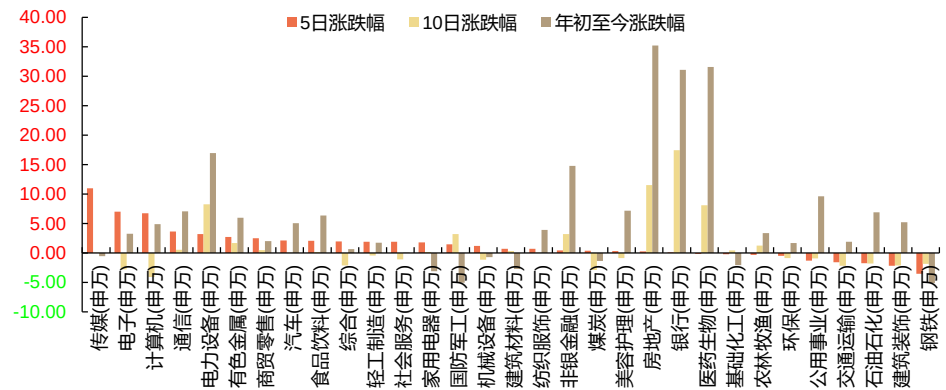
本周行业板块多数上涨。其中五日涨幅靠前的为：传媒、电子、计算机、通信、电力设备。本周跌幅较大的板块为：钢铁、建筑装饰、石油石化、交通运输、公用事业。

表1：申万一级行业近期表现情况（%）

行业	5日涨跌幅	10日涨跌幅	年初至今涨跌幅
传媒(申万)	10.97	0.02	-0.53
电子(申万)	6.99	-2.79	3.26
计算机(申万)	6.71	-4.06	4.86
通信(申万)	3.66	0.54	7.08
电力设备(申万)	3.18	8.24	16.96
有色金属(申万)	2.71	1.66	5.98
商贸零售(申万)	2.49	0.49	2.03
汽车(申万)	2.13	0.04	5.06
食品饮料(申万)	2.06	0.14	6.34
综合(申万)	1.93	-2.14	0.62
轻工制造(申万)	1.87	-0.44	1.75
社会服务(申万)	1.87	-1.10	0.01
家用电器(申万)	1.81	0.13	-3.12
国防军工(申万)	1.46	3.18	-5.06
机械设备(申万)	1.17	-1.17	-0.71
建筑材料(申万)	0.69	0.32	-2.71
纺织服装(申万)	0.68	0.02	3.91
非银金融(申万)	0.41	3.18	14.75
煤炭(申万)	0.40	-2.91	-1.37
美容护理(申万)	0.30	-0.89	7.17
房地产(申万)	0.26	11.51	35.22
银行(申万)	0.08	17.46	31.09
医药生物(申万)	-0.15	8.07	31.55
基础化工(申万)	-0.20	0.41	-2.09
农林牧渔(申万)	-0.35	1.27	3.36
环保(申万)	-0.51	-0.89	1.70
公用事业(申万)	-1.33	-0.91	9.63
交通运输(申万)	-1.58	-2.19	1.92
石油石化(申万)	-1.75	-1.80	6.91
建筑装饰(申万)	-2.16	-2.13	5.19
钢铁(申万)	-3.54	-1.83	-5.09

资料来源：Wind，申港证券研究所

图1：申万一级行业涨跌情况（%）

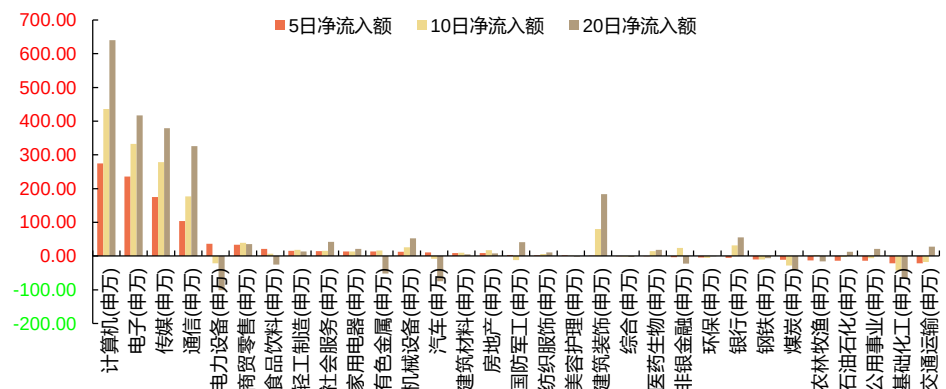


资料来源: Wind, 申港证券研究所

1.2 资金流向概览

本周半数以上行业板块呈现资金净流入。五日资金净买入靠前的板块有: 计算机(+274 亿元)、电子(+236 亿元)、传媒(+174 亿元)、通信(+103 亿元)、电力设备(+36 亿元)。五日资金净流出的行业主要有: 交通运输(-21 亿元)、基础化工(-21 亿元)、公用事业(-14 亿元)、石油化工(-14 亿元)、农林牧渔(-13 亿元)。

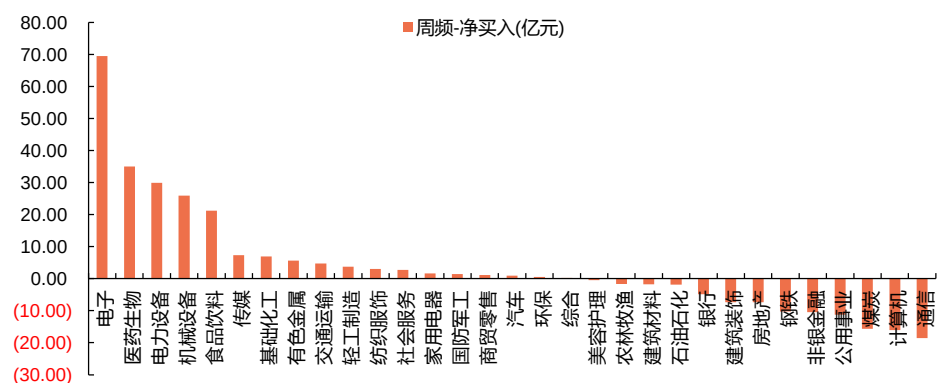
图2: 申万一级行业资金流入情况 (亿元)



资料来源: Wind, 申港证券研究所

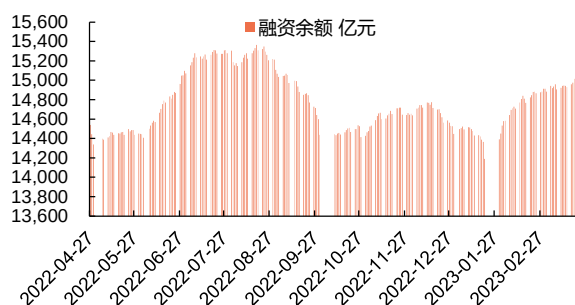
电子、医药生物、电力设备板块为本周北向净买入 TOP3 行业。

图3: 行业北向资金净买入情况

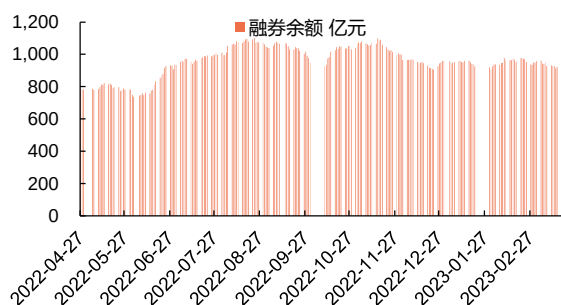


资料来源: Wind, 申港证券研究所

3月23日两市融资余额约15050.87亿元。两市融券余额约956.1亿元。2023年3月23日与3月17日相比，两市融资余额增加120.8亿元，融券余额增加34亿元。

图4：两市融资余额


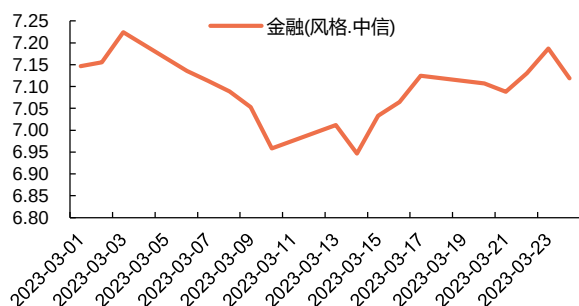
资料来源：Wind，申港证券研究所

图5：两市融券余额


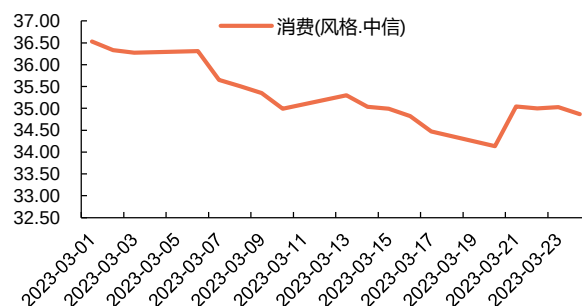
资料来源：Wind，申港证券研究所

1.3 估值波动

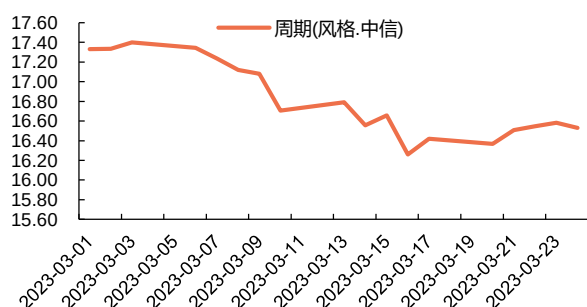
周内各风格指数估值显著分化，全周来看，成长风格指数估值显著拉升，消费风格、周期风格指数小幅抬升，金融风格指数小幅下挫，稳定风格指数大幅回落。截至3月24日收盘，金融风格指数收盘市盈率为7.12倍，消费风格指数市盈率为34.86倍，周期风格指数市盈率为16.53倍，成长风格指数市盈率为46.52倍，稳定风格指数市盈率为17.93倍。

图6：金融风格 PE 估值


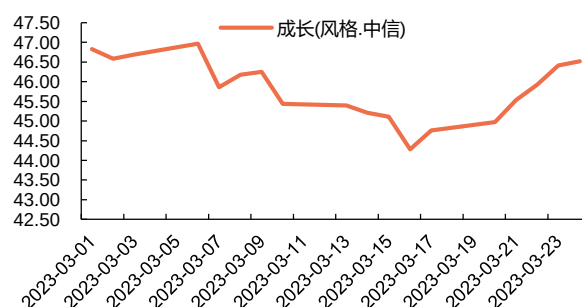
资料来源：Wind，申港证券研究所

图7：消费风格 PE 估值


资料来源：Wind，申港证券研究所

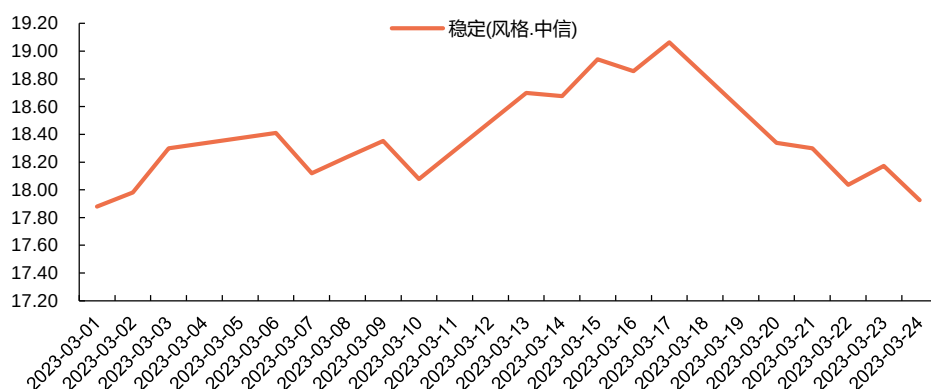
图8：周期风格 PE 估值


资料来源：Wind，申港证券研究所

图9：成长风格 PE 估值


资料来源：Wind，申港证券研究所

图10：稳定风格 PE 估值



资料来源：Wind，申港证券研究所

2. 全球宏观日历

宏观数据方面，美联储公布利率决议，上调联邦基金目标利率 25bp 至 5.0%。

表2：全球宏观日历

日期	事件	国家/地区	前值	预测值	公布值
2023-03-20	中国央行贷款市场报价利率(LPR)	中国	3.65	3.65	3.65
2023-03-21	澳洲联储货币政策会议纪要	澳大利亚			
2023-03-21	德国 ZEW 经济景气指数	德国	28.1	17.1	13.0
2023-03-21	加拿大核心 CPI 环比(%)	加拿大	0.3	0.8	0.5
2023-03-21	加拿大核心零售销售环比(%)	加拿大	-0.6	0.6	
2023-03-21	美国成屋销售年化总数(户)	美国	4.00M	4.19M	4.58M
2023-03-22	英国 CPI 同比(%)	英国	10.1	9.9	10.4
2023-03-22	美国当周 EIA 原油库存变动(桶)	美国	1.550M	-1.565M	1.117M
2023-03-22	巴西央行货币政策委员会会议纪要	巴西			
2023-03-23	美联储利率决议(%)	美国	4.75	5.00	5.00
2023-03-23	美联储 FOMC 经济预测	美国			
2023-03-23	美国联邦公开市场委员会新闻发布会	美国			
2023-03-23	瑞士央行利率决议	瑞士	1.00	1.50	1.50
2023-03-23	瑞士央行货币政策评估	瑞士			
2023-03-23	瑞士央行新闻发布会	瑞士			
2023-03-23	欧盟领导人峰会	欧元区			
2023-03-23	土耳其单周回购利率(%)	土耳其	8.50	8.50	8.50
2023-03-23	土耳其隔夜借款利率(%)	土耳其	7.00		7.00
2023-03-23	英国央行利率决议	英国	4.00	4.25	4.25
2023-03-23	英国央行公布货币政策会议纪要	英国			
2023-03-23	美国初请失业金人数	美国	192K	197K	191K
2023-03-23	美国营建许可总数(户)	美国	1.339M	1.524M	1.550M
2023-03-23	美国季调后新屋销售年化总数(户)	美国	633K	650K	640K
2023-03-24	英国零售销售环比(%)	英国	0.9	0.2	1.2
2023-03-24	德国制造业 PMI 环比(%)	德国	46.3	47.0	44.4
2023-03-24	英国 Markit 服务业 PMI	英国	53.5	53.0	52.8
2023-03-24	英国 Markit 制造业 PMI	英国	49.3	50.0	48.0
2023-03-24	英国综合 PMI 指数	英国	53.1	52.7	52.2
2023-03-24	欧盟领导人峰会	欧元区			
2023-03-24	加拿大核心零售销售环比(%)	加拿大	-0.7	0.6	0.9
2023-03-24	美国扣除运输耐用品订单环比(%)	美国	0.4	0.2	0.0

资料来源：同花顺 iFinD，申港证券研究所

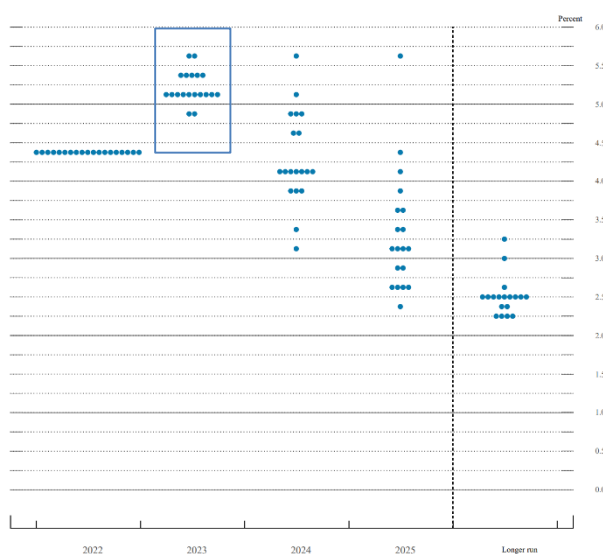
3. 美联储 3 月议息会议小结

3 月 22 日，美联储发布 3 月份议息会议，宣布继续调高联邦基金目标利率 25BP 至 4.75%-5%，并发布了最新的货币政策路径和经济指标预测。

加息路径方面，3 月 FOMC 点阵图对 2023 年 FRR 的预测峰值集中在 5%-5.25%，加权平均利率约为 5.15%-5.4%，较 12 月预测小幅提升 0.06pct；对 2024 年 FRR 的加权平均利率约为 4.3%-4.5%，较 12 月份预测小幅提升 0.1pct；对 2025 年 FRR 预测 3.2%-3.46%，与 12 月预测基本持平。

图11：2022 年 12 月 FOMC 点阵图

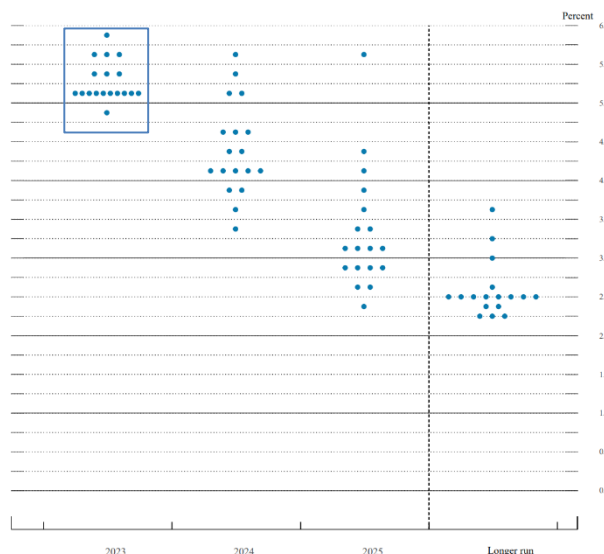
Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



资料来源：FED，申港证券研究所

图12：2023 年 3 月 FOMC 点阵图

Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



资料来源：FED，申港证券研究所

经济预测方面，3 月 FOMC 对 2023-2025 年的实际 GDP 增速预测中位数分别为 0.4%、1.2%、1.9%，较 12 月预测变动分别为-0.1pct、-0.4pct、+0.1pct；对 2023-2025 年失业率预测中位数分别为 4.5%、4.6%、4.6%，较 12 月预测变动分别为-0.1pct、0、+0.1pct；对 2023-2025 年 PCE 的预测中位数分别为 3.3%、2.5%、2.1%，较 12 月预测变动分别为-0.3pct、0pct、0pct。

图13：最新 FOMC 经济指标预测（%）

Variable	Median ¹				Central Tendency ²				Range ³			
	2023	2024	2025	Longer run	2023	2024	2025	Longer run	2023	2024	2025	Longer run
Change in real GDP	0.4	1.2	1.9	1.8	0.0-0.8	1.0-1.5	1.7-2.1	1.7-2.0	-0.2-1.3	0.3-2.0	1.5-2.2	1.6-2.5
December projection	0.5	1.6	1.8	1.8	0.4-1.0	1.3-2.0	1.6-2.0	1.7-2.0	-0.5-1.0	0.5-2.4	1.4-2.3	1.6-2.5
Unemployment rate	4.5	4.6	4.6	4.0	4.0-4.7	4.3-4.9	4.3-4.8	3.8-4.3	3.9-4.8	4.0-5.2	3.8-4.9	3.5-4.7
December projection	4.6	4.6	4.5	4.0	4.4-4.7	4.3-4.8	4.0-4.7	3.8-4.3	4.0-5.3	4.0-5.0	3.8-4.8	3.5-4.8
PCE inflation	3.3	2.5	2.1	2.0	3.0-3.8	2.2-2.8	2.0-2.2	2.0	2.8-4.1	2.0-3.5	2.0-3.0	2.0
December projection	3.1	2.5	2.1	2.0	2.9-3.5	2.3-2.7	2.0-2.2	2.0	2.6-4.1	2.2-3.5	2.0-3.0	2.0
Core PCE inflation ⁴	3.6	2.6	2.1		3.5-3.9	2.3-2.8	2.0-2.2		3.5-4.1	2.1-3.1	2.0-3.0	
December projection	3.5	2.5	2.1		3.2-3.7	2.3-2.7	2.0-2.2		3.0-3.8	2.2-3.0	2.0-3.0	
Memo: Projected appropriate policy path												
Federal funds rate	5.1	4.3	3.1	2.5	5.1-5.6	3.9-5.1	2.9-3.9	2.4-2.6	4.9-5.9	3.4-5.6	2.4-5.6	2.3-3.6
December projection	5.1	4.1	3.1	2.5	5.1-5.4	3.9-4.9	2.6-3.9	2.3-2.5	4.9-5.6	3.1-5.6	2.4-5.6	2.3-3.3

3月FOMC美联储声明表述较2月有所变化，主要体现在以下几点：

- ◆ 在通胀方面，2月发布的声明曾提及“通胀有所缓和”（Inflation has eased somewhat but remains elevated.），而3月声明删掉这一表达，仅保留“通胀依然很高”（Inflation remains elevated.）
- ◆ 在关注事项方面，删除了俄乌冲突对经济的影响，新增了对近期美国银行体系状况的判断，指出“美国银行体系健全而有弹性”（sound and resilient），并指出近期的事件可能导致家庭和企业的信贷条件收紧（tighter credit conditions），并对经济活动、就业和通货膨胀造成压力。
- ◆ 在未来的货币政策路径方面，3月会议删掉了“持续提高目标区间”，首次提出“一些额外的政策收紧”（some additional policy firming），或暗示加息将接近尾声。

鲍威尔指出，商品通胀已经下降了六个月，速度慢于预期，但仍在继续；住房服务通胀的缓和是时间问题，联储持续看到新的租约是在更低的通货膨胀水平下签署的。这是核心PCE指数的44%。现在的问题出在非住房服务部门去通胀上，至今没有看到需求或者劳动力市场的降温带来非住房部门通胀下行，这占到了核心PCE指数的56%。总的来说，目前为止的数据指向了更强的通胀韧性。

关于加息与银行流动性：在会后的记者提问中，鲍威尔回复了关于加息与近期银行流动性困难的问题，鲍威尔认为，在美联储的货币政策中，真正关注的是宏观经济结果，特别关注的是潜在的信贷紧缩及其影响。美联储在考虑银行情况时，关注的是金融稳定工具，包括是贷款机制、贴现窗口以及一些新的机制。

关于未来货币政策路径：信贷状况的收紧可能比传统指数收紧得更多。但当前降息仍不在考虑情况之下。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人独立研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，不受任何第三方的影响和授意。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，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。市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性和完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

申港证券研究所已力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者不应单纯依靠本报告而取代自身独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司并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相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载资料、意见及推测仅反映申港证券研究所于发布本报告当日的判断，本报告所指证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会产生波动，在不同时期，申港证券研究所可能会对相关的分析意见及推测做出更改。本公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告仅面向申港证券客户中的专业投资者，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。本报告版权归本公司所有，未经事先许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如转载或引用，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、发布、转载和引用者承担。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上