

撰写日期：2023 年 3 月 24 日

证券研究报告--宏观策略点评报告

美联储加息接近尾声，如何影响资产价格？

宏观策略每周思考

分析师：蔡梦苑

执业证书编号：S0890521120001

电话：021-20321004

邮箱：caimengyuan@cnhbstock.com

研究助理：郝一凡

邮箱：haoyifan@cnhbstock.com

销售服务电话：

021-20515355

◎ 投资要点：



◆ 风险提示：本报告所载数据为市场不完全统计数据，旨在反应市场趋势而非准确数量，所载任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断

相关研究报告

1. 美联储加息落地，再度被市场“鸽派解读”

3月23日周四凌晨，美联储如期加息25个基点，联邦基金利率升至4.75%-5%。

因为其删除了过去八次声明里的“FOMC 委员预计持续加息适宜”(ongoing increases will be appropriate)，改为“预计一些额外的政策紧缩可能是适当的”(some additional policy firming may be appropriate)。市场认为这是一个鸽派信号，意味着加息即将结束，在公布决议和发布会期间，美元下跌，美股上涨（直到美财长耶伦发言才转向下跌）。

但是对于通胀问题的描述和最新点阵图及经济预测实质上都反应出美联储明显比市场更鹰。

1.1. 通胀压力高企，抗通胀仍是核心目标

决议声明中对通胀的描述删除了俄乌冲突“正在造成巨大的人员和经济困难，并加剧了全球不确定性”的语句，因为这已经不是当前通胀主要矛盾，通胀压力从外生转向内生压力为主；删除了“通胀有所缓和”的措辞，称消费者支出和生产“温和增长”，就业增长“在最近几个月回升并以强劲速度运行”，失业率保持低位，通胀保持高企。显示出美联储并没有看到他们此前希望看到的通胀持续放缓的迹象，通胀压力反而有所上升。

在对就业和通胀的预测上，美联储上调了通胀预期，下调了失业率预期。

表 1：2022 年 12 月经济预测摘要 (SEP) vs 2023 年 3 月经济预期摘要 (SEP)

	2022 年 12 月预测		2023 年 3 月预测	
	2023	2024	2023	2024
实际 GDP 增速	0.5	1.6	0.4	1.2
失业率	4.6	4.6	4.5	4.6
PCE 通胀	3.1	2.5	3.3	2.5
核心 PCE	3.5	2.5	3.6	2.6

资料来源：Fed，华宝证券研究创新部

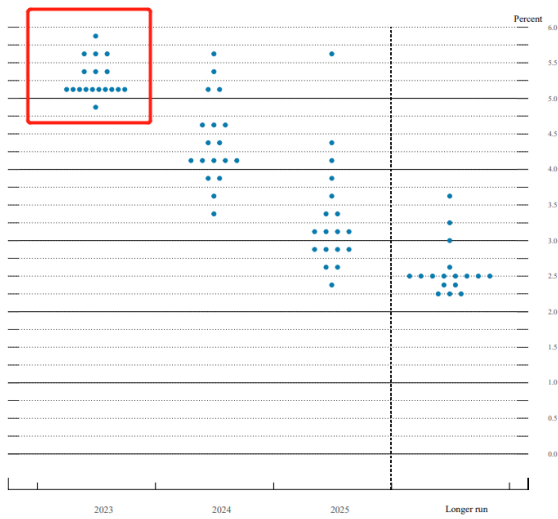
而且美联储仍然重申“坚定地致力于恢复 2% 的通胀目标”，且将由获得“足够限制经济增长的货币政策立场”来实现。

1.2. 市场和美联储预期差再现

最新公布的点阵图对于今年加息预期与 2022 年 12 月时预期变化不大，预期在 5.0-5.25% 区间，但比硅谷银行事件前市场预期下降了 50bp，而且也暗示出今年并不会降息的指引。鲍威尔还表示“如有必要，美联储将超预期加息，维护市场对美联储的信心非常重要。”

图 1：2023 年 3 月美联储点阵图预测

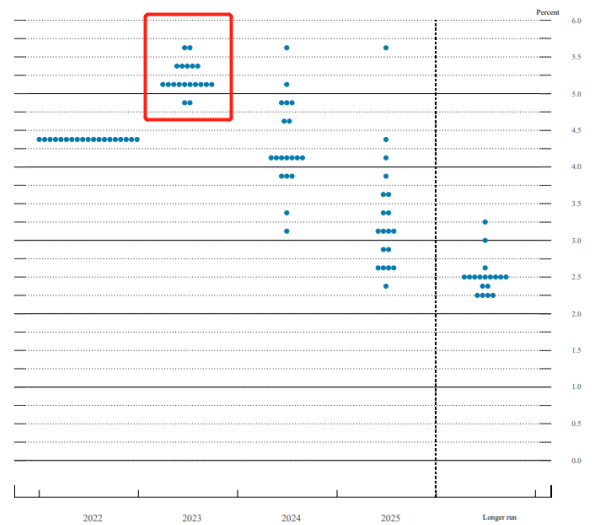
Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



资料来源：Fed，华宝证券研究创新部

图 2：2022 年 12 月美联储点阵图预测

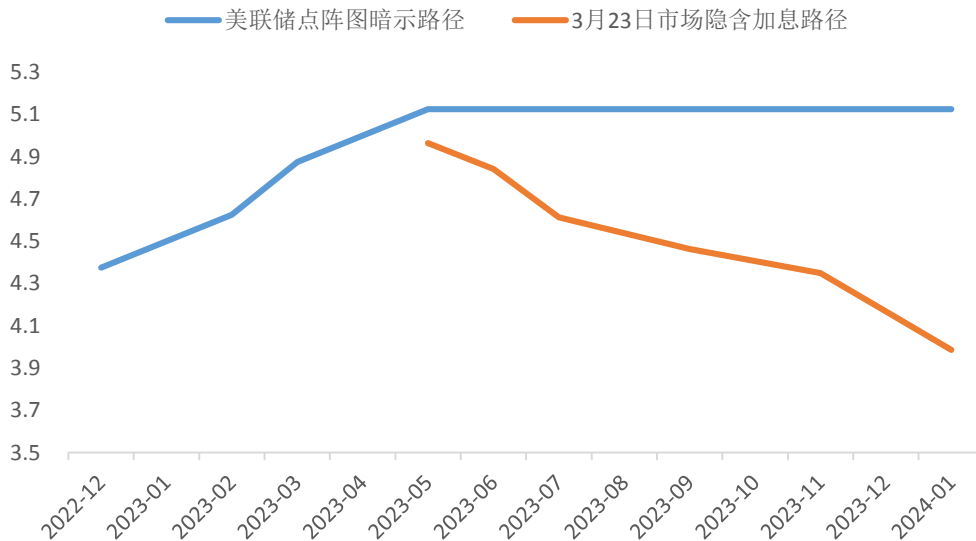
Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



资料来源：Fed，华宝证券研究创新部

不过市场却并未对此计价，依然认为 7 月开始就会降息。其核心矛盾在于，一方面，市场可能仍然低估了美联储抗通胀的决心，目前通胀问题仍然优先于金融稳定；另一方面，当前不确定性太多，潜在风险在上升，市场对未来的预期差也有更大的容忍空间。

图 3：美联储点阵图加息路径和市场预期加息路径



资料来源：Fed，CME，华宝证券研究创新部

2. 美联储货币政策对资产价格影响路径出现变化

按美联储预期来看，年内还有加息一次的空间，综合考虑了近期的应行业风险后，加息顶点的预期较 3 月初有所下调，也就是说加息已经接近尾声，但在加入了金融风险的考虑后，加息的结束或降息的提前出现却未必能有效利好资产价格上涨。

2.1. 影响的逻辑发生变化——即使提早出现降息预期也未必是大利好

目前美联储货币政策已经从此前的物价稳定为核心逐渐“夹带”更多金融稳定考量

了，这一变化对于市场预期和资产价格的逻辑也会有明显转变，在软着陆的路径下，美联储加息的见顶和转向，对于股市、商品、美债等多数资产价格是利好的，分母端的改善总体会好于分子端的“小幅”弱化。

但是就目前情况看，如果停止加息或者启动降息的时间早于美联储预期，大几率是因为伴随着金融风险的进一步暴露，隐含的金融危机风险或经济“硬着陆”风险意味着分子端的负面影响在短期可能明显更强，将对美股、商品等资产价格形成压制，直到风险的显著缓和或更大幅度的降息。而黄金价格即能受益于风险上升、又能受益于美联储货币政策转向。

2.2. 难以实现“软着陆”下控通胀目标，可能要做“二选一”

本轮加息周期，美联储的节奏是明显偏慢的，无论是加息的起点还是后续的加息幅度，都是显著落后于通胀压力的，很重要的一个原因就是美联储想要找到经济和通胀的平衡点，实现“软着陆”下的控通胀。这对美国来说是最理想的一条路径，通过加息抑制实体需求降低通胀，对于经济和金融市场的负面影响不会很大。

但目前来看，慢节奏的加息可能是比较失败的——通胀压力近期不降反升，金融风险却已提前开始暴露，美联储可能无法成功实现“软着陆”下的控通胀。因为当前的风险并非从实体经济的衰退开始，而是从金融领域风险暴露开始，通过风险、衰退的“硬着陆”方式降低通胀。

由于金融领域风险先暴露之后对经济、就业和通胀的影响并不确定，且可能会存在传导时滞。很可能导致当更大的风险发生时美联储并没有达到抗通胀目标，无法大宽松，必须对物价稳定和金融稳定做“二选一”——抗通胀优先则会加剧衰退风险，金融稳定优先则会加剧通胀上升压力。

按七八十年代的经验来看，美联储无论是从长期抗通胀角度还是维护美联储信誉角度，可能都要以抗通胀优先，即不会轻易降息以应对风险，这会引发市场波动风险会急剧上升。

正如我们上周提到的，当下宏观策略分析逻辑当中，都要加入风险因素的考量。

3. A股近期大盘震荡、风格分化的格局，还是要等待基本面变化

外部风险虽然可能会进一步影响外需，但也会增强中国资产的相对吸引力，再加上美联储降息预期，对我国实质上的影响相对有限，国内资产价格的走势核心还是经济基本面的验证情况。目前，经济基本面处于“观察期”，在4月政治局会议前的经济复苏情况也将是下一阶段政策走向的主要参考因素。

经济基本面的模糊也让市场更倾向于逻辑基本面、寻求题材的风格，尽管中特估、AI等热点题材和其他板块已经形成了显著的分化，但在基本面逻辑明确前，这种分化很难以消除。短期的各类高频数据综合来看又很难给出强复苏的信号，这种状况很可能要持续到4月份公布经济数据或者政治局会议前后。

如果继续看好热点板块，就很难看多大盘，因为热点题材的持续大幅上涨一定程度上也是建立在其他板块机会不大的预期下。而且热点题材会对其他板块形成虹吸效应，类似2021年各类基金减仓然后去追新能源的情况，其他板块反弹就减仓然后追热点。

如果基本面或者政策面的转变信号迟迟没法出现，就有可能一直保持结构性行情特征——热点板块在高波动中抬升，其他板块窄幅震荡走低。考虑到热点板块的高波动特征，对市场来说赚钱效应可能并不好。

风险提示及免责声明

- ★ 华宝证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格。
- ★ 市场有风险，投资须谨慎。
- ★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。
- ★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的独立判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。
- ★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。
- ★ 本公司秉承公平原则对待投资者，但不排除本报告被他人非法转载、不当宣传、片面解读的可能，请投资者审慎识别、谨防上当受骗。
- ★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。
- ★ 本报告对基金产品的研究分析不应被视为对所述基金产品的评价结果，本报告对所述基金产品的客观数据展示不应被视为对其排名打分的依据。任何个人或机构不得将我方基金产品研究成果作为基金产品评价结果予以公开宣传或不当引用。

适当性申明

- ★ 根据证券投资者适当性管理有关法规，该研究报告仅适合专业机构投资者及与我司签订咨询服务协议的普通投资者，若您为非专业投资者及未与我司签订咨询服务协议的投资者，请勿阅读、转载本报告。