

2023 年 03 月 21 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

美联储的三难抉择：抗通胀、防风险和托经济

—策略专题报告

投资要点

分析师：谭倩 S1050521120005

tanqian@cfsc.com.cn

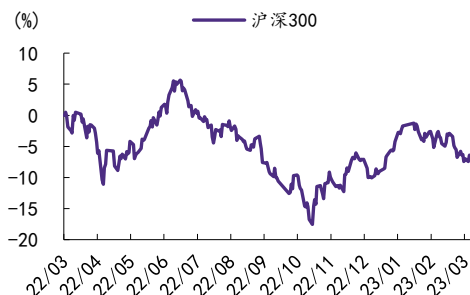
分析师：朱珠 S1050521110001

zhuzhu@cfsc.com.cn

联系人：杨芹芹 S1050121110002

yangqq@cfsc.com.cn

最近一年大盘走势



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《北向净流入，两融环比扩张》
2023-03-20
- 2、《市场估值到哪了？》2023-03-20
- 3、《市场估值到哪了？》2023-03-13

核心要点

近期海外金融市场风波不断，美联储动向备受关注，面临抗通胀、防风险、托经济的三难抉择。考虑到通胀韧性、风险隐忧和衰退渐近，预计美联储加息节奏边际放缓，3月加息 25BP，最终加息至 5.25%附近，之后维持 higher for longer 的高利率悬挂，年内并不会快速进行货币转向。

宏观大势：十字路口，三难抉择

从基本面来看，通胀下行但韧性犹存，风险暴露但敞口可控，美国经济放缓但衰退未至，美联储面临三难抉择，加息预期有所降温。

衰退渐近：经济放缓，但衰退难免

美国经济增速边际放缓，软着陆空间较小，消费韧性对经济支撑将减弱，通胀失业差暗示衰退不可避免，大概率是浅衰退，预计在二季度末三季度初兑现。

通胀韧性：趋势下行，但韧性犹存

2月 CPI 延续小幅回落，结构仍有支撑。二季度之后住宅强支撑开始减弱，但食品和能源通胀下行幅度有限，能源通胀有望在下半年重新形成支撑，工资-通胀螺旋虽放缓但支撑还在。

风险隐忧：风险暴露，但敞口可控

硅谷银行事件爆发后，美国流动性风险加速暴露，虽不至于引发债务危机和金融危机，但美联储激进加息对美元资产价值的影响还在持续，仍值得警惕。

配置策略：海外避险，国内修复

海外：避险为上，风险偏好收敛，黄金>美元、美债>美股。
国内：重启升势，相对优势凸显，A股好于中债。

风险提示

- (1) 全球金融条件紧缩超预期
- (2) 联储货币政策快速转向
- (3) 地缘政治风险再起

正文目录

1、 经济基本面：逐渐明朗，共识渐成.....	5
1.1、 经济放缓但仍未衰退	5
1.2、 就业紧张但有所缓和	7
1.3、 通胀下行但尚有韧性	10
2、 市场预期面：来回摆动，混乱反复.....	11
2.1、 衰退预期的横跳	12
2.2、 金融风险的恐慌	18
2.3、 加息预期的摇摆	20
3、 配置策略：海外避险，现金为王.....	22
4、 风险提示.....	26

图表目录

图表 1：零售数据环比在 2 月份出现大幅回落.....	5
图表 2：美国周度经济指数走低但未转负.....	6
图表 3：GDPnow 目前预测相对乐观	6
图表 4：2 月服务业就业仍保持在高位	7
图表 5：2 月非农失业上行工资增速放缓	8
图表 6：Indeed 招聘指数走势和职位空缺数基本一致	9
图表 7：Indeed 显示新增就业和总就业同步下行	9
图表 8：除了住宅，2 月 CPI 各项均有所回落（%）	10
图表 9：住房 CPI 预计将在二季度出现加速回落.....	11
图表 10：油价的高基数效应将在 2023 年下半年开始减弱	11
图表 11：市场的加息预期在进入到三月以来反复不定.....	12
图表 12：NBER 指标当前相对健康	13
图表 13：菲利普曲线在 2020 年后再度生效.....	14
图表 14：过去通胀失业差过 5 时都没有出现衰退逃逸的现象.....	14
图表 15：转移支付仍有部分存留（十亿美元）	15
图表 16：储蓄走低负债回到疫情前，消费的支撑边际转弱	16
图表 17：可选服务消费的回补预计在 2023 年二季度完成.....	16
图表 18：消费贷拖欠也出现了上升的趋势	17

图表 19: 当前美债利差倒挂处在历史低位	17
图表 20: 欧洲系统稳定指数 CISS 开始出现回升	19
图表 21: 欧洲各大银行的 CDS 报价飙升, 显示出投资者恐慌情绪的抬升	19
图表 22: 联储负债表从 3 月开始扩表了近 3000 亿美元 (百万美元)	21
图表 23: 降息周期开始时往往伴随着失业率的上升和 PCE 的下行 (%)	22
图表 24: 美元在 2023 年之后保持了反弹态势	23
图表 25: 黄金站在新一轮周期的起点	24
图表 26: 10 年美债收益率 3 月以来触及 3.3% 的位置 (%)	25
图表 27: 过去几轮衰退中美股表现回顾	25
图表 28: 3 月份北向资金净买入保持稳定 (亿元)	26

近期海外金融市场风波不断，美联储动向备受关注，面临抗通胀、防风险、托经济的三难抉择，市场预期也在强加息和快降息之间不断反复。与其跟着市场随波逐流，我们更想通过对于当前经济的基本面和预期面的判断，找到更为确定的宏观锚点，以此获得相对清晰的资产投资逻辑。

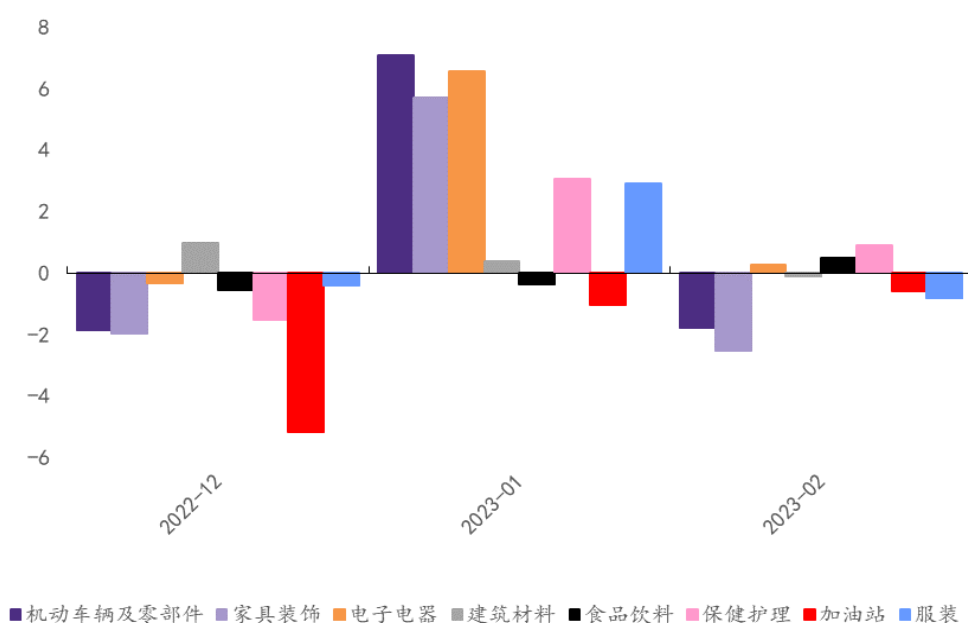
1、经济基本面：逐渐明朗，共识渐成

结合 2 月 PMI、零售、通胀、就业等数据，美国宏观经济基本面越发清晰，对经济形势、就业状况、通胀趋势的共识逐步形成，大致结论是经济放缓但衰退未至、就业紧张但有所缓和、通胀下行但韧性犹存，美联储加息预期有所降温。

1.1、经济放缓但仍未衰退

进入 2023 年后，美国经济就开始走弱，但并未真正开始进入到衰退周期。四季度 GDP 环比折年率初值为 2.9%，低于 3.2% 的前值，但仍处于增长区间，好于市场预期。全年来看，2022 年美国实际 GDP 增速为 2.1%，较 2022 下降 3.8%，经济放缓趋势基本确认。从 PMI 来看，美国制造业和服务业继续分化，其中制造业 PMI 延续弱势，连续 4 个月处在荣枯线之下，录得 47.7%；服务业 PMI 则是保持强劲趋势，录得 55.1% 的高位。零售数据也有些走弱，美国 2 月零售环比由 3.2% 下降至 -0.4%，主要支出均有不同程度的回落，仅有电子电器、食品饮料以及日用品项保持环比正增长，而汽车作为零售数据中占比最多的部分，在 2 月份环比下行 1.8%，居民消费边际放缓。虽然零售数据环比转负但是同比依然保持在 5.58% 的高位，远高于次贷危机（-7.4%）和互联网泡沫（2.8%）时期的水平，还有一定的韧性。

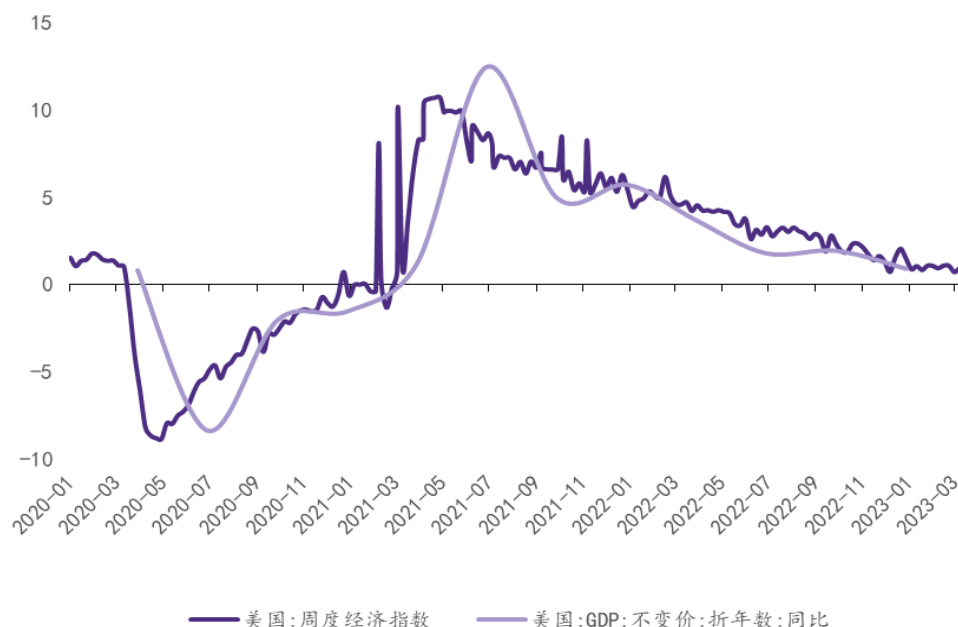
图表 1：零售数据环比在 2 月份出现大幅回落



资料来源：Wind，华鑫证券研究

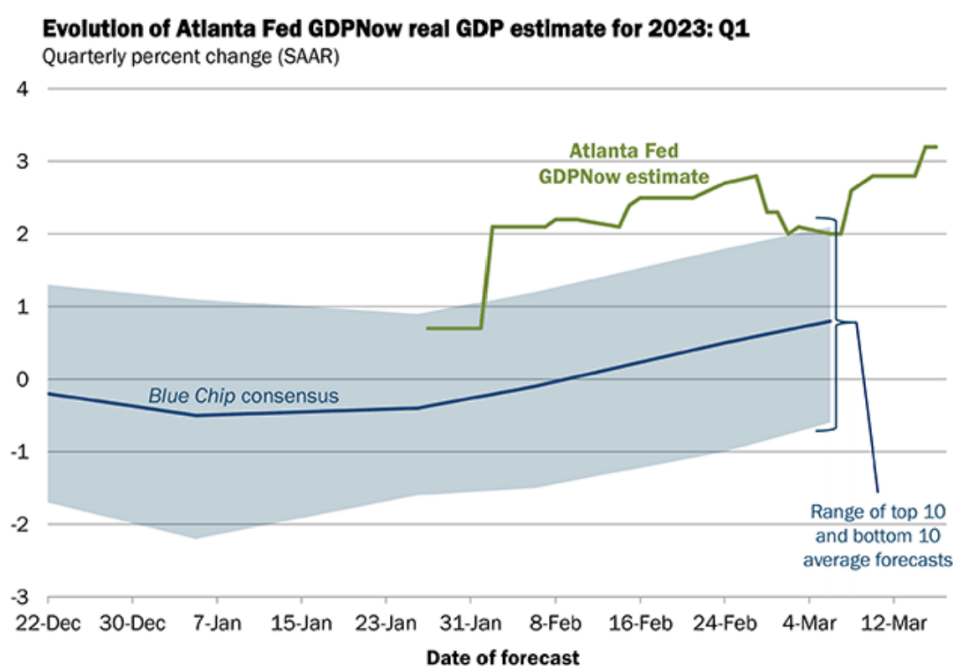
从经济预测数据的角度来说，周度的经济预测指标和美国经济增速有较强的一致性，目前周度经济指数虽然延续下行趋势，但还未转负；GDPnow 模型预测一季度经济保持在正增长区间（0.7%-2.8%），显示出美国经济虽有放缓但仍未衰退。

图表 2：美国周度经济指数走低但未转负



资料来源：Atlanta Fed，华鑫证券研究

图表 3：GDPnow 目前预测相对乐观



资料来源：Atlanta Fed，华鑫证券研究

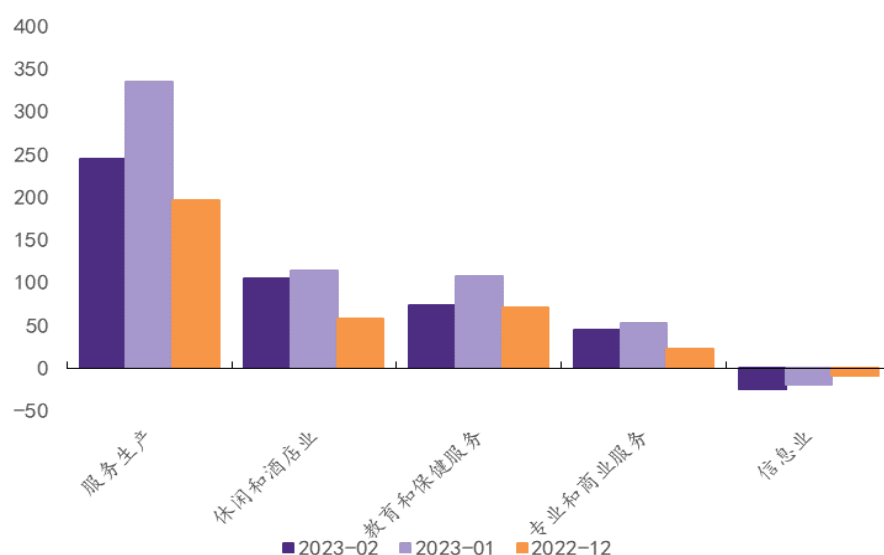
1.2、就业紧张但有所缓和

2月美国非农新增就业31.1万，远超20.5万人的市场预期，服务业依然是就业主力，特别是10.5万（休闲酒店）、4.5万（专业服务）和4.4万（医疗保健）。

但是超预期的就业中也有隐忧。时薪增长4.6%，虽仍处于相对高位，但环比增速放缓，仅有0.2%，低于1月份的0.3%，工资-通胀螺旋担忧略有缓解。失业率略有上行，从3.4%升至3.6%，显示出就业市场的不平衡格局小幅改善。

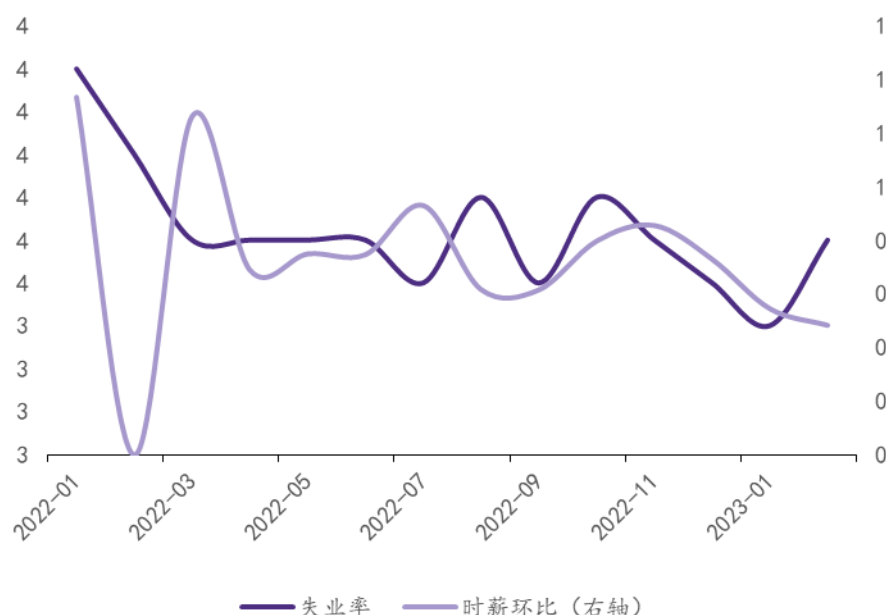
从就业结构上来看，当前服务就业仍是主要的就业支撑，2月私人部门就业初值26.5万人，其中服务业就业24.5万人，商品生产仅就业新增2万就业，其中制造业就业出现了自2021年4月以来的首次减少，当月减少了4千人的就业，主要是受非耐用品制造拖累。

图表4：2月服务业就业仍保持在高位



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 5：2 月非农失业上行工资增速放缓

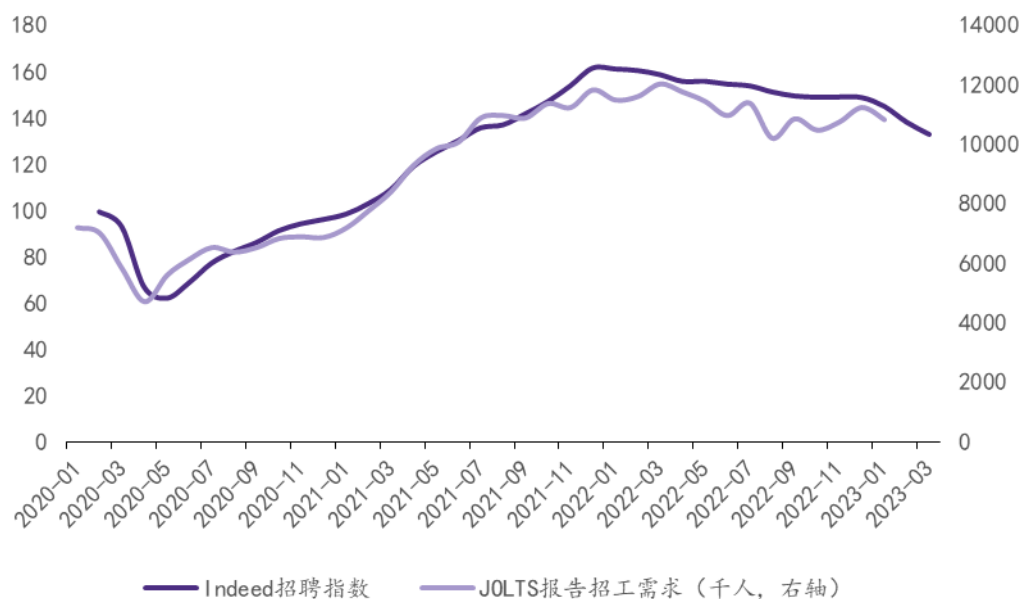


资料来源：Wind，华鑫证券研究

商品和服务就业的持续分化符合我们之前对于美国就业市场的判断，根源是美国疫情后商品消费和服务消费的节奏错位，也是当前判断联储加息和衰退的重要观察指标。服务业就业放缓一方面是服务消费放缓，另一方面是对工资增长的支撑也会减弱，两者均是通胀缓解的重要方向。但是就业本身并不能作为合格的观察指标，由于就业数据本身在经济数据中的滞后性，而且更新的速度也相对较慢，能较好显示出当前美国就业市场紧张程度的职位空缺报告 JOLTS 往往滞后两个月。因此，我们需要有一些替代指标来对冲数据的时滞。

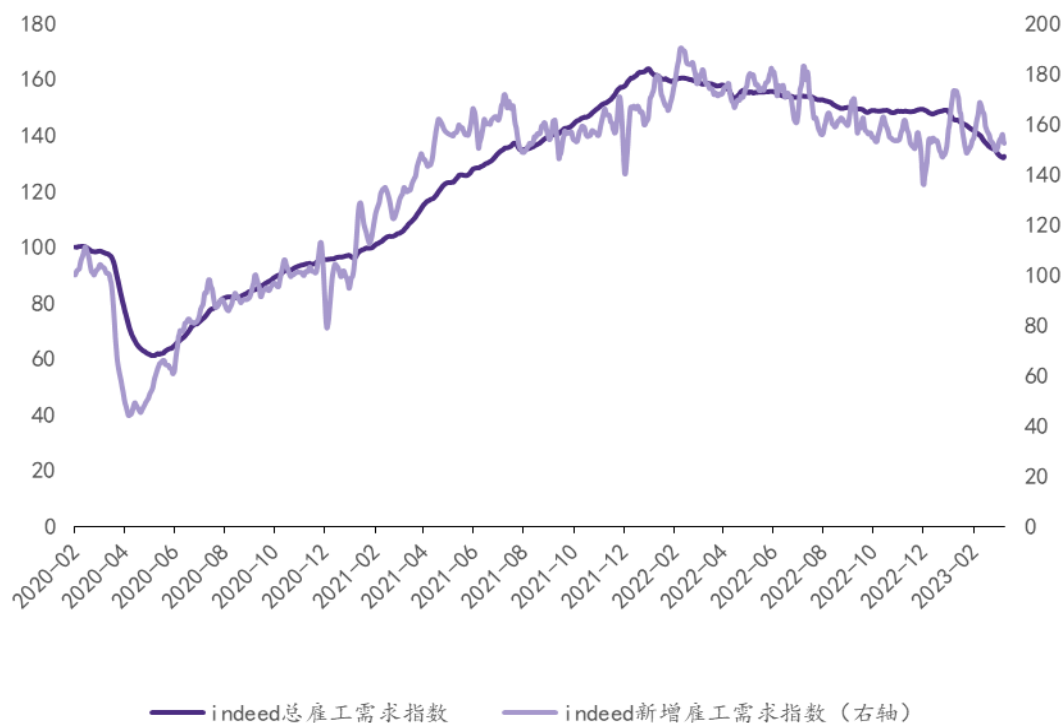
Indeed 是一个综合招聘网站，将 2020 年 1 月的全网招聘情况设定为 100 的基准线，以日度的频率更新新增岗位招聘和总岗位需求，因此相较于 JOLTS 数据，Indeed 的职位数据能及时地给我们展示美国劳动市场情况。除了时效性之外，选取 Indeed 指标的另一个原因是本轮劳动市场的再平衡大多从需求端开始平衡。疫情后美国劳动市场的不平衡的根源是供给不足导致供不应求：在疫情、转移支付、移民政策以及人口老龄化等因素的共同作用下，劳动力供给在短期内恢复的可能降低。根据贝弗里奇曲线，联储抗通胀的目标必将冲击劳动市场，使得 v/u (职位空缺率/失业率) 回到低位。因此这一轮的劳动市场调整将大概率是从劳动市场的需求侧出发，而高频的 Indeed 数据可以很好地帮助我们跟踪这种变化。结合我们过去的报告，联储快速加息后，过去依赖低利率环境的僵尸公司承压，或将成为本轮失业率抬升的起点，也符合我们劳动市场将从需求侧改善的判断。从最新 Indeed 招聘指数来看，已出现边际回落迹象，和职位空缺数基本一致。

图表 6: Indeed 招聘指数走势和职位空缺数基本一致



资料来源: FRED, 华鑫证券研究

图表 7: Indeed 显示新增就业和总就业同步下行



资料来源: FRED, 华鑫证券研究

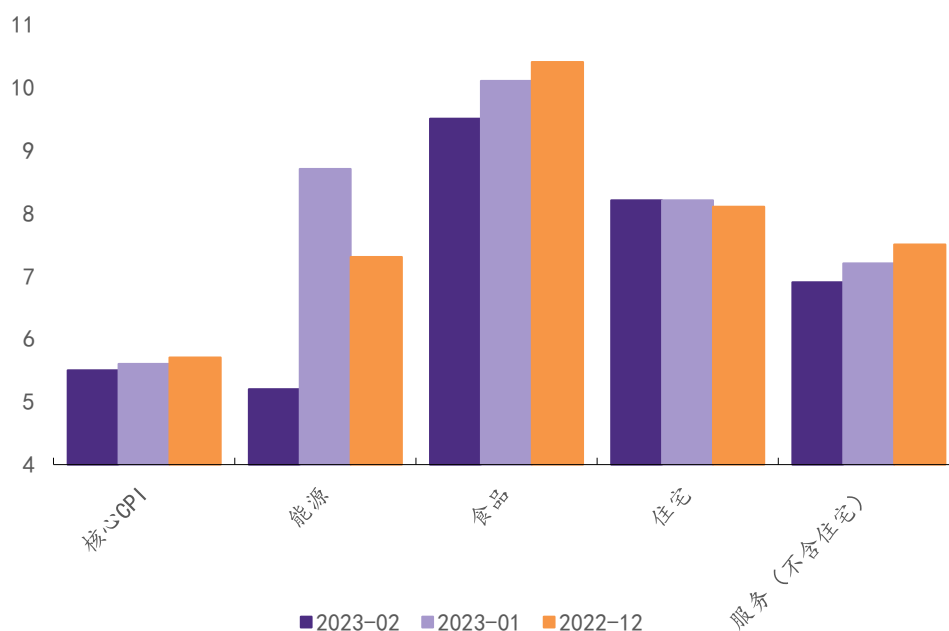
1.3、通胀下行但尚有韧性

美国通胀已进入下行通道，但是下行速度不及预期：2月美国通胀总量延续小幅回落，结构仍有支撑。CPI同比增长6%，连续第8个月下降，创下自2021年9月以来的增速新低，通胀压力边际缓和，但下行速度并不及预期，核心CPI环比增速0.5%，高于0.4%的市场预期。

从分项来看，住房通胀延续高位运行，同比增速录得8.2%，与上月持平，环比增速较1月的1%略有下行，录得0.5%。去除掉租金的服务通胀录得6.9%，自2022年7月以来首次下降到7%以下。食品和能源价格延续了回落的态势，其中食品项目结束了连续三个季度的10%以上的高位运行下落至9.5%。能源通胀出现了比较明显的下行，同比增速回落至5.2%，环比增速较1月的3.1%快速回落，录得-0.6%的负增长。二手车价格继续大幅回落，同比录得-13.6%，环比下行2.8%，是通胀下行的主要原因。

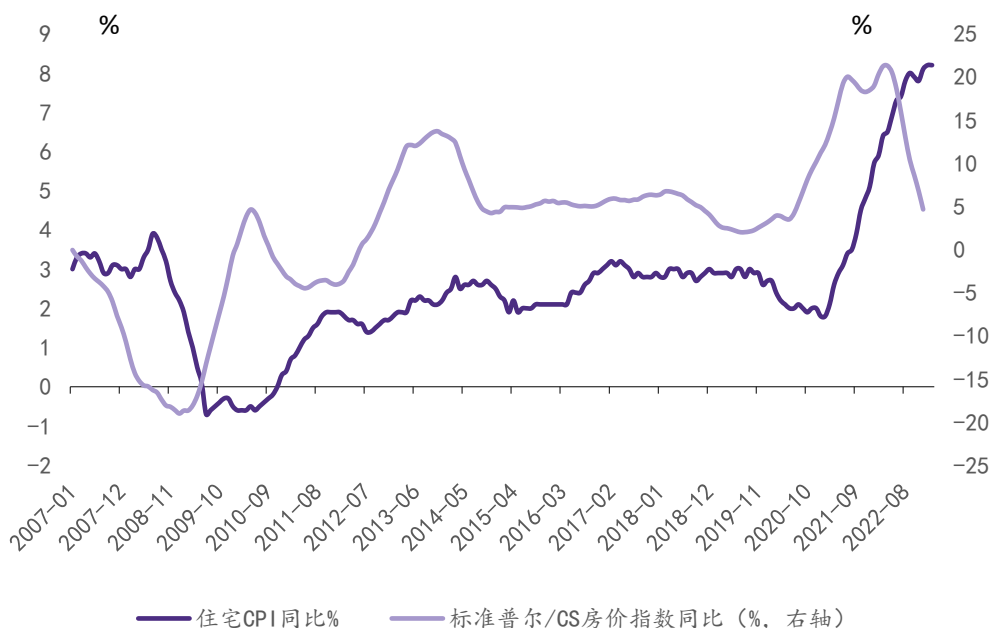
往后来看，预计通胀延续回落的态势，但最后一公里韧性仍值得警惕。住宅对于通胀的强支撑预计二季度之后开始减弱，使得整体通胀进入到加速下行的阶段。但食品和能源通胀下行幅度有限，从食品的角度来说，美国农业局预计食品通胀全年7%左右，能源通胀的高基数效应预计在6月开始消散，能源通胀有望在下半年重新形成支撑。叠加劳动市场仍处在相对紧张的位置，工资-通胀螺旋虽放缓但仍有支撑，通胀韧性值得关注。

图表8：除了住宅，2月CPI各项均有所回落（%）



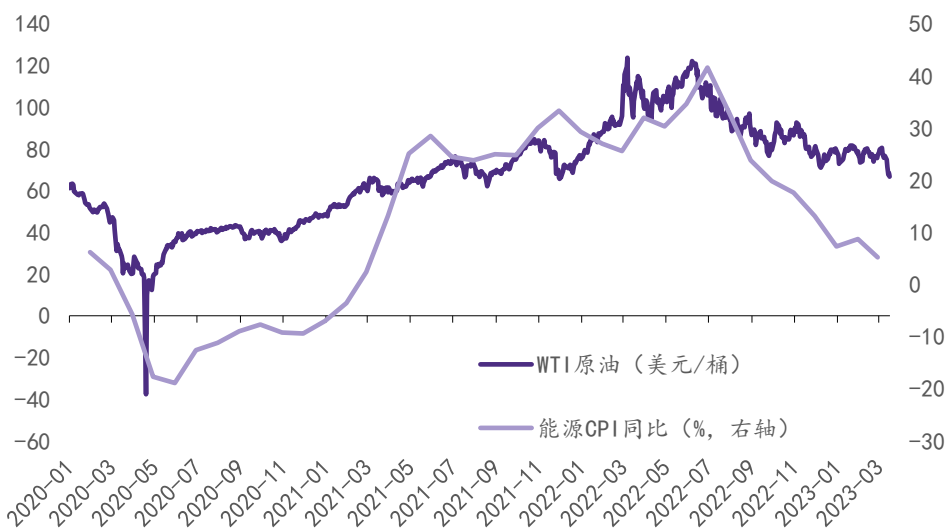
资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 9：住房 CPI 预计将在二季度出现加速回落



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 10：油价的高基数效应将在 2023 年下半年开始减弱



资料来源：Wind，华鑫证券研究

2、市场预期面：来回摆动，混乱反复

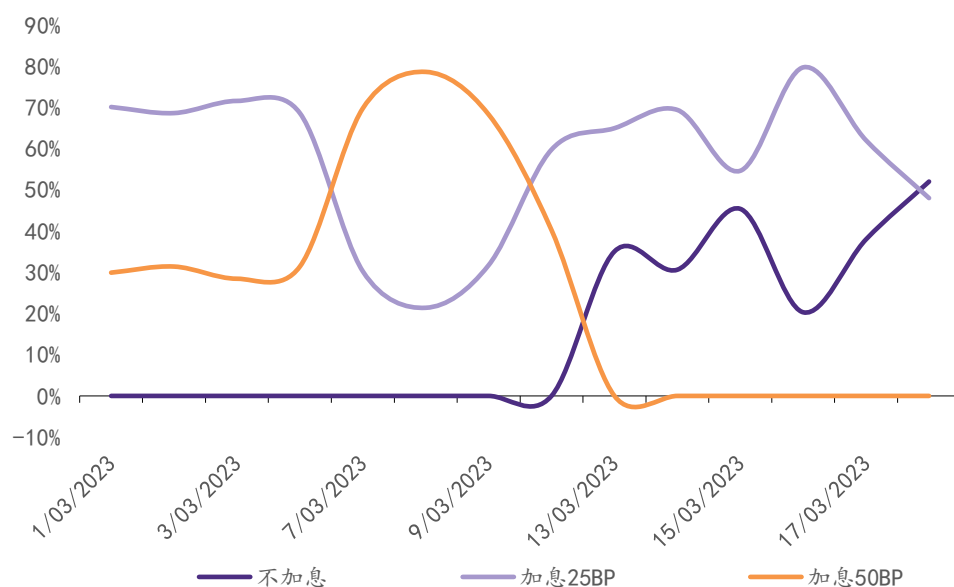
与相对明朗的经济基本面相比，市场预期面较为混乱反复：市场在强加息和快降息之

请阅读最后一页重要免责声明

11

中反复横跳；联储和市场对于衰退的预期也出现明显分歧：鲍威尔仍坚持软着陆，市场对于经济的判断从浅衰退过度到危机恐慌。由此催生出降息预期：市场开始提前预期 2023 年的降息，最快预计 6 月份就会开始降息。在市场预期反复不定的情况下，我们更应该从更长远的视角、更高的角度去寻找确定性，并以此为锚点更清晰地判断未来资产、政策和经济的走势。

图表 11：市场的加息预期在进入到三月以来反复不定



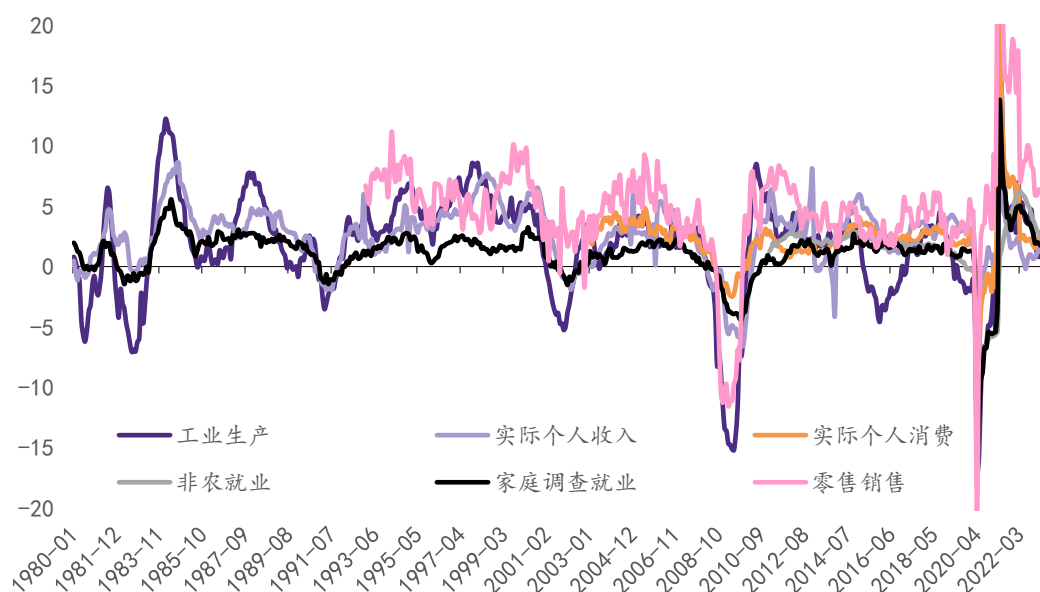
资料来源：CME，华鑫证券研究

2.1、衰退预期的横跳

官方和市场对于衰退预期出现明显的分歧：从联储角度来看，鲍威尔在国会发言中仍未放弃软着陆的说法。从市场角度来看，伴随着紧缩交易消退而衰退交易走强，所以即使市场在调整联储加息顶点（6%）预期之后，美债依然没能突破前高：10 年期美债在短暂冲 4% 之后便出现了回落。近期在 SVB 事件冲击下，衰退交易重新占据上风，10 年期美债收益率出现快速的回落，降息预期迅速抬升。

对于衰退的预期，经历了软着陆-不着陆-硬着陆的反复切换，我们认为当前美国衰退的兑现仍是大概率事件。首先从 NBER 的判断标准来看，作为美国官方的衰退指标，工业生产、批发与零售、个人收入、消费支出、非农就业和家庭就业等指标均出现了一定的走弱，但都依然处在相对健康的状态，尤其是就业相关的指标依然保持了相对的强劲，仅有工业生产出现了较为明显的走弱，NBER 定义的衰退周期往往伴随着至少 3 个指标的走弱转负，加之 NBER 的指标往往是滞后指标，因此当前官方指标并不能给我们清晰的引导。

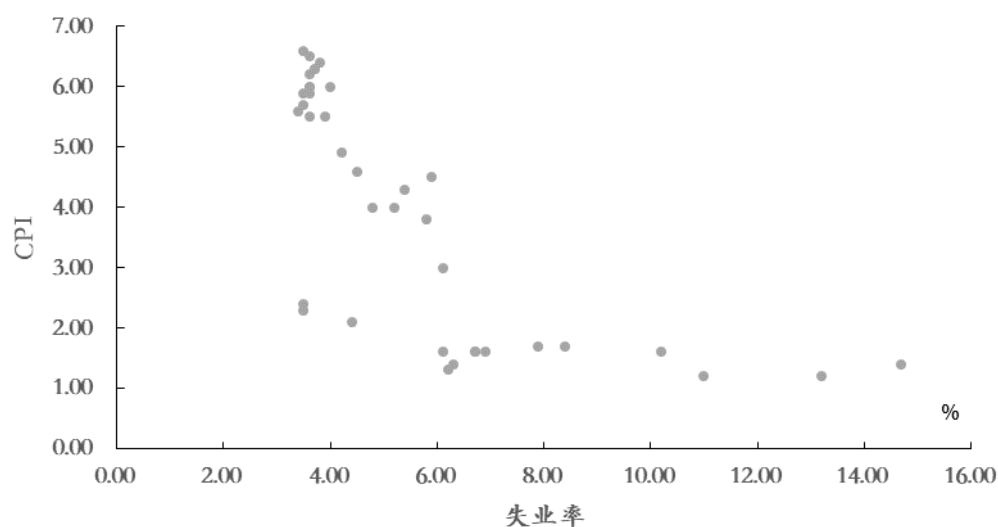
图表 12: NBER 指标当前相对健康



资料来源: FRED, 华鑫证券研究

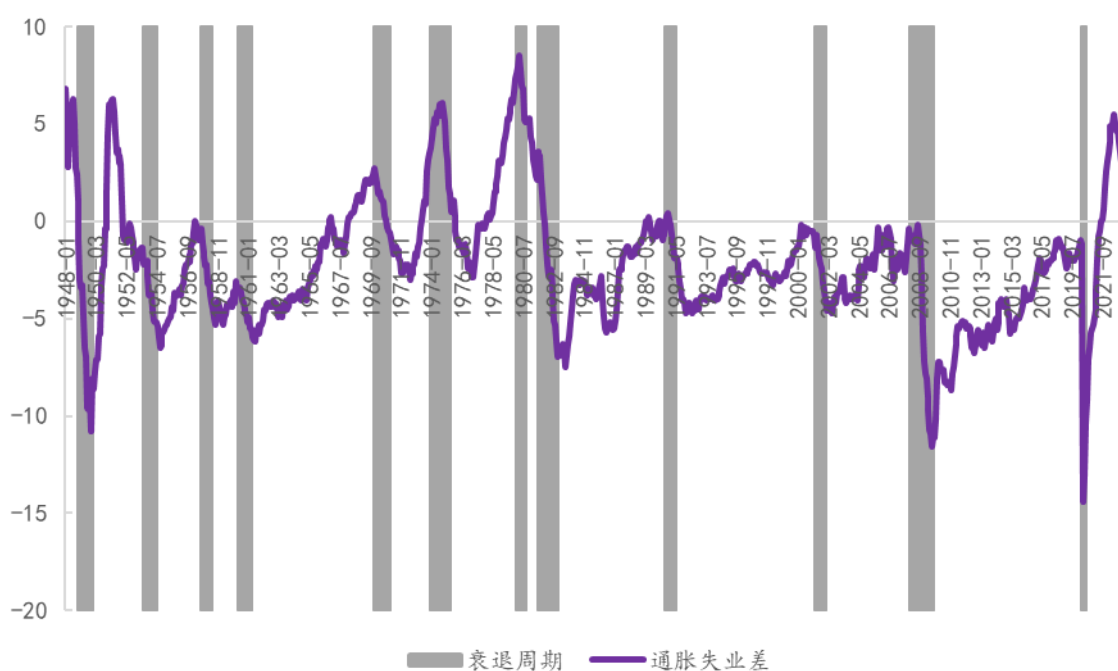
但通胀失业差暗示衰退不可避免。1980 年之后, 菲利普曲线在供应链的全球化下逐渐失效, 通胀处在长期的低位, 与失业的关系逐渐脱钩, 但是在疫情后的时期, 逆全球化、老龄化以及供应链的受阻使得菲利普曲线再度回归。从实际经济的角度来说, 虽然工资环比放缓, 工资通胀螺旋的担忧已经有所减轻, 但是整体工资的同比涨幅依然保持在 4% 以上的位置, 远高于疫情前 2.5% 的平均增幅, 工资涨幅对于通胀的支撑同样使得菲利普曲线再现。基于此, 我们认为通胀失业差在当前仍是一个比较好用的判断衰退到来的指标, 过去通胀失业差有 4 次突破了 5% 以上, 分别是 1948 年, 1951 年, 1974 年和 1979 年, 每次失业通胀差突破 5% 之后美国经济均出现了衰退, 除了 1950 年代的战时经济政策使得经济危机拖到朝鲜战争后出现以外, 通胀失业差往往是经济衰退的同步指标, 同样验证了衰退的不可避免性。

图表 13：菲利普曲线在 2020 年后再度生效



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 14：过去通胀失业差过 5 时都没有出现衰退逃逸的现象



资料来源：FRED，华鑫证券研究

与此同时，消费韧性对经济支撑趋于减弱。消费一直是美国经济的主要支撑，疫情后的消费主要有两个特点：一是转移支付使得美国消费出现了快速的触底回弹；二是伴随着疫情好转，消费场景限制的减少，美国消费整体经历了从商品到服务的转移。但是在当前时点，转移支付作用下的超额储蓄对于消费的支撑正在逐渐减弱。

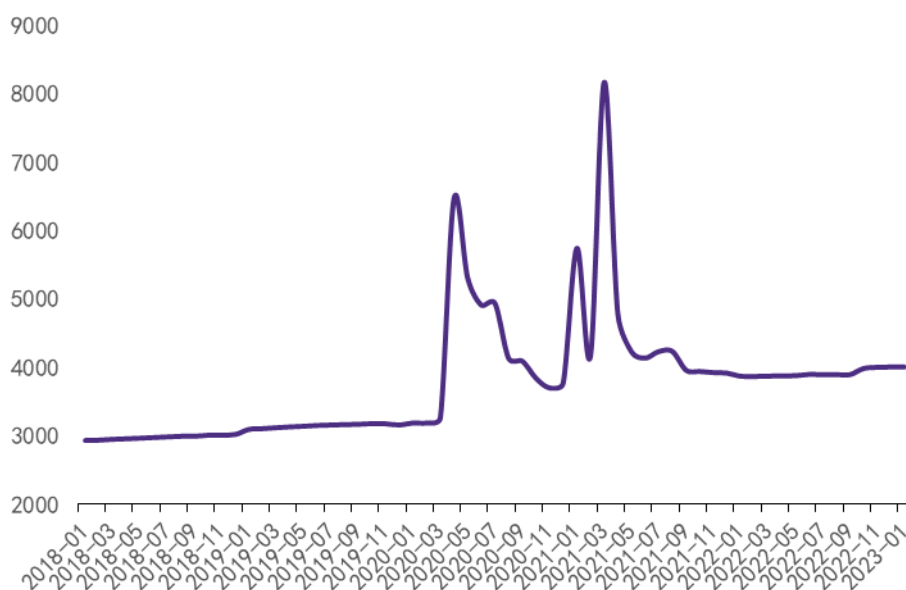
根据联储的研究，大部分的超额储蓄都集中在前 50%的家庭手中，其本身对于消费的边际贡献较弱，而后 50%的家庭本身的超额储蓄消耗本就十分快速，因此虽然当前转移支付依然保持在历史趋势以上，但是对于消费的支撑已经开始出现弱势。

从收入情况看美国家庭消费的持续性，家庭的负债比已经回到了疫情前的水平，个人储蓄率远低于疫情前的平均水平，均从侧面验证当前大部分的美国家庭已经失去了超额储蓄的支撑。

从消费贷的拖欠率来看，当前美国整体消费贷的拖欠率虽然仍处在历史的低位，尚未回到疫情前的水平，但是已经出现了上升的趋势。根据历史经验来看，消费贷的拖欠率的走高往往伴随着消费的走低，在 2008 年时期，消费贷的拖欠率上升至近 5%的位置使得整体消费增速下行至最低-2.17%，因此当前消费贷的拖欠率抬升同样从侧面验证了美国消费韧性逐渐减弱的事实。

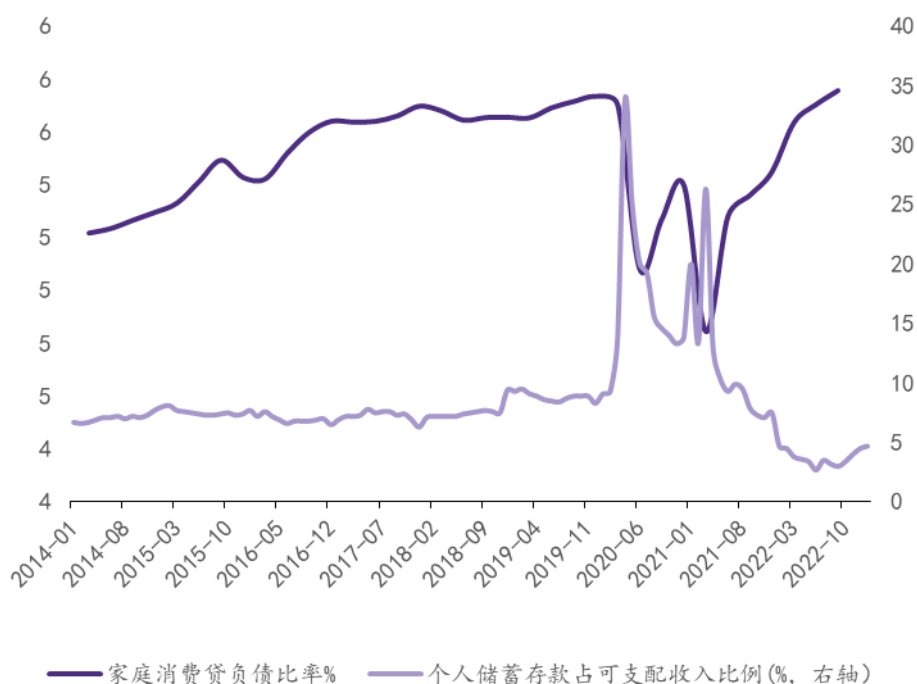
消费贷的拖欠率往往和失业率的走势十分一致，伴随着联储持续压制通胀打压需求，预计后续消费贷的拖欠率仍有持续上升的空间。但是美国居民的债务情况在疫情后的转移支付下得到了一波出清，当前消费贷拖欠率仍处在 2%的历史低位，家庭负债比也远低于 2008 年时期的水平，更健康的负债结构将降低衰退对于消费的冲击，符合我们对于美国经济浅衰退的判断。

图表 15：转移支付仍有部分存留（十亿美元）



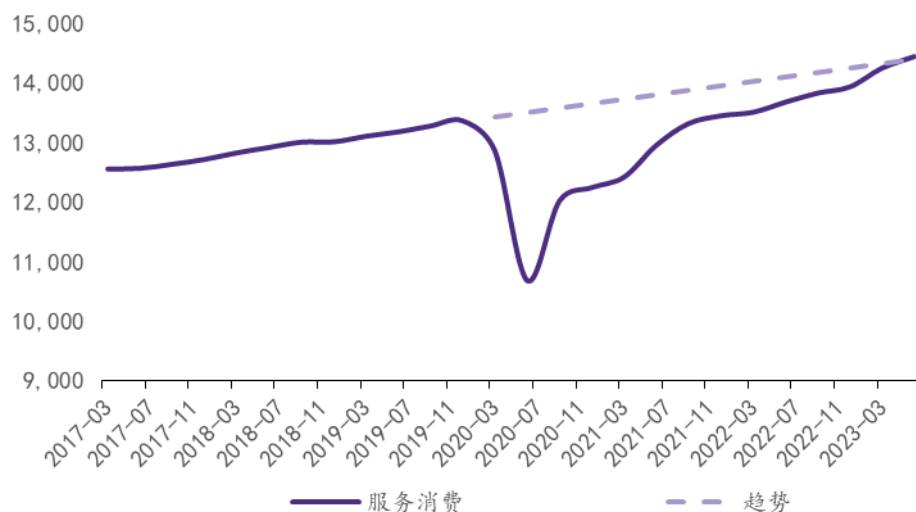
资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 16: 储蓄走低负债回到疫情前, 消费的支撑边际转弱



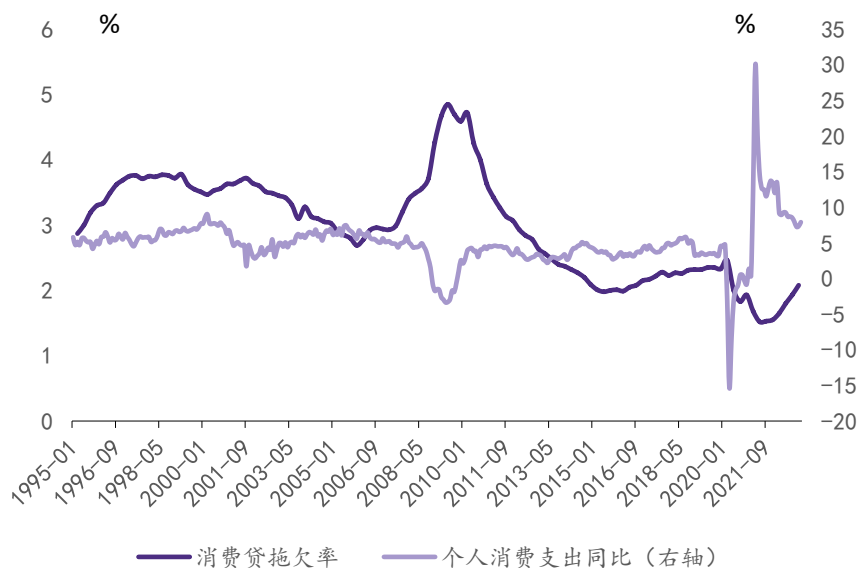
资料来源: Wind, 华鑫证券研究

图表 17: 可选服务消费的回补预计在 2023 年二季度完成



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

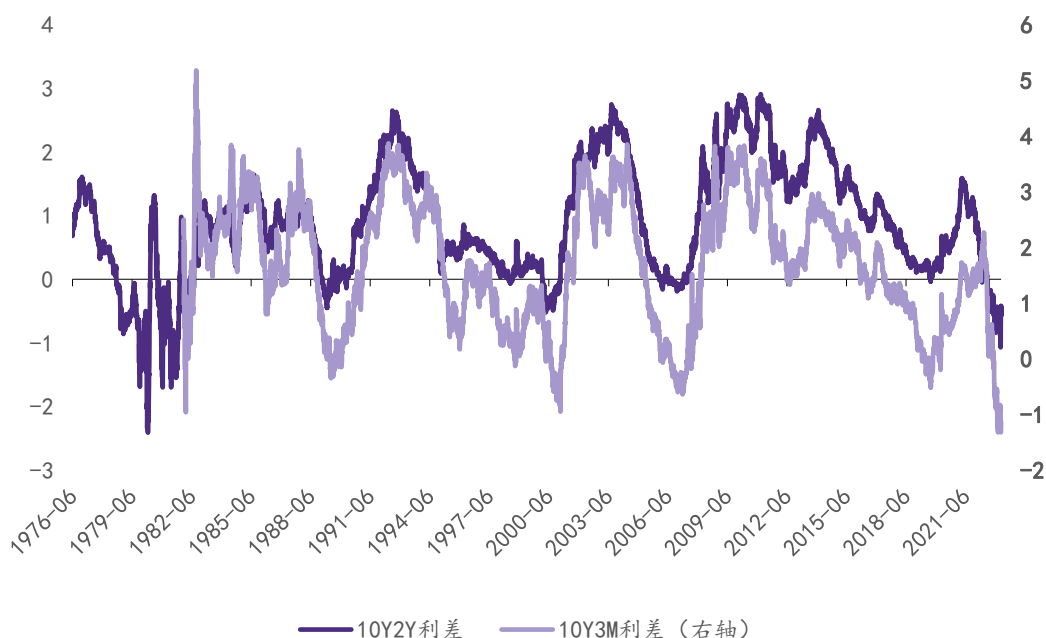
图表 18：消费贷拖欠也出现了上升的趋势



资料来源：Wind，华鑫证券研究

美国利差深度倒挂预示衰退风险。从利差倒挂的角度来看，在本轮超鹰派的加息进程中，美国长短利差倒挂深度来到了历史性的一个深度，而过去历次利差达到此深度时均出现了衰退，没有出现过软着陆的情况。

图表 19：当前美债利差倒挂处在历史低位



资料来源：Wind，华鑫证券研究

综合来看，美国衰退的确定性是较强事件，但从程度上来说，疫情时期经济风险的出清（居民杠杆，僵尸企业）使得本轮衰退大概率是浅衰退，预计在二季度末三季度初兑现。

2.2、金融风险的恐慌

SVB 事件引发了市场对于金融危机的担忧，但是本轮银行风波处置相对较快，加上 BTFP 给与的充足的流动性支持，对于市场更多是冲击而非危机。金融危机担忧缓和的背景下来要更加关注实体经济中受金融条件紧缩而引发的破产潮，或将成为本轮衰退的起点。

SVB 危机的根源在于伴随着美联储的激进加息，过去的优质资产美债开始变得不那么优质，使得银行的资产端受损，最终导致资产、负债双杀，出现流动性风险。本轮银行风波并不会演变成全方位的金融危机，主要是有三方面原因：

一是美国自 2008 年之后建立的巴塞尔协议三使得银行间的资本保持在了充裕的状态，并不会引发 2008 年类似的情况。

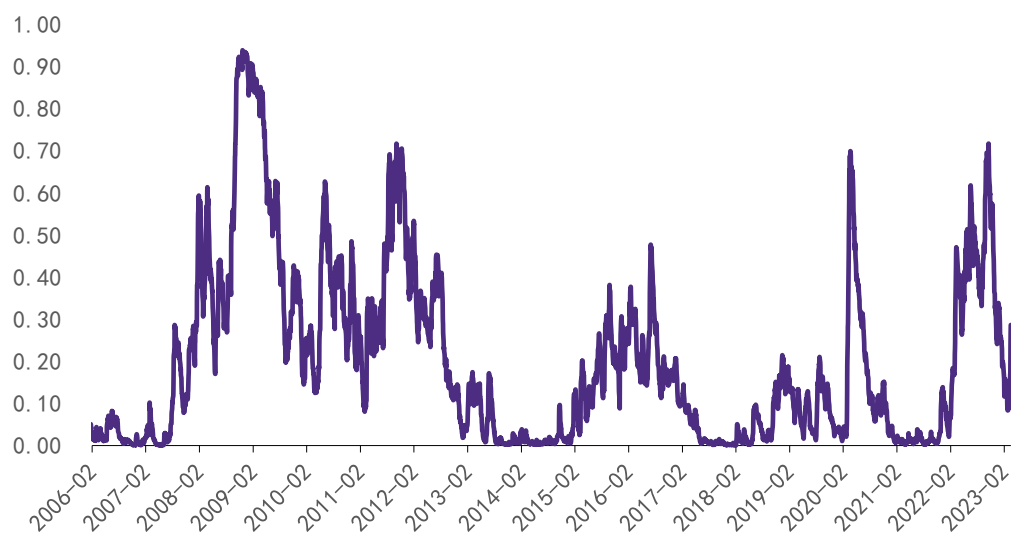
二是本轮出现危机的银行性质不同，SVB 等一系列 PEVC 银行更多的是持有 MBS 和美债等优质资产，并没有过多的金融衍生品，因此并具备雷曼兄弟一样的破坏力。

三是联储的快速处理也使得本轮危机不足以发酵。反应快（48 小时 FDIC 处理）加上充足的流动性支持（BTFP），联储当前预计有近 3 万亿的美元储备，因此市场猜测 BTFP 的规模将达到 2 万亿美元，市场信心再度提升。同时银行市场本身也开始了相互救助，美国大银行也开始给出现危机的银行进行注资纾困，多家大型银行在 3 月 16 日向第一共和银行注资 300 亿美元。因此综合来看，当前美国银行流动性危机暂时处于可控状态。

欧洲金融市场同样在近期出现了瑞信事件，瑞信由于财务报告披露内控缺陷和大股东沙特银行表态不会增资助其脱困成为了市场关注的热点。与 SVB 银行不同，瑞信不管是规模上还是资产属性上都更像 2008 年的雷曼，也更符合大而不能倒的定义，因此引发了市场更为强烈的危机恐慌。目前瑞信已经和瑞士央行达成了 500 亿瑞郎的借款以及约 30 亿瑞郎的现金来回购高级债务证券。但是央行的救助仍未打消市场的担忧，瑞信在 3 月 17 日周五开盘之后延续了下跌的态势，3 月 20 日，瑞信事件最终以瑞银收购收尾，瑞士央行将向瑞银提供 1000 亿瑞士法郎的流动性援助；同时，瑞士政府将为瑞银接管瑞信资产的潜在损失提供 90 亿瑞士法郎的担保，价值约 160 亿瑞士法郎的瑞信债券将被完全减记，市场恐慌情绪才略有缓和。

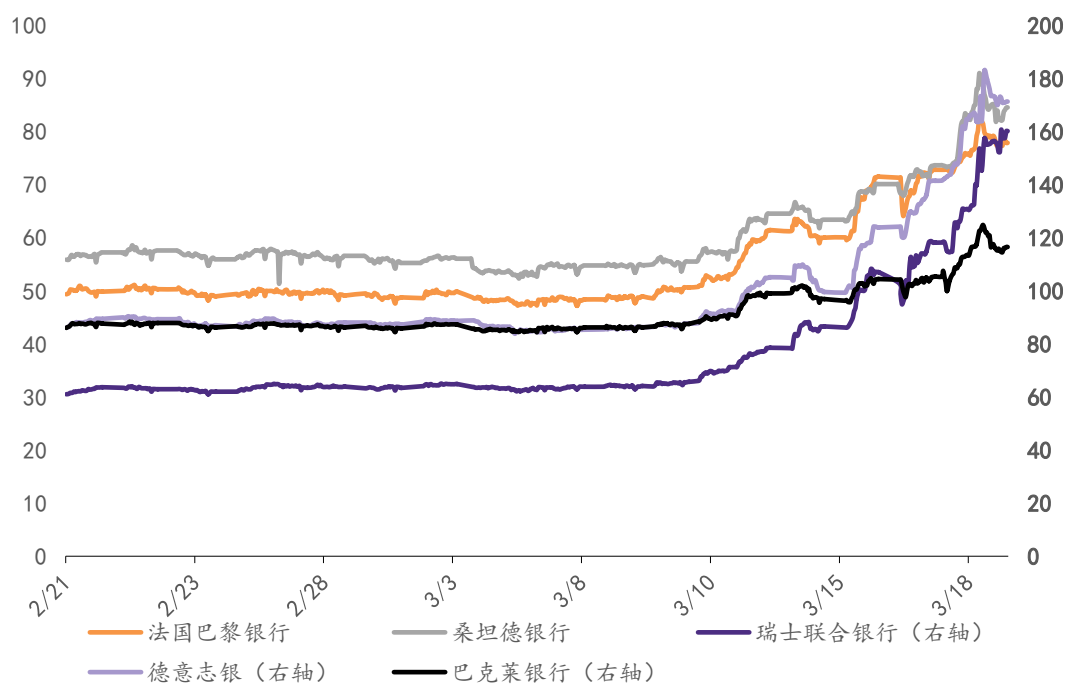
但本流动性危机仍未结束，金融紧缩冲击会从货币政策传导到金融领域，最终落地到实体经济，我们预计后续仍会有银行出现流动性危机，但更多的是在各种流动性支持政策下出现相对可控的点对点的爆发，并不会以点带面使得整体经济面临系统性金融风险。接下来需要警惕的是激进加息对于实体企业和大宗商品价格的影响，过去低利率环境下催生了大量的僵尸公司，而伴随着美国加息进程的推进，这些公司可能开始进行裁员，推动失业率上行至 4.5%到 5%左右的范围。按照 5%的失业率推算，也同样验证了我们对于浅衰退的判断。

图表 20：欧洲系统稳定指数 CISS 开始出现回升



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 21：欧洲各大银行的 CDS 报价飙升，显示出投资者恐慌情绪的抬升



资料来源：Wind，华鑫证券研究

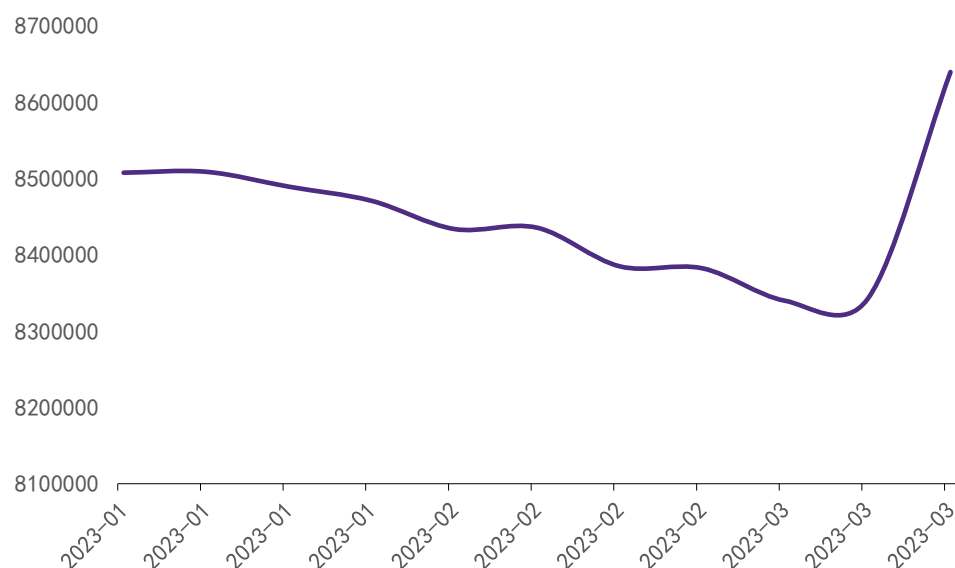
2.3、加息预期的摇摆

银行危机使得市场预期超前降息。高盛预计 3 月的 FOMC 会议上联储不会再度进行加息，野村证券则认为美联储将在 3 月份的 FOMC 会议上降息 25 个基点并结束本轮 QT。但从 CME 的统计来看，市场预期 2023 年内仍会加息至 5.25%，最早 7 月就会开始降息，2023 年内降息 3 次共 75BP。这种超前的降息预期本质上是对于银行风波的过度恐慌，我们认为当前的市场降息预期仍会再次被证伪，联储尚未到降息的时间点。

欧央行强硬加息 50BP 的政策信号。欧央行在瑞信风波之后仍继续进行 50BP 的加息，欧央行的态度表述也出现了一些变化，首先是再次强调通胀在过高水平维持过久，表明抗通胀决心。谈及瑞信风波时，拉加德表示欧央行有足够的政策工具，完全可在需要时为欧元区金融体系提供流动性支持，因此拉加德表示欧央行并未在物价稳定与金融稳定之间权衡（no trade-off），首要目标仍是抑制高通胀并使通胀回到 2% 水平。欧央行鹰派的态度来源其不断持续高位的通胀，欧洲核心 HICP 同比在 2023 年的 1 月（5.3%）和 2 月（5.6%）持续走高，因此在后续金融风险相对可控的前提下，欧央行仍会持续在 5 月份进行加息。

美联储加息和扩表同步进行。当前美国和欧盟的通胀路径不同，欧盟当前核心通胀仍在上升，而美国通胀则是更多的粘性的问题，因此思考联储后续的加息路径不能简单的照搬欧盟。同时，本轮联储正在经历罕见的紧货币（加息持续）和宽财政（BTFP）的组合，从其性质来说，BTFP 的性质与 2020 时期的财政 QE 不同，作为流动性备用金，其并不会对个人和家庭产生直接影响，也就使得其对于通胀的影响偏独立中性。从其作用来说，BTFP 的出台使得联储快速加息下银行的流动性问题得到了兜底，快速的处置下全面危机的可能性得到了遏制，使得联储维持金融系统的相对稳定目标得以实现。两权相害取其轻的作用下，通胀将再次成为联储的货币政策主要考量对象。但 BTFP 也有其副作用，联储的缩表进程已经落后于进度，缩表和加息作为组合拳共同作用缩减金融条件的手段，**在缩表作用受限时候，联储将会更依赖货币政策去达成抗通胀的目标，这并不意味着联储会再次加快加息的步伐，或者是再度上调加息的顶点，而是会对降息的抉择更加审慎，在流动性问题可控的情况下，联储也并不急于快速转向降息，可以静待实际利率转正，通胀正式下行之后再做抉择。**因此预计 3 月议息会议还是按照 12 月 FOMC 会议的指引，继续进行 25BP 的加息，加息至 5%-5.25% 的范围。

图表 22：联储负债表从 3 月开始扩表了近 3000 亿美元（百万美元）



资料来源：FRED，华鑫证券研究

美联储正面临三难抉择。本轮降息联储将面对浅衰退、高通胀和低失业的局面。

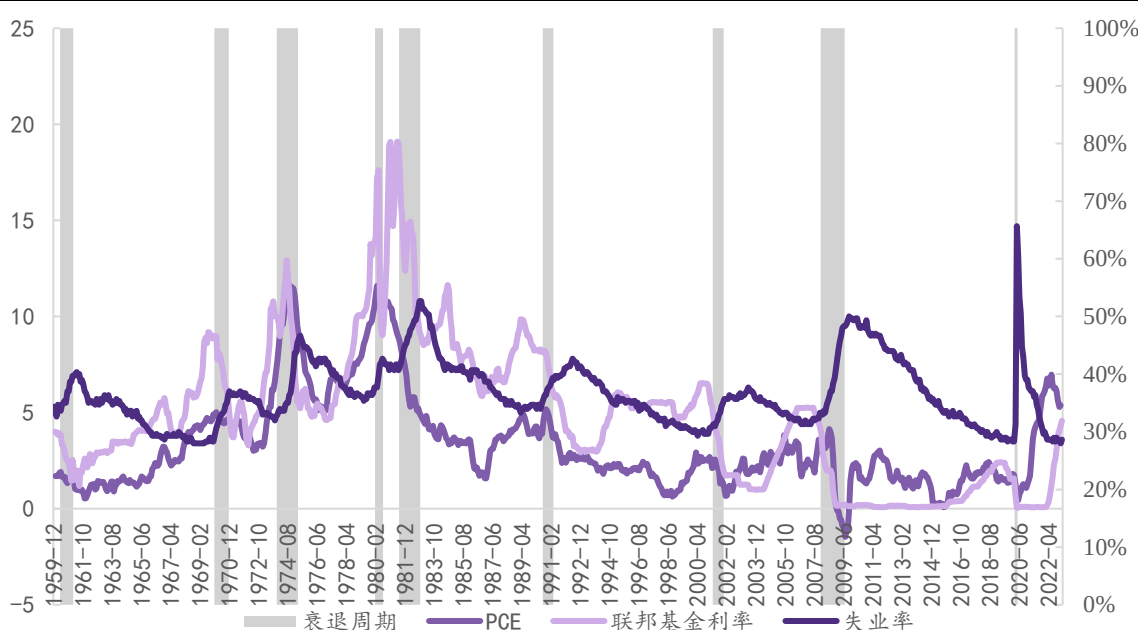
从通胀韧性来看，通胀韧性会进一步支持联储进行高利率的悬挂，1 月 PCE 出现了超预期的回升，亚特兰大联储中的黏性通胀也再度上行至 6.8% 的高位，以此预计联储会在 3 月的经济展望中上调通胀预期（12 月是 PCE3.1%，核心 PCE3.5%），使得通胀在 2023 年触发降息的可能性降低。

从失业压力来看，当前劳动市场的供给需求不平衡仍未解决，失业率的上行速度预计放缓，联储 12 月预计 2023 年失业率达到 4.6%，低于过去的平均降息标准。

从衰退深度来看，这一轮大概率是浅衰退，在 2019 年时期经济放缓可以在低通胀低失业的环境下推动联储降息，但是当前高通胀高粘性的环境下浅衰退并不足以推动联储进行快速降息。

从触发因素来看，联储往往要进行通胀和就业之间的平衡，结合 1984 年以来的六次降息潮来看，通胀往往处在相对可控的位置，平均降息时期 PCE 同比处在 2.8% 左右的位置。从失业率的角度来看，六次降息开始时失业率的平均值为 5.05%。但值得注意的是，2019 年降息时联储更多的是出于经济增速放缓的原因而进行降息，彼时通胀和失业率均处在相对健康的位置，使得经济增长的重要性提升，促使了降息的发生：在 2019 年 7 月开始首次降息时，美国的 PCE 同比仅有 1.55%。失业率则是经历了近十年的持续下行，处于 3.7% 的低位。而剔除 2019 年的情况后，联储平均降息的 PCE 同比在 3.04% 左右的位置，核心 PCE 同比 2.92%，平均失业同比在 5.34% 的位置，当前仍有一定的差距。

图表 23：降息周期开始时往往伴随着失业率的上升和 PCE 的下行（%）



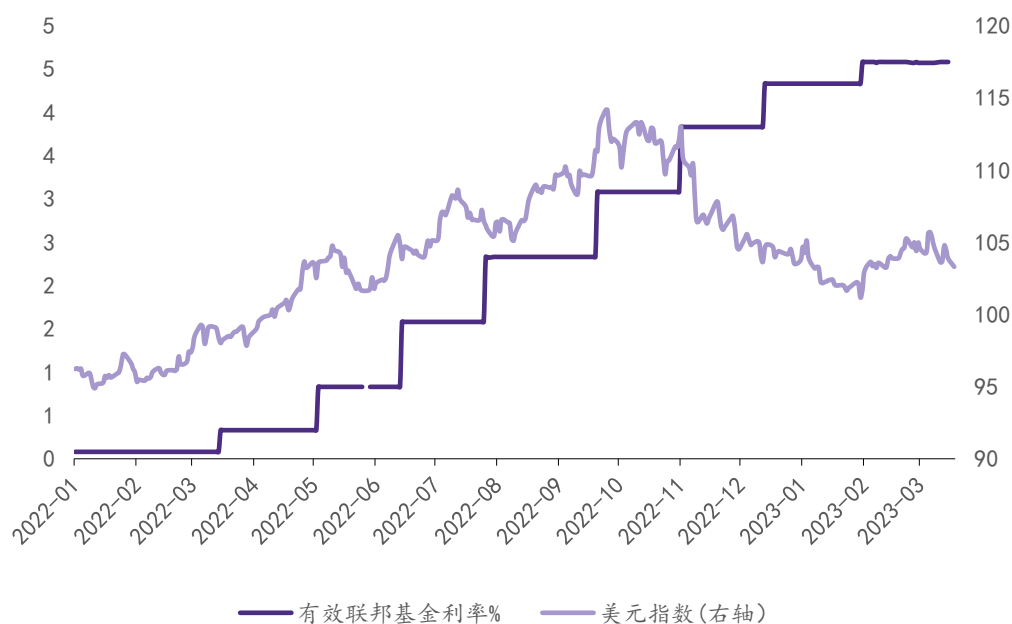
资料来源：Wind，华鑫证券研究

3、配置策略：海外避险，现金为王

综合来看，当前联储加息的进程尚未结束，而 QE+QT 的组合也将使得降息更晚到来，衰退的确定性较强，而由于 2020 年疫情时期风险的释放，浅衰退的可能性更大。基于此，美债快速回落后的下行空间有限，最佳的配置窗口期已过；美股仍面临估值和业绩的双重挑战。美元存款是当前很好的资金避风港选项。黄金在危机、衰退和降息三因子共同推动下，右侧配置窗口越来越近。A 股则受益于经济恢复的确定性和风险传导的有限性也成为了避险资金的聚集地之一。

美元：现金为王。在国际银行流动性风险不断爆发的当下，全球市场再度进入到了恐慌的局面，美元的避险属性再度占据了上风，预计将继续维持在 100 以上的位置，当前加息进程仍未结束，在整体资本市场动荡不安的时期，大银行的美元存款的性价比凸显，收益率普遍在 4% 以上，是当前资金的主要选择。即使后续美国衰退得到兑现，联储也不会快速降息，因此后续虽然美元指数重回下行通道，但整体利率仍保持在高位，避风港优势仍存。

图表 24：美元在 2023 年之后保持了反弹态势



资料来源：Wind，华鑫证券研究

黄金：危机、衰退和降息三因子共同助力右侧窗口期的开启。在近期风险事件的催化下，黄金价格快速上涨，COMEX 黄金价格从 3 月 15 日最低的 1889 美元/盎司上升到了 2000 美元/盎司以上的价格，上涨超 100 美元，本轮黄金价格上行主要是避险情绪的推动，考虑到当前海外银行事件仍未平息，第一共和银行问题仍未得到妥善解决，高利率环境下后续仍会有银行出现流动性问题，流动性风险仍需警惕，叠加美国衰退的兑现和后续联储的宽松预期三因子将共同助力金价的上行，金价已处于新周期的起点。

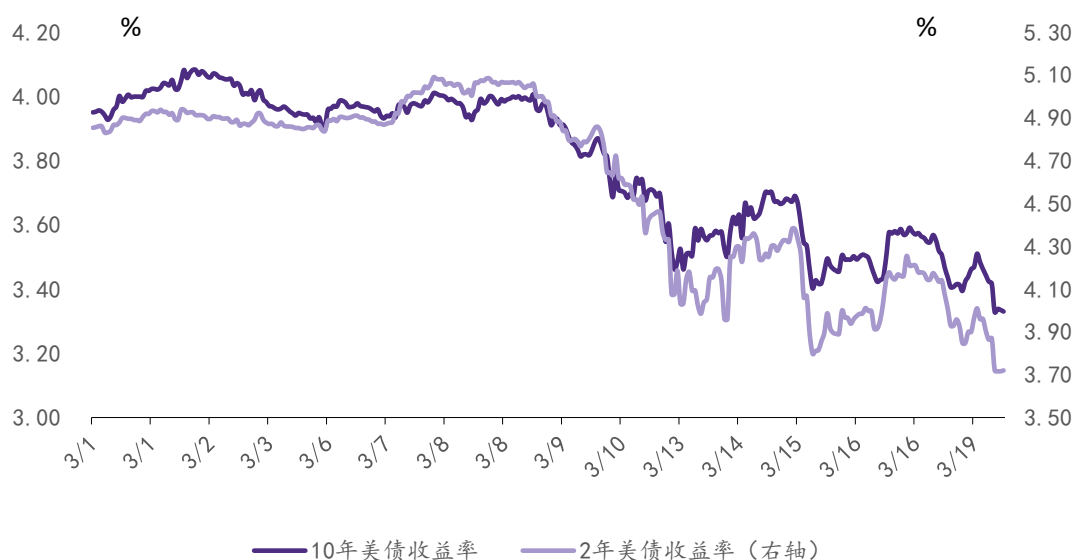
图表 25：黄金站在新一轮周期的起点



资料来源：Wind，华鑫证券研究

美债：快速回落后的下行空间有限，最佳配置窗口期已过。伴随着银行流动性风波和经济的走弱，美债的通胀交易经济开始出现了走弱，收益率的中枢大幅下移，而恐慌造成的避险交易和衰退交易则是当前主要影响美债收益率的因素，美债当前处在了上有顶（加息，危机缓解，预计在 3.8%左右）和下有底（危机恐慌再现，经济走弱，预计在 3.3%左右）的震荡状态。

图表 26： 10 年美债收益率 3 月以来触及 3.3% 的位置 (%)



资料来源：Wind，华鑫证券研究

美股：仍面临估值和业绩双重挑战，等待配置窗口的重启。美股近期在银行风波和联储加息中出现了宽幅震荡，但仍未触底：美股仍要面对衰退兑现以及业绩估值双杀的冲击。2023 年美股触底反弹值得期待，从时间点的角度来说，2023 年下半年完成加息之后市场和联储将就降息预期再度进行博弈，联储的口风转变预计将成为本轮美股触底反弹的起点。

图表 27：过去几轮衰退中美股表现回顾

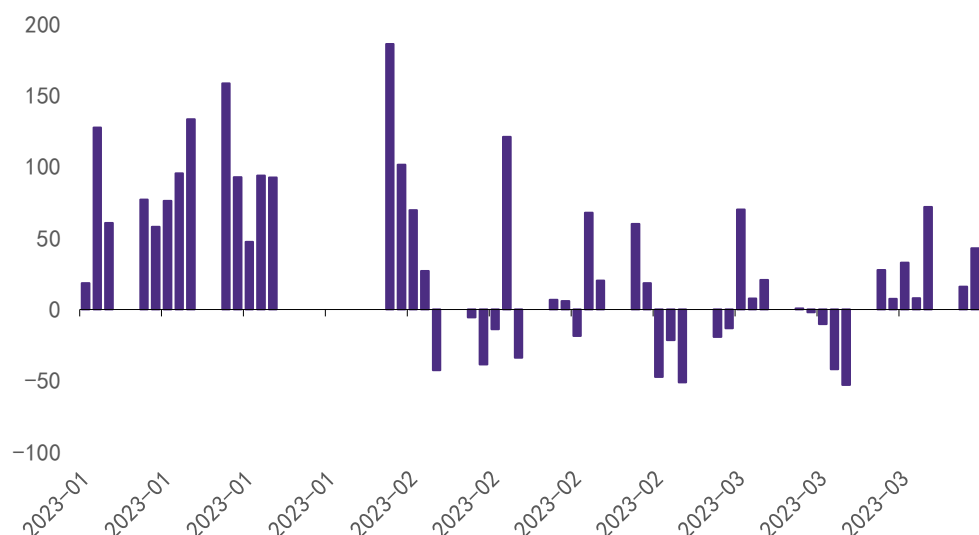
	衰退时常（月）	最大单日回撤	最大单日涨幅	衰退期间跌幅	衰退期间反弹	反弹信号
1973年	16	-3.60%	2.71%	-43.16%	37.89%	经济衰退有所缓解叠加石油危机冲击消散，联储在12月继续降息25BP
1980年	22	-6.15%	4.16%	-24.91%	87.45%	CPI降到6以下，沃尔克口风放松，放弃降通胀目标，1982年10月5日FOMC会议正式宣布放弃M1目标
1990年	8	-4.17%	3.79%	-25.34%	48.20%	联储开始新一轮降息周期，10月29日，美联储降息25个基点
2001年	8	-6.83%	8.92%	-38.49%	35.65%	911恐慌后反弹
2008年	18	-9.14%	11.81%	-51.39%	44.65%	联储完成降息，维持低利率不变的情况下开始新一轮QE
2020年	2	-12.32%	9.35%	-23.92%	29.57%	财政转移支付

资料来源：FRED，华鑫证券研究

A 股：企稳在即，经济修复确定性和风险传导的有限性凸显避风港属性。除了美元存款、黄金外，A 股在当前历史时点具备了避风港属性。首先从 A 股的角度来说，本轮海外银行风波对国内的传导有限，2023 年金融稳定会议指出我国银行业金融机构总体经营稳健，大型银行评级一直优良，是我国金融体系的“压舱石”。从资产的角度来说，国内银行对于衍

生品的持有量较小，金融风险放大和传导的空间也有所限制。同时，国内货币政策保持了相对独立性，央行在 3 月 17 日宣布降准，释放出积极信号，后续仍会继续通过结构性货币政策工具来精准发力支撑经济。国内经济复苏的高确定性叠加海外风险传导的有限性使得 A 股的避风港属性得以凸显。海外加息预期降温叠加国内全面降准，积极信号逐步积聚，东升西落的宏观顺风逐步回归，或将助力市场企稳。

图表 28：3 月份北向资金净买入保持稳定（亿元）



资料来源：Wind，华鑫证券研究

4、风险提示

- (1) 全球金融条件紧缩超预期
- (2) 联储货币政策快速转向
- (3) 地缘政治风险再起

■ 宏观策略组介绍

谭倩：13 年研究经验，研究所所长，首席分析师。

杨芹芹：经济学硕士，7 年宏观策略研究经验。曾任如是金融研究院研究总监、民生证券研究员，兼任 CCTV 新闻和财经频道、中央国际广播电台等特约评论，多次受邀为财政部等政府机构和金融机构提供研究咨询，参与多项重大委托课题研究。2021 年 11 月加盟华鑫证券研究所，研究内容涵盖海内外经济形势研判、政策解读与大类资产配置(宏观)、产业政策与行业配置(中观)、全球资金流动追踪与市场风格判断(微观)，全方位挖掘市场机会。

朱珠：会计学士、商科硕士，拥有实业经验，wind 第八届金牌分析师，2021 年 11 月加盟华鑫证券研究所。

周灏：金融学硕士，2022 年 7 月加盟华鑫研究所，两年券商研究经验，从事中观比较与主题投资研究。

李刘魁：金融学硕士，2021 年 11 月加盟华鑫研究所。

孙航：金融学硕士，2022 年 5 月加盟华鑫研究所。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%

2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有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提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。