

宏观点评 20230201

美联储：定价“软着陆”和定价“衰退”谁更靠谱？

2023 年 02 月 01 日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书：S0600523010001

shaoh@dwzq.com.cn

相关研究

《兔年春节的“烟火气”有何不同？》

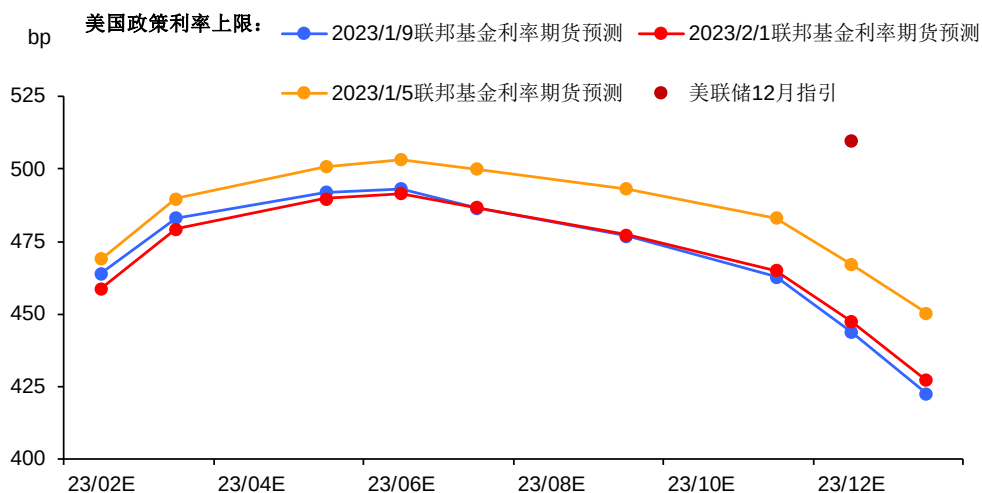
2023-01-29

《中国资产定价了多少“放开后的复苏”？》

2023-01-29

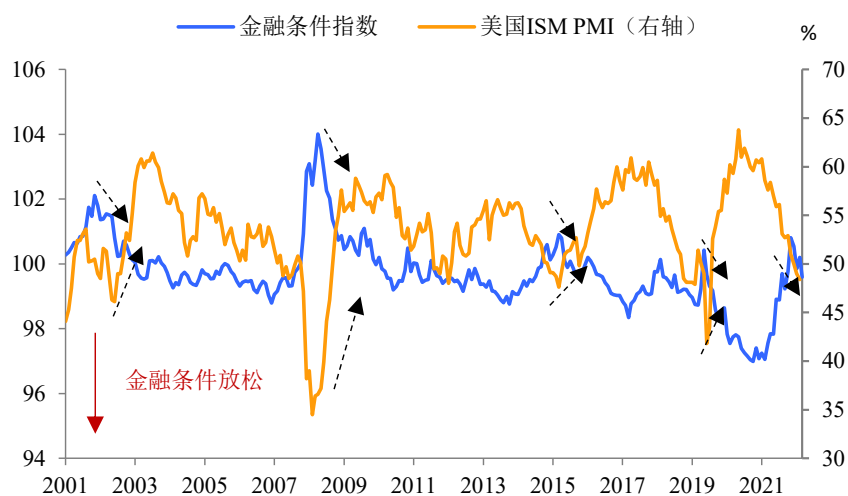
- 自 2022 年 12 月加息放缓以来，金融市场对于美国经济的预期从“衰退”渐渐转向“软着陆”，因此，2 月议息会议的最大关注点是美联储将如何回应金融市场？我们预计美联储将在本次会议上更乐见 2023 年经济实现“软着陆”，但并不认可金融市场对于“软着陆”的定价。
- 具体而言，我们预计美联储在本次会议上将释放如下两方面的信号：
- 美联储很可能认为当前经济及通胀放缓程度不足以导致衰退。尽管 2022 年第四季度以来美国经济已现疲态，且核心通胀连续 3 个月回落，但经济衰退的风险依旧可控。因此本次会议对此的措辞会异常谨慎、避免给已经乐观的市场更加“鸽声嘹亮”的信号。会议声明即使承认通胀放缓，也极有可能会保留“通胀高企”的表述。
- 鉴于市场预期的乐观倾向，美联储将暗示 3 月之后仍有不止一次的加息空间。目前市场认为本轮加息周期的顶点可能不及 5%（这意味着 3 月之后至多还有一次加息），但在美联储看来这可能是偏低的，本次会议将继续暗示 2022 年 12 月议息会议对利率峰值的预测（5%-5.25%）是合理的（图 1）。
- 为什么美联储并不认可当前市场对于“软着陆”的定价？我们认为核心在于市场对于美联储 2023 年降息近 50bp 的预期上，这与美联储的政策框架是相矛盾的。在美联储看来，达到 2023 年降息 50bp 门槛需要满足如下两个条件：一是美国经济在上半年就陷入衰退；二是美国核心通胀年内回归至 2%。
- 条件一意味着当前市场应该预期美国经济“衰退”而不是“软着陆”；条件二显然不符合当前美联储对于 2023 年通胀的预测。因此在美联储看来，2023 年更为现实的情景是在经济实现“软着陆”的同时，核心通胀回归至 3% 附近。而在这一情景下，美联储更倾向于将利率维持在当前甚至略高的水平，并不急于在 2023 年降息。因此，比市场定价更偏鹰派的美联储意味着短期内美股的上涨并不可持续。
- 展望后市，我们认为两个经济金融指标将是值得持续关注重点：
- 金融条件：“软着陆”和“再通胀”之间的微妙平衡。我们一直强调金融条件指数是观测美联储政策传导的重要指标：一方面，持续宽松的金融环境有助于经济的回升（图 2），但是另一方面，金融条件指数的连续回落也往往意味着通胀的企稳（图 3）。
2023 年的特殊之处在于，中、欧经济复苏的预期逻辑下，美元指数将被外部因素驱动走弱，推动金融条件向宽松变动，为了对冲这一输入型宽松，除了政策转向要极其谨慎外，引导相对紧缩不足的股市和信用债市场调整可能是重要的手段（图 4 和 5）。
- 实际薪资上升将增加经济“软着陆”的可能性。就业稳健和通胀加速回落，将导致名义工资增速的放缓要明显慢于通胀，这反而会使得实际工资增速上升（图 6 和 7）。若实际工资持续增长，叠加居民储蓄率及杠杆水平较低的支撑下，2023 年美国经济“软着陆”的概率将大大提升（图 8 和 9）。
- 风险提示：全球通胀超预期上行，美国经济提前进入显著衰退，毒株出现变异，疫情蔓延形势超预期恶化。

图1：市场和美联储对于 2023 年降息节点存在分歧



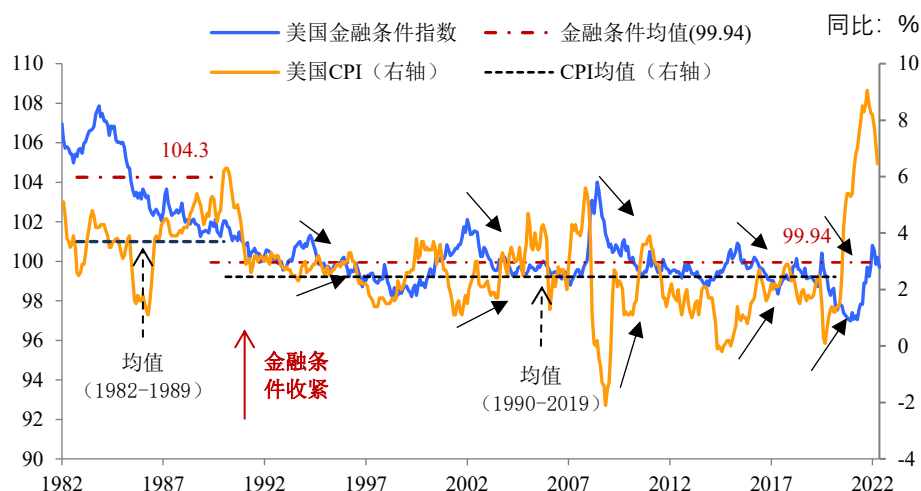
数据来源：Bloomberg（2023/2/1），东吴证券研究所

图2：金融条件指数持续回落有助于 PMI 企稳



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图3: 金融条件指数的回落也往往会带来通胀的企稳回升



注：1984 年金融条件放松下通胀也下跌，其背景与当前有显著的不同：当时全球商品价格持续走弱，且美元指数不断升值。

数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

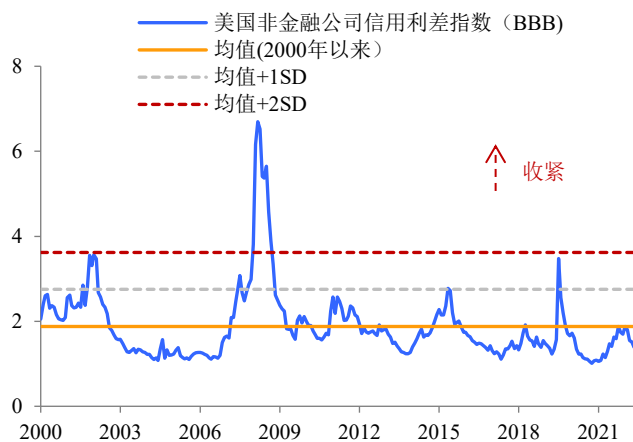
图4: 当前美股可能紧缩不足



注：均值和标准差（SD）的计算区间为2000年以来。

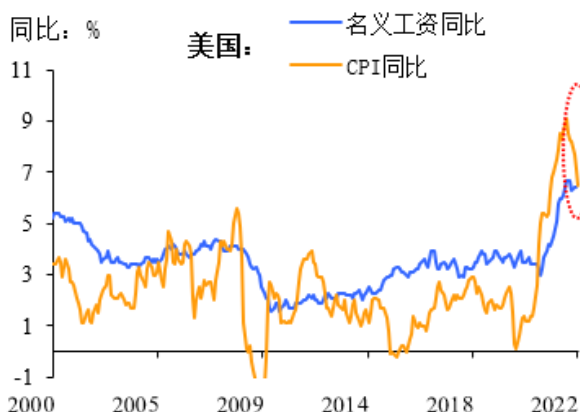
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图5: 投资级非金融债市依旧相对宽松



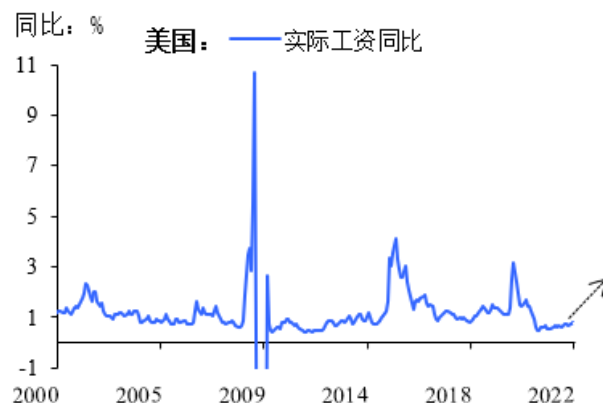
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图6: 名义工资回落速度慢于通胀回落速度



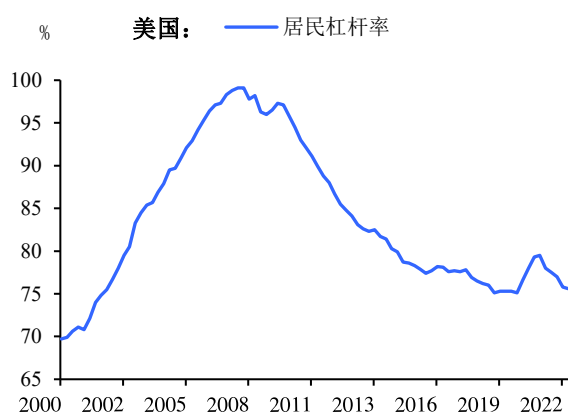
数据来源: Jolts, 东吴证券研究所

图7: 美国实际工资同比有望加速



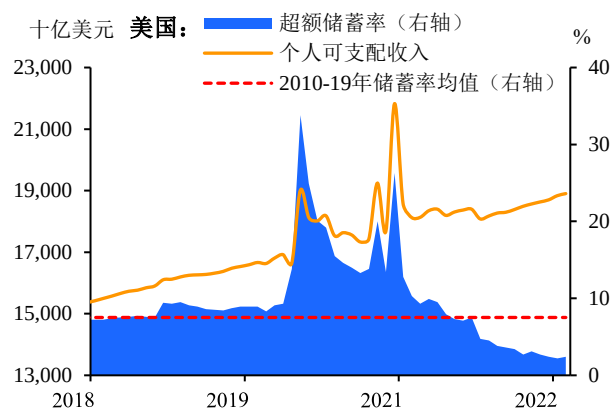
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图8: 美国居民杠杆率处于较低水平



数据来源: Jolts, 东吴证券研究所

图9: 美国居民超额储蓄持续释放



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_51844

