



华安证券
HUAAN SECURITIES

证券研究报告
2023年02月13日

美联储的底牌 ——论2023年的加息与降息

分析师：郑小霞 SAC执业证书号：S0010520080007
联系人：张运智 SAC执业证书号：S0010121070017
联系人：任思雨 SAC执业证书号：S0010121060026



核心结论1：2023年美联储三种政策路径预演

- 从当前情况看，2023年美联储政策大概率为以下三种路径之一：①中性情景：将政策利率上限提升至5%，表态在2024年初降息或在年底降息25BP；②鹰派情景：将政策利率上限提升至5.25%，维持至年底并且年内不对降息进行表态；③鸽派情景：2023年超常规降息，即早于四季度降息或单次降息幅度超出25BP。美联储政策路径为①概率更大、②次之。
- 对于A股而言，①&②情境下不会产生明显冲击，但需警惕情景③。前期市场对情景①已充分预期，而在美最新就业数据强劲下市场已对情景②开始计价，因而美联储政策按照①&②演绎预计对A股不会形成抑制。然而，情景③不意味着对A股有强支撑，超预期降息往往意味着美国经济出现较大风险，美股熊市风险大增，届时可能对A股风险偏好形成显著抑制。

美联储2023年三种政策路径预演

	②鹰派情景	①中性情景	③鸽派情景
加息终点	5.25%或5%（上限）	5%（上限）	5%或4.75%（上限）
降息时点	2024年年中及以后	2024年初（或2023年底）	最早于2023年Q4进行超常规降息
经济基本面	就业强劲	失业率小幅提升，通胀稳健下行	进入衰退，GDP快速下降
美债	震荡上行后回落	缓慢回落，四季度或回落加快	快速下行
美股	三大指数缓慢回升	美股回升，年底纳指反弹加大	美股熊市风险大增
A股	A股风险偏好不会形成抑制		会对A股风险偏好形成抑制
市场计价较为充分，风险较小			



核心结论2：除超常规降息外，A股外部抑制减弱，消费风格胜率更高

- 当前美国经济数据显示美联储政策路径为①概率更大。根据美联储政策利率指引规则测算，从加息终点看理论指引利率超过5%需过去四季度核心PCE均值高于5.33%，因此美联储加息远高于5%概率较低；启动降息需满足通胀回落至2%以下或失业率超过5%，年内满足条件概率较小。但如就业、通胀数据朝此方向演进，美联储可能会开始考虑，综合看情景①概率最大。
- 情景①&②中A股外部抑制均减弱，综合看消费胜率更高。最后一次加息落地后，A股整体上涨，风格中金融、消费占优；大类资产中以道指、COMEX铜和美元指数表现较佳。而降息后A股值得配置、尤其着重把握首次降息后内一个月，风格中成长、消费占优；大类资产中纳指，原油值得配置。因此，最后一次加息落地和降息均对A股有利。

除超常规降息外，均可配置A股，消费胜率更高

	情景②	情景①	情景③
经济	增长“软着陆”	增长“软着陆”或缓慢下降	经济衰退
经济基本面需满足条件	过去四季度核心PCE均值需高于5.33%	通胀回落2%以下或处于2%-2.2%区间	通胀下降
失业率	-	失业率需达到5%左右	失业率快速上升
配置建议	A股 整体上升、值得配置，风格中金融、消费	整体上升，降息后一个月内A股表现较好，风格中成长、消费	需注意美股回调冲击A股的风险
大类资产	道琼斯工业指数，COMEX铜以及美元指数	降息前后纳斯达克指数，降息后原油	-



目录

1 加息进入尾声与开启降息的条件

2 美联储如何行动？——基于规则分析

3 不同路径下的配置建议



1.1 进入加息尾声条件：美经济增速、PMI均回落，通胀持续下降

- 经济增速、PMI回落，通胀持续下行均符合加息尾声期特点，美联储继续加息的空间有限。根据我们在专题报告《本轮美联储加息即将到顶，大类资产如何配置？》（2022-11-25）对九轮加息到顶期经济状况复盘显示，这一阶段美国经济表现为：增长、PMI均回落，通胀大概率回落或处局部高点。对应到当下，美国PMI在2022年9月后持续回落，**经济增速**连续下滑，**通胀**由2022年6月9.1%高点持续下降，**就业**较为强劲。以上符合加息尾声的经济特点，美联储结束本轮加息条件已经充分具备。

9轮加息到顶期经济、通胀以及失业率情况

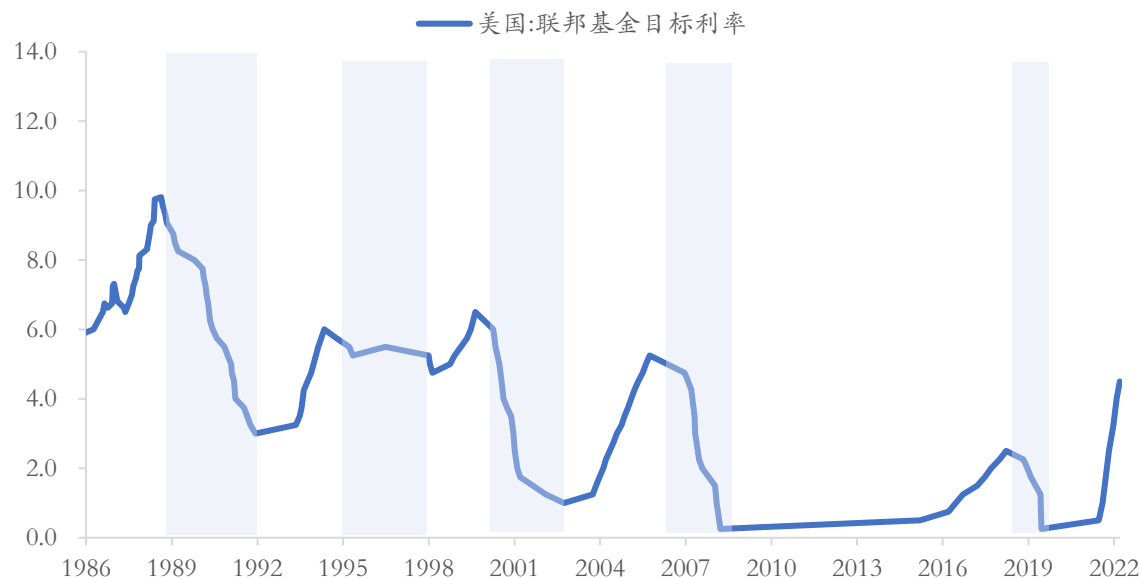
	起始时间	结束时间	经济	通胀	失业率
①	1973-05-18	1974-04-25	持续下降，由1973Q2的6.3%下降至1974Q1的0.64%	持续上升，由1973年5月的5.7%上升至1974年4月的10.1%	小幅震荡，同期由4.8%震荡上升至5.1%
②	1979-10-08	1980-02-15	下降，由1979Q3的2.39%下降至1980Q1的1.42%	持续上升，由1979年10月的12.1%上升至1980年2月的14.2%	震荡上升，同期在5.9%-6.3%区间小幅震荡上升
③	1980-11-07	1981-05-08	缓幅上升，由1980Q3的-1.62%持续上升至1980Q1的1.6%，再上升至1981Q2的2.97%	小幅下降，但仍维持两位数增速，由1980年11月的12.6%震荡下行至1981年5月的9.5%	震荡，同期在7.2%-7.5%之间震荡
④	1984-03-29	1984-08-09	小幅下滑，由1984Q1的8.58%下降至1984Q3的6.90%	下降，由1984年3月的4.8%下降至8月的4.3%	下降，由1984年3月的7.8%下降至8月的7.5%
⑤	1988-12-15	1989-05-17	小幅上升，由1988Q4的3.80%上升至1989Q1的4.32%，再下降至Q2的3.75%	上升，由1988年12月的4.4%上升至1989年5月的5.4%	震荡，同期在5.0%至5.4%区间震荡
⑥	1994-08-16	1995-02-01	下降，由1994Q3的4.3%下降至1995Q1的3.48%	震荡，1994年8月至1995年2月在2.6%至3.0%区间震荡	持续下降，同期由6.0%下降至5.4%
⑦	2000-02-02	2000-05-16	小幅上升，由2000Q1的4.23%上升至Q2的5.24%	先升后降，由2000年2月的3.2%上升至3月的3.8%后震荡下降至5月的3.2%	先降后升，由4.1%下降至3.8%后上升至4%
⑧	2005-09-20	2006-06-29	震荡阶梯式下降，由2005Q3的3.45%下降至Q4的2.98%，后于2006Q1上升至3.23%，最终在2006Q2下滑至2.98%	先降后升，由2005年9月的4.7%下降至2006年3月的3.4%，再上升至2006年6月的4.3%	下降，同期由2005年9月的5.0%下降至2006年6月的4.6%。
⑨	2018-03-22	2018-12-20	震荡下降，由2018Q1的3.06%下降至Q4的2.31%	先升后降，由2018年3月的2.4%上升至7月的2.9%，后又下降至12月的1.9%	下降，同期在3.7%至4.0%区间震荡



1.2 美联储降息周期多数开启于美国经济衰退初期

➤ 1986年以来5次美联储降息周期多数开启于美经济衰退初期，伴随“危机”导火索。5次降息周期分别是：①1989年6月6日至1992年9月4日，②1995年7月6日至1998年11月17日，③2001年1月3日至2003年6月25日，④2007年9月18日至2008年12月16日，⑤2019年8月1日至2020年3月16日。首次降息多数开启于美国经济衰退初期，并伴随“危机”导火索（局部金融危机或地缘危机等）。

1986年以来5次美联储降息周期



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

1986年以来5次美联储降息具体情况

降息周期				首次降息的导火索	降息总幅度
首次降息时间	首次降息前目标利率水平	最后一次降息时间	最终降息后目标利率水平		
1989年6月6日	9.8125	1992年9月4日	3.00	向拉美国家放贷引发的美国银行存贷危机	6.8125
1995年7月6日	6.00	1998年11月17日	4.75	增长放缓叠加亚洲金融危机及俄罗斯主权违约	1.25
2001年1月3日	6.50	2003年6月25日	1.00	互联网泡沫破裂	5.50
2007年9月18日	5.25	2008年12月16日	0.25	次贷危机	5.00
2019年8月1日	2.50	2020年3月16日	0.25	增长放缓后新冠疫情爆发	2.25

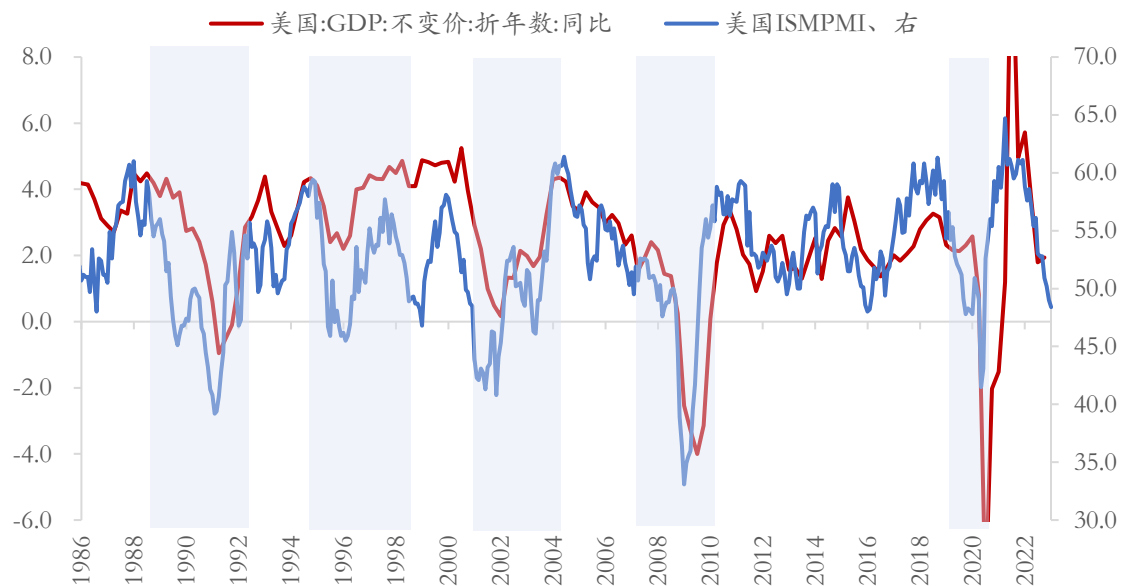
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%



1.2 历史上看，美联储开启降息因美增长持续回落，失业率存快速上行风险

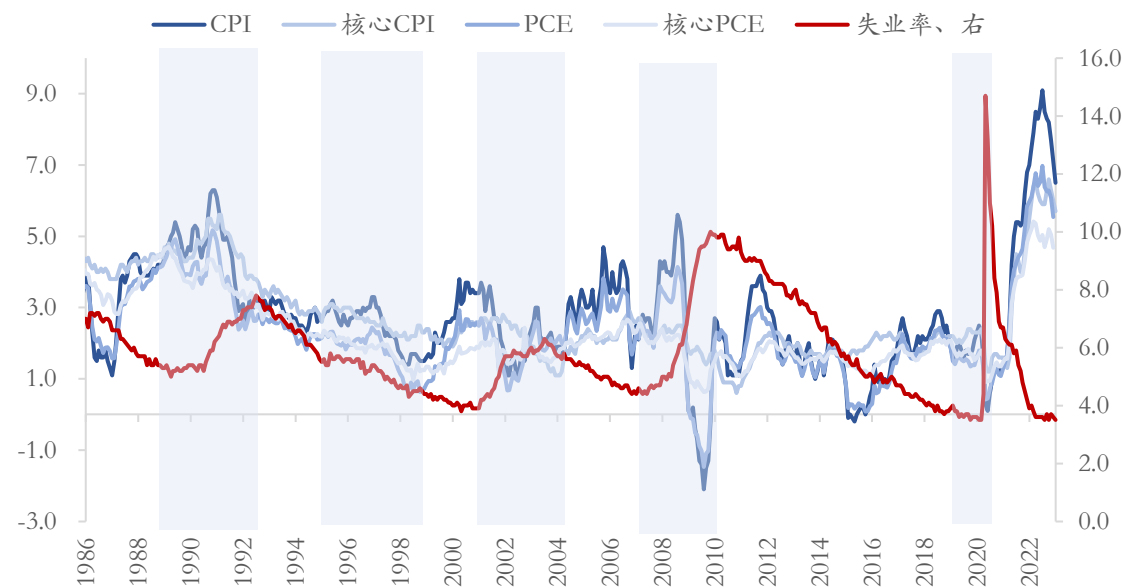
- 增长快速回落风险增大，失业率上行压力增大时美联储开启降息。美国《联邦储备法》给美联储货币政策规定的三个目标是：最大化就业、稳定价格、适度长期利率，但普遍认为美联储货币政策目标为双重任务，即**就业**和**价格**。1986年以来5次降息周期开启多数发生在美经济衰退初期，PMI率先出现快速下滑、私人投资同比下降，经济增速继而回落。多数的失业率在降息周期开启初期处于相对低位，但在降息开启3-6个月后出现急速上行；此外在降息周期内通胀往往震荡回落、并不掣肘降息。

开启降息时美经济增速面临快速回落



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

降息启动时失业率多数将急速上行、通胀不构成掣肘



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%



1.2 除失业率仍处低位外，美经济增速、PMI均向降息条件靠拢

- 除失业率仍处低位外，美经济增速、PMI均向降息条件靠拢。回顾1986年以来5轮降息周期中美国经济状况：首次降息时PMI多数已降至荣枯线下，通胀对降息不构成掣肘，失业率处于较低位置但已有升高迹象。而当前美国PMI在2022年10月后持续位于荣枯线下，经济增速连续下滑，通胀2022年12月处于6.5%、较前期大幅缓解，而就业情况较为强劲但已经引发部分担忧。以上条件表明，美国宏观基本面已部分符合降息条件，通胀、失业率正在向降息条件靠拢。

降息周期内经济下行，PMI多数在降息前已跌至荣枯线下，首次降息3-6个月后失业率快速上升

首次降息时间	最终降息时间	经济	PMI	通胀	失业率
① 1989年6月6日	1992年9月4日	持续下降，由1989Q1的4.31%震荡下降至1991Q1的-0.95%	1989年5月已跌至枯荣线下	先升后降，最高至1990年10月6.3%	震荡横盘后上升，1989年6月5.3%，1990年9月后快速上升，最高至1992年6月7.8%
② 1995年7月6日	1998年11月17日	持续上升，由1995Q2的2.40%上升至1998Q4的4.8%	1995年5月已降至枯荣线下	高位震荡后下降，1998年11月为1.5%	逐步下降，1995年7月的5.7%降至1998年11月的4.4%
③ 2001年1月3日	2003年6月25日	先下降后震荡上升，由2000Q4的2.9%降至2001Q4的0.17%，再上升至	2000年8月已降至荣枯线下	先降后升，由2001年1月3.7%持续下降至2002年6月1.1%，再上	持续上升，由2000年12月3.9%升至2003年6月的6.2%

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_52157

