

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师

执业编号：S1500521040002

联系电话：010-83326858

邮箱：xieyunliang@cindasc.com

张云杰 宏观研究助理

联系电话：+86 13682411569

邮箱：zhangyunjie@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

# 无论美联储立场如何，市场已在交易降息预期

2023年2月2日

- **2月议息会议，加息幅度如期放缓至25基点。**从会议声明和鲍威尔在新闻发布会的讲话来看，美联储肯定了通胀回落所取得的进展，但政策立场并无松动。鲍威尔明确将继续加息，强调政策收紧所产生的效果尚未完全显现，指出放慢加息速度有利于更好实现政策目标。
- **上半年，美国通胀读数持续下行的概率较高。**一是美联储重点关注的PCE指标出现进一步回落迹象，12月核心PCE同比创新低。二是粘性较强的通胀分项或即将进入下行通道，首先是住房租金项拐点或将至，其次是随着劳动力市场进一步软化，核心服务项也将趋于下降。下半年，美国通胀韧性或有所强化，原因在于下半年通胀同比指标的基数走低，通胀读数回落速度有可能放慢。
- **市场已在交易降息预期。**尽管美联储反复强调将维持高利率水平一段时间，并表态今年不会降息，但市场已经跑在了美联储前头。历史上看，美联储由加息转向降息的间隔通常在5-15个月。本次会议后，市场最新预期美联储将于3月会议再次加息25bp后停止，最早或于今年11月首次降息，间隔约8个月，较为适中。甚至不需要美联储真的年内降息，如果市场一直预期降息，那么对美股乃至全球市场都是利好
- **人民币汇率或存在进一步升值空间。**在年内降息和上半年通胀持续回落的交易逻辑之下，美债利率趋于下行，中美利差有望收窄，从而缓解美元兑人民币汇率的贬值压力。与此同时，中国经济走向复苏的迹象已现，随着修复动能不断强化，中美经济基本面或再度扭转，美元兑人民币汇率或存在进一步升值空间。对于中国央行而言，汇率压力缓解意味着政策空间打开，国内经济有望在政策支持下，进一步企稳回升。
- **风险因素：**国内政策推出不及预期，美欧经济衰退等。

## 目录

一、2月议息会议，加息幅度如期放缓至25基点	3
二、上半年，美国通胀读数持续下行的概率较高	4
三、市场已在交易降息预期	7
四、人民币汇率或存在进一步升值空间	7
风险因素	8

## 图目录

图 1: 北京时间2月1日晚，CME FedWatch 显示的2月加息25bp 概率超过99%	3
图 2: 市场加息路径预期（截至2023年2月2日）	4
图 3: 2022年12月PCE指标进一步回落	4
图 4: 历史上美国房价往往领先住房租金约16个月	5
图 5: 核心服务项通胀率已出现回落迹象	5
图 6: 需求降温是促进劳动力缺口弥合的关键	6
图 7: 新增非农就业与工时指标进一步降温	6
图 8: 2022年上半年通胀环比中枢明显高于下半年	7
图 9: 美联储由加息转向降息的间隔通常在5-15个月	7
图 10: 近期美元兑人民币汇率明显升值	8

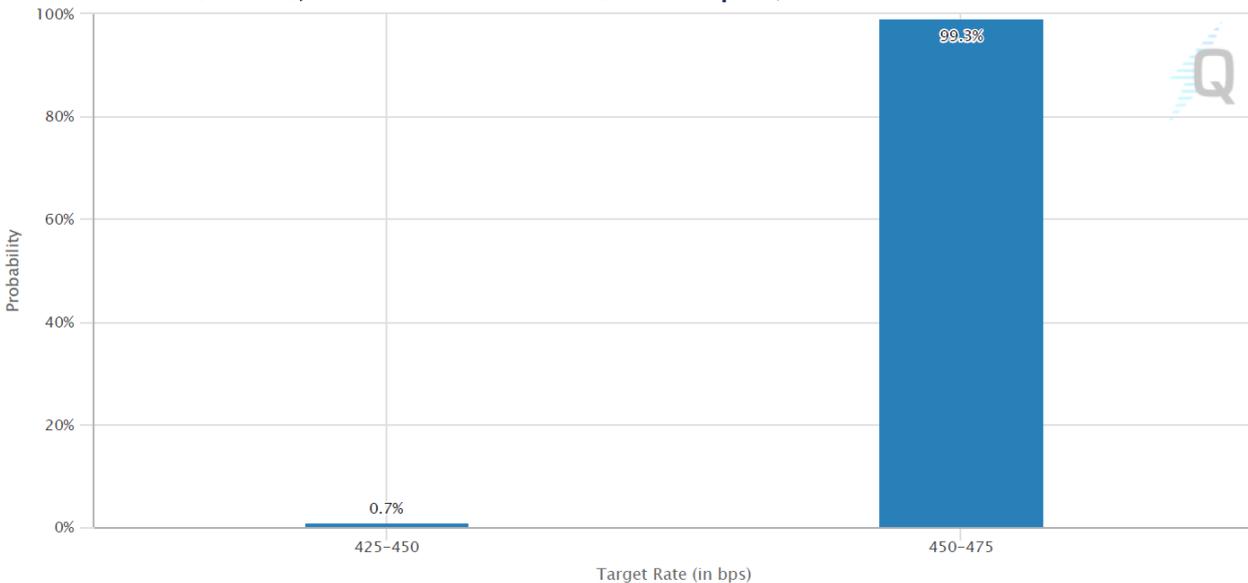
## 事件：

北京时间 2 月 2 日凌晨 3:00，美联储公布 2 月利率决议。凌晨 3:30，美联储主席鲍威尔召开新闻发布会。

### 一、2 月议息会议，加息幅度如期放缓至 25 基点

**2 月议息会议美联储如期加息 25bp。**自去年 11 月、12 月会议分别加息 75bp、50bp 以来，美联储加息步伐进一步放缓，幅度收窄至 25bp。随着美国 12 月通胀数据进一步回落，CPI 同比下降 0.6 个百分点至 6.5%、核心 CPI 同比下降 0.3 个百分点至 5.7%，2 月会议前市场基本一致预期加息幅度为 25bp。北京时间 2 月 1 日晚，美国 1 月 ADP 就业数据发布，新增就业人数仅为 10.6 万人，大幅低于预期，CME FedWatch 显示的加息 25bp 概率超过 99%。

图 1：北京时间 2 月 1 日晚，CME FedWatch 显示的 2 月加息 25bp 概率超过 99%



资料来源：CME，信达证券研发中心

从会议声明和鲍威尔在新闻发布会的讲话来看，美联储肯定了通胀回落所取得的进展，但政策立场并无松动。

一是会议声明中首次提到通胀已有所缓解 (inflation has eased)，但仍然处于高位 (remains elevated)。美联储依然在强调推动长期通胀率重返 2% 是首要目标 (overarching focus)，确认通胀持续下行还需要更加强有力 (substantially more evidence) 的证据。

二是鲍威尔明确将继续加息 (ongoing increases will be appropriate)，同时解释道，放慢加息速度有利于美联储评估政策紧缩对经济活动的影响，以更好地实现政策目标。

三是对于经济活动的评估，鲍威尔强调政策快速收紧所产生的效果尚未完全显现 (the full effects are yet to be felt)，包括通胀读数仍居高位，劳动力市场依然极度紧张 (extremely tight)。

基于会议所释放的信息，市场预计美联储将于 3 月会议再次加息 25bp，随后停止，最早或于今年 11 月首次降息。

**图 2：市场加息路径预期（截至 2023 年 2 月 2 日）**

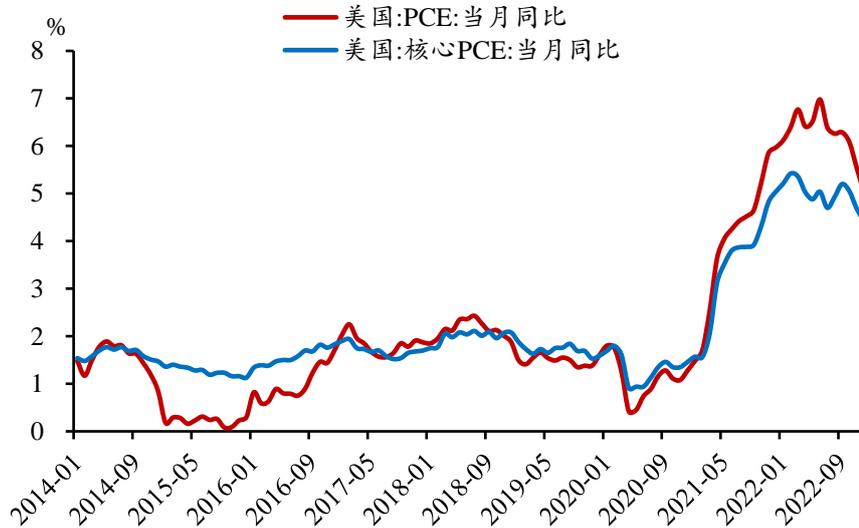
MEETING PROBABILITIES								
MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2023/3/22	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	15.9%	84.1%	0.0%	0.0%
2023/5/3	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	9.7%	57.7%	32.6%	0.0%
2023/6/14	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	8.8%	53.2%	34.9%	3.0%
2023/7/26	0.0%	0.0%	0.0%	2.7%	22.6%	47.6%	25.0%	2.1%
2023/9/20	0.0%	0.0%	1.0%	10.1%	31.8%	39.2%	16.5%	1.3%
2023/11/1	0.0%	0.5%	5.1%	19.9%	35.2%	29.0%	9.7%	0.7%
2023/12/13	0.4%	4.8%	18.8%	34.1%	29.5%	11.0%	1.3%	0.1%

资料来源: CME, 信达证券研发中心

## 二、上半年，美国通胀读数持续下行的概率较高

上半年，美国通胀读数持续下行的概率较高。

一是美联储重点关注的 PCE 指标出现进一步回落迹象。过去几个月，核心 PCE 一度在 5% 的位置连续横盘移动。但自 11 月以来，PCE 同比降幅明显有所扩大，12 月 PCE 当月同比较上月下降 0.52 个百分点至 5.02%，核心 PCE 同比较上月下降 0.26 个百分点至 4.42%，创下 2021 年 11 月以来新低。

**图 3：2022 年 12 月 PCE 指标进一步回落**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

二是粘性较强的分项指标或即将进入下行通道。首先是住房租金项拐点或将至，一方面，历史经验显示美国房价往往领先住房租金约 16 个月。2021 年 7 月美国房地美房价增速见顶，按照房价与住房租金的领先规律，今年初住房租金增速或将见顶，随后有望转为下行。另一方面，随着美联储持续加息，美国住房抵押贷款利率抬升，房地产市场景气度持续回落。2022 年 12 月房地美房价增速录得 4.1%，较高点回落 15 个百分点以上。这意味新房租赁价格也在下降，随着租房市场租约到期、新合同签订，住房租金的通胀率有明确的下降趋势。

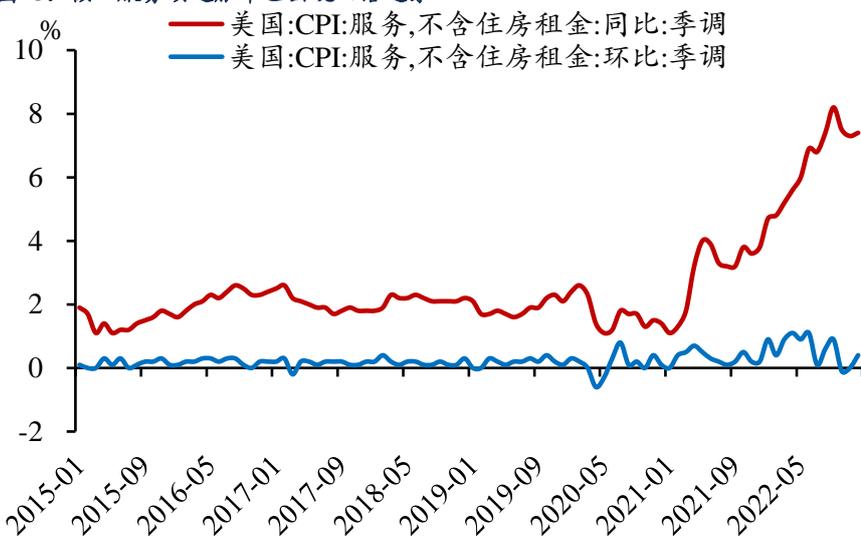
**图 4：历史上美国房价往往领先住房租金约 16 个月**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

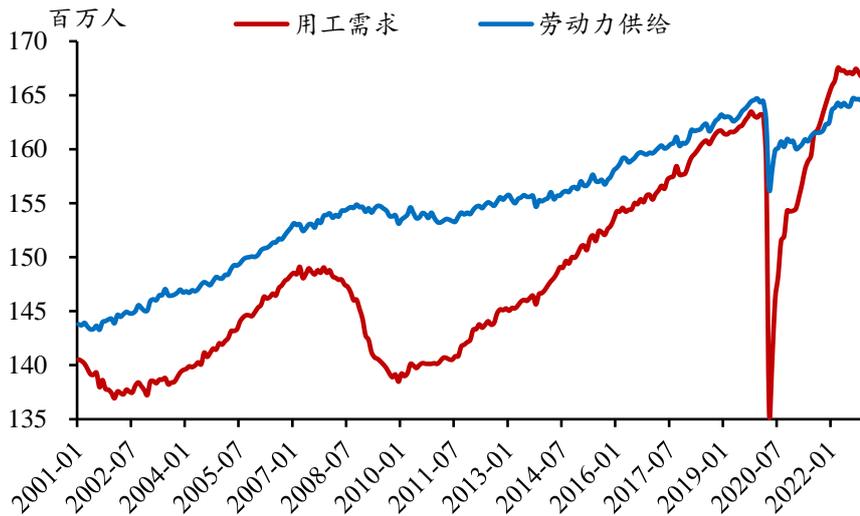
其次是随着劳动力市场进一步软化，核心服务项也将趋于下降。核心服务项即不含住房服务在内的服务项，其中包括医疗保健、教育、运输服务等细项，权重约 28%，略低于住房租金项（权重约 32%）。截至 2022 年 12 月，核心服务项同比增速录得 7.4%，较 9 月增速高点下降 0.8 个百分点，已初步呈现降温趋势。这一分项受劳动力市场和工资涨幅的影响最为直接，参考图 6，当前用工需求仍高于劳动力供给，劳动力供需仍然存在缺口。但从最新指标上看，劳动力市场的紧张格局已出现一定松动：

- 1) 12 月新增非农就业人数仅 22.3 万人，创下 2019 年 12 月以来新低。大幅不及预期的美国 1 月 ADP 就业数据，似乎在预示着 1 月新增非农就业人数或进一步回落。
- 2) 12 月平均周工时进一步回落至 34.3 小时，创下 2020 年 4 月以来新低。
- 3) 12 月非农时薪同比增速录得 4.59%，较上月下降 0.21 个百分点，工资涨幅持续降温。

随着美国经济活动放缓、企业用工需求弱化，我们预计劳动力市场有望继续降温，带动工资增速下调，从而减轻核心服务项通胀压力。

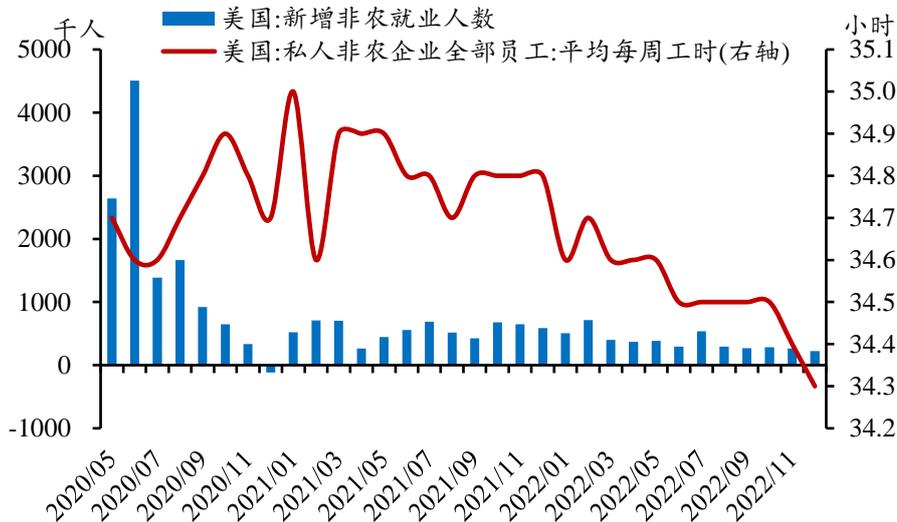
**图 5：核心服务项通胀率已出现回落迹象**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 6：需求降温是促进劳动力缺口弥合的关键**


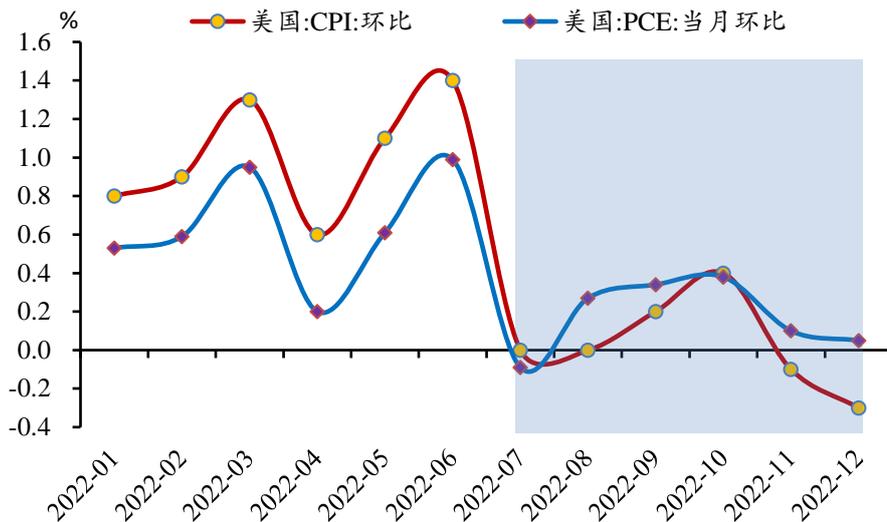
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

注: 用工需求=职位空缺数+就业人数; 劳动力供给用劳动力人口来衡量

**图 7：新增非农就业与工时指标进一步降温**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

下半年，美国通胀韧性或有所强化。一个重要原因，是下半年通胀同比指标的基数将再度走低。参考图 8，去年上半年 CPI 环比中枢为 1.02%、下半年仅为 0.23%，上半年 PCE 环比中枢为 0.65%、下半年仅为 0.29%。对应今年上半年基数较高，有利于通胀同比指标进一步下行。下半年则基数较低，或导致通胀同比指标回落速度放慢。

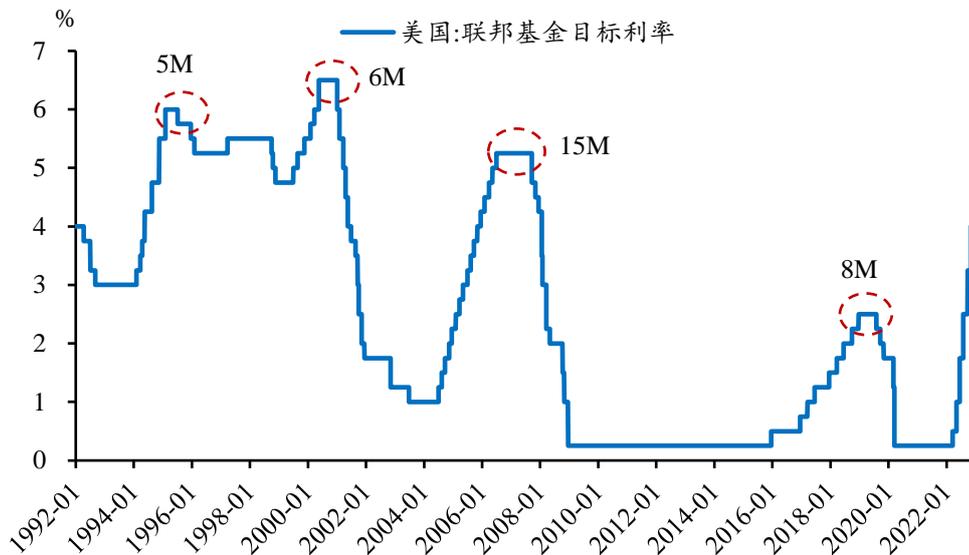
**图 8：2022 年上半年通胀环比中枢明显高于下半年**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

### 三、市场已在交易降息预期

历史上看，美联储由加息转向降息的间隔通常在 5-15 个月。历史数据显示美联储从停止加息到开启降息，往往不是一蹴而就的，而是存在一段时间跨度。1995 年从 2 月停止加息到降息间隔 5 个月，2000 年从 5 月停止加息到降息间隔 6 个月，2006 年从 6 月停止加息到降息间隔 15 个月，2018 年从 9 月停止加息到降息间隔 8 个月。

甚至不需要美联储真的年内降息，如果市场一直预期降息，那么对美股乃至全球市场都是利好。尽管美联储反复强调将维持高利率水平一段时间，并表态今年不会降息，但市场已经跑在了美联储前头。根据 CME FedWatch 数据，市场当前预计今年 3 月后停止加息，最早或于 11 月首次降息（图 2），间隔约 8 个月，相比历史平均水平较为适中。

**图 9：美联储由加息转向降息的间隔通常在 5-15 个月**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

### 四、人民币汇率或存在进一步升值空间

基于我们对美国通胀和美联储加息路径的推演，在年内降息和上半年通胀持续回落的交易逻辑之下，美债利率趋

于下行，中美利差有望收窄，从而缓解美元兑人民币汇率的贬值压力。与此同时，中国经济走向复苏的迹象已现，随着修复动能不断强化，中美经济基本面或再度扭转，美元兑人民币汇率或存在进一步升值空间。

对于中国央行而言，汇率压力缓解意味着政策空间打开。近期政策面提出降成本、适度靠前发力、合理增加消费贷款等积极定调，央行有可能提升货币政策工具的操作力度，推动经济进一步企稳回升。

**图 10：近期美元兑人民币汇率明显升值**



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

## 风险因素

国内政策推出不及预期，美欧经济衰退等。

## 研究团队简介

解运亮，中国人民大学经济学博士，中国人民大学财政金融学院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。2022年Wind金牌分析师宏观研究第二名。首届“21世纪最佳预警研究报告”获得者。

张云杰，信达证券宏观研究助理。阿德雷德大学应用金融硕士，华中科技大学统计学学士。2021年加入信达证券研究开发中心，侧重于研究货币流动性和物价分析。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	<a href="mailto:hangjiuyue@cindasc.com">hangjiuyue@cindasc.com</a>
华北区销售总监	陈明真	15601850398	<a href="mailto:chenmingzhen@cindasc.com">chenmingzhen@cindasc.com</a>
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	<a href="mailto:quejiacheng@cindasc.com">quejiacheng@cindasc.com</a>
华北区销售	祁丽媛	13051504933	<a href="mailto:qiliyuan@cindasc.com">qiliyuan@cindasc.com</a>
华北区销售	陆禹舟	17687659919	<a href="mailto:luyuzhou@cindasc.com">luyuzhou@cindasc.com</a>
华北区销售	魏冲	18340820155	<a href="mailto:weichong@cindasc.com">weichong@cindasc.com</a>
华北区销售	樊荣	15501091225	<a href="mailto:fanrong@cindasc.com">fanrong@cindasc.com</a>
华北区销售	秘侨	18513322185	<a href="mailto:miqiao@cindasc.com">miqiao@cindasc.com</a>
华北区销售	李佳	13552992413	<a href="mailto:lijia1@cindasc.com">lijia1@cindasc.com</a>
华东区销售总监	杨兴	13718803208	<a href="mailto:yangxing@cindasc.com">yangxing@cindasc.com</a>
华东区销售副总监	吴国	15800476582	<a href="mailto:wuguo@cindasc.com">wuguo@cindasc.com</a>
华东区销售	国鹏程	15618358383	<a href="mailto:guopengcheng@cindasc.com">guopengcheng@cindasc.com</a>
华东区销售	李若琳	13122616887	<a href="mailto:liruolin@cindasc.com">liruolin@cindasc.com</a>
华东区销售	朱尧	18702173656	<a href="mailto:zhuyao@cindasc.com">zhuyao@cindasc.com</a>
华东区销售	戴剑箫	13524484975	<a href="mailto:daijianxiao@cindasc.com">daijianxiao@cindasc.com</a>
华东区销售	方威	18721118359	<a href="mailto:fangwei@cindasc.com">fangwei@cindasc.com</a>
华东区销售	俞晓	18717938223	<a href="mailto:yuxiao@cindasc.com">yuxiao@cindasc.com</a>
华东区销售	李贤哲	15026867872	<a href="mailto:lixianzhe@cindasc.com">lixianzhe@cindasc.com</a>
华东区销售	孙僮	18610826885	<a href="mailto:suntong@cindasc.com">suntong@cindasc.com</a>
华东区销售	贾力	15957705777	<a href="mailto:jiali@cindasc.com">jiali@cindasc.com</a>
华东区销售	石明杰	15261855608	<a href="mailto:shimingjie@cindasc.com">shimingjie@cindasc.com</a>
华东区销售	曹亦兴	13337798928	<a href="mailto:caoyixing@cindasc.com">caoyixing@cindasc.com</a>
华南区销售总监	王留阳	13530830620	<a href="mailto:wangliuyang@cindasc.com">wangliuyang@cindasc.com</a>
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	<a href="mailto:chenchen3@cindasc.com">chenchen3@cindasc.com</a>
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	<a href="mailto:wangyufei@cindasc.com">wangyufei@cindasc.com</a>
华南区销售	刘韵	13620005606	<a href="mailto:liuyun@cindasc.com">liuyun@cindasc.com</a>
华南区销售	胡洁颖	13794480158	<a href="mailto:hujieying@cindasc.com">hujieying@cindasc.com</a>
华南区销售	郑庆庆	13570594204	<a href="mailto:zhengqingqing@cindasc.com">zhengqingqing@cindasc.com</a>
华南区销售	刘莹	15152283256	<a href="mailto:liuying1@cindasc.com">liuying1@cindasc.com</a>
华南区销售	蔡静	18300030194	<a href="mailto:caijing1@cindasc.com">caijing1@cindasc.com</a>
华南区销售	聂振坤	15521067883	<a href="mailto:niezhenkun@cindasc.com">niezhenkun@cindasc.com</a>

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达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，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入：股价相对强于基准20%以上；	看好：行业指数超越基准；
	增持：股价相对强于基准5%~20%；	中性：行业指数与基准基本持平；
	持有：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡：行业指数弱于基准。
	卖出：股价相对弱于基准5%以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。