

## 美联储加息是否存在“二次修正”的可能？

宏观策略专题报告

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

相关研究报告

### ◎ 投资要点：

◆ 美联储“边走边看”、动态调整式的“短预期”与市场试图习惯性找出静态的“长预期”的矛盾导致不断出现“加息预期差”。强劲的就市场表现以及通胀的粘性使得此前市场乐观的偏鸽长预期进行了今年的“第一次修正”，建议未来在投资中做短预期调整。

◆ 想要掌握美联储加息节奏，不仅要判断通胀下行的速率，更要找出美联储结束加息、开启降息依赖什么样的经济数据“信号”？通过分析对比历史经验，结合当前美联储表态来看，本轮加息周期中，政策利率需要压制通胀增速达到“限制性水平”——即实际利率转正，才会停止加息。核心通胀需要降至3%，才可能启动新一轮降息。

◆ “通胀-薪资”缺口消除，通胀下行阻力加大。关注“第二次修正”的风险。普通员工薪资增速保持较高水平的同时核心通胀已下行，前期由于“通胀大于薪资增速”而压制的消费服务需求可能释放，与此同时，工作时间的增加和员工周薪增速反弹共同带动总薪资回落速度减缓，需求释放概率提升，并造成后续通胀回落速度明显慢于美联储预期的可能。一旦此场景出现，美联储在下半年再度动态调整并提高利率终点和持续时长的可能性将增加，带来市场对今年加息预期的“第二次修正”。

#### ◆ 对大类资产的影响：

“第一次修正”后，紧缩预期反弹，非美资产乐观预期将向下小幅修正。

若出现“第二次修正”，今年加息路径或从“平缓”转向“陡峭”，资产价格预期将进一步下修。更高的利率上限则会令非美资产价格预期进一步下修，且降息预期及估值压力逆转的拐点也可能延后；从长期看，也意味着未来美国经济下滑斜率更“陡峭”，市场波动风险加剧。

#### ◆ 风险提示：美国通胀持续性超预期、美联储货币紧缩超预期

## 内容目录

|  |    |
|--|----|
| 1. 美联储“短预期”和市场“长预期”矛盾导致预期差 .....             | 3  |
| 1.1. 美联储“边走边看”式的“短预期”与市场“长预期”的矛盾 .....       | 3  |
| 1.2. 抗通胀依旧是美联储核心任务 .....                     | 4  |
| 1.3. 目前市场已进行加息预期的“第一次修正” .....               | 4  |
| 2. 美国通胀下行方向不变，核心通胀回落速度将慢于整体通胀 .....          | 5  |
| 3. 通胀“碰上”高薪资增速，下行阻力加大 .....                  | 8  |
| 3.1. 劳动力供给缺口仍存，就业韧性较强 .....                  | 8  |
| 3.2. “通胀-薪资”缺口消除，通胀下行的阻力上升 .....             | 11 |
| 4. 美联储加息预期是否会有“二次修正”？ .....                  | 13 |
| 4.1. 美联储结束加息、开启降息的“信号”在哪？ .....              | 13 |
| 4.1.1. 政策利率压制核心通胀是加息停止的“底线”，即达到“限制性水平” ..... | 14 |
| 4.1.2. 通胀降至3%，可能才是降息的起点 .....                | 15 |
| 4.1.3. 不更“鹰”是为了寻找抗通胀和稳经济的“平衡点” .....         | 15 |
| 4.2. 关注“第二次修正”的风险 .....                      | 16 |
| 5. 对资产价格的影响 .....                            | 17 |
| 5.1. “第一次修正”的影响，预期的小幅下修 .....                | 17 |
| 5.2. “第二次修正”导致更陡峭的经济、利率变化 .....              | 18 |

## 图表目录

|   |    |
|---|----|
| 图 1: 12月 FOMC 会议显示所有官员认为通胀不确定性较大，且普遍认为有上行风险 ..... | 3  |
| 图 2: 12月 FOMC 会议前瞻指引 .....                        | 4  |
| 图 3: 2月1日市场利率峰值预期 .....                           | 4  |
| 图 4: 市场对美联储利率路径“预期差”的第一次修正 .....                  | 5  |
| 图 5: 黄金价格明显回落 .....                               | 5  |
| 图 6: 美债收益率再度上行 .....                              | 5  |
| 图 7: 1月通胀下行速度放缓 .....                             | 6  |
| 图 8: 能源和住所分项上行 .....                              | 7  |
| 图 9: 核心服务尚未现下行拐点 .....                            | 7  |
| 图 10: 1月通胀整体情况 .....                              | 8  |
| 图 11: 1月新增非农就业和失业率均超预期 .....                      | 9  |
| 图 12: 新增私人非农就业分项数据 .....                          | 10 |
| 图 13: 劳动力市场尚未修复至疫情前期 .....                        | 10 |
| 图 14: 1月非农员工平均工时明显上行 .....                        | 11 |
| 图 15: 1月非农员工平均周薪上行 .....                          | 11 |
| 图 16: 非管理员工薪资增速较快 .....                           | 12 |
| 图 17: 低收入群体工资增速更快（12个月移动平均） .....                 | 12 |
| 图 18: 薪资维持较高增速或将加剧通胀的韧性 .....                     | 12 |
| 图 19: 居民贷款违约率处在历史低位 .....                         | 13 |
| 图 20: 60年代后历次加息周期的实际利率与通胀关系 .....                 | 14 |
| 图 21: 核心通胀及联邦基金利率 .....                           | 15 |
| 图 22: 美联储12月 FOMC 会议上对经济、通胀的预测 .....              | 15 |
| 图 23: 加息周期对经济的影响 .....                            | 16 |
| 图 24: 市场对美联储利率路径“预期差”的修正 .....                    | 17 |

2022年年底以来，市场对美联储加息放缓一直持乐观预期，导致和美联储的指引之间出现了明显的预期差。随着2月份美国公布了1月明显好于市场预期的非农就业、CPI数据之后，今年市场对加息预期出现了“第一次修正”。

去年以来，市场和美联储之间频繁出现加息的预期差，美国经济和通胀韧性不断超预期也导致市场预期不断修正。关于美国通胀和美联储加息预期，市场“屡屡犯错”的原因在哪？从当前的薪资、通胀结构看，未来通胀下行是否还会慢于市场预期？什么样的数据出现才是美联储停止加息以及开启降息的“信号”？美联储加息是否还有“二次修正”的风险？“预期差”修正对各类资产会带来什么影响？

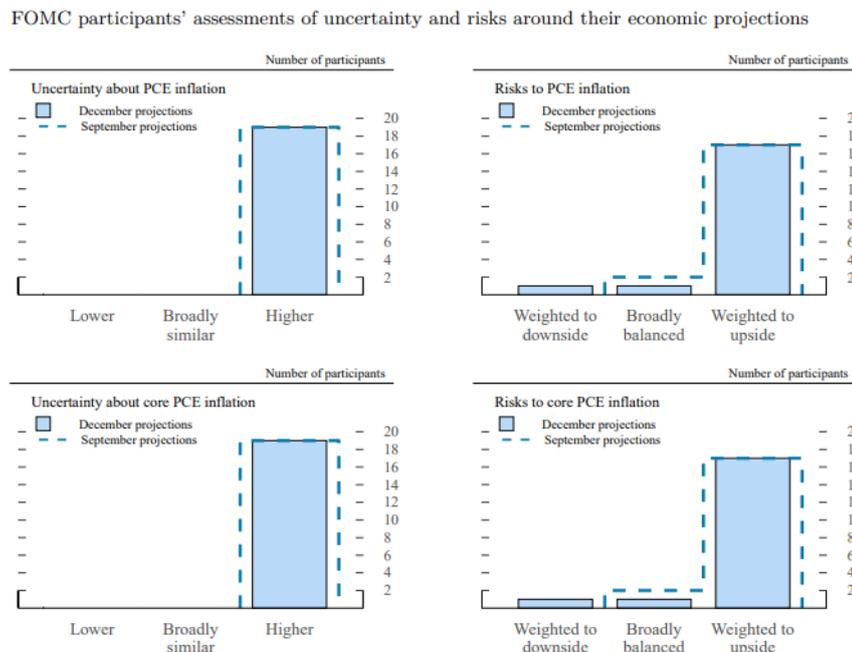
本文将就上述问题进行深入分析和探讨。

## 1. 美联储“短预期”和市场“长预期”矛盾导致预期差

### 1.1. 美联储“边走边看”式的“短预期”与市场“长预期”的矛盾

去年以来市场和美联储频繁出现预期差的核心矛盾就在于，美联储本轮抗通胀中，货币政策的调整是根据数据动态变化的，在控通胀进程中，美联储认为数据预测的不确定性较高，需要根据实际数据的变化做短期的动态调整，因此更倾向于做“边走边看”、动态调整的“短预期”。去年三季度以来，根据美联储议息会议纪要显示，所有美联储官员均认为通胀预测的不确定性较高，且绝大多数官员认为通胀上行风险更大。此外，美联储官员不止一次的强调货币政策的变化取决于更多数据表现。

图1：12月FOMC会议显示所有官员认为通胀不确定性较大，且普遍认为有上行风险



资料来源：FED，华宝证券研究创新部

但市场总是试图根据美联储的表态“预判你的预判”，从而找出静态的“长预期”并对此计价，而且带有偏乐观的倾向性，因而市场和美联储频繁产生预期差。而且当短期数据出现

连续的超预期变化导致预期偏离较多时，市场才被动调整，由于前期市场的充分定价被纠正，往往会加剧市场短期的波动风险。

## 1.2. 抗通胀依旧是美联储核心任务

从 2 月 FOMC 会议中，我们总结出三条主要线索：

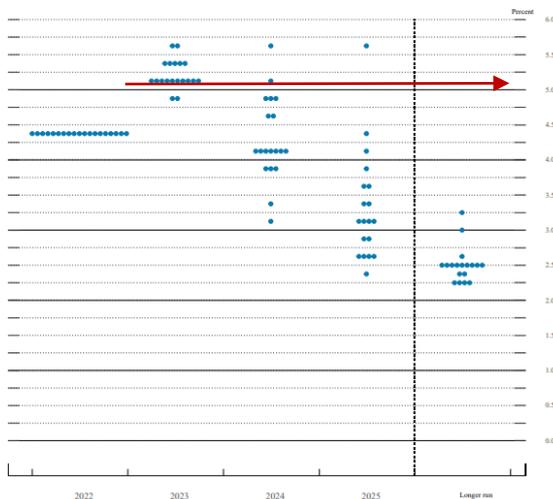
**1、持续加息,后续重心转向终点利率的高度。**对于未来的加息路径，联储最新的声明中将上次会议的“确定未来目标区间的增长速度 (pace)”改为“确定未来目标区间的增长程度 (extent)”。鉴于通胀仍处于高位，鲍威尔表示仍需要几次加息 (a couple of more rate hikes) 至限制性利率水平，同时表示仍然没到暂停加息的时点 (obviously did not see a time to pause)，而对于加息的终点，鲍威尔表示需等待价格的稳定下行 (price move down steadily but not quickly) 和劳动力市场的降温。

**2、首提通胀放缓，后续通胀水平、薪资增速是决定美联储行动的关键指标。**美联储声明中新增表述“通胀有所缓解，但仍居于高位”。鲍威尔会后表示在商品价格的拉动下，通胀有所缓解，但住房与非住房服务价格仍有待进一步下行。基于历史经验，美联储对于政策过早放松引发的通胀预期锚定保持高度警惕。

**3、2023 年不会降息。**鲍威尔在发布会上表示，由于缓和的全球环境、仍然非常强劲的劳动力市场以及政府的支持，经济软着陆仍有可能 (certainly possible)，预计经济以低水平增长 (positive growth will continue in a subdued level)。鲍威尔表示如果经济如 SEP 预测实现软着陆，则 2023 年不会降息，若通胀超预期更快下降，则货币政策可能会有所反映。

去年 12 月议息会议后到今年 2 月初，市场与美联储一直存在明显的预期差，尽管美联储官员一直在释放偏鹰的信息试图纠正，但市场“不相信”。美联储 12 月议息会议的前瞻指引显示，多数官员认为 2023 年利率水平会升至 5.00-5.25%，还有很多官员认为应加息至 5.25% 以上，而且美联储主席鲍威尔认为不会降息。但市场预期却非常乐观，不仅认为一季度会停止加息，利率最高加到 4.75-5.00%，还预期四季度会降息 2 次。即使在 2 月初议息会议前后，美联储和市场之前的预期差仍然未被修正。

图 2：12 月 FOMC 会议前瞻指引



资料来源：FED，华宝证券研究创新部

图 3：2 月 1 日市场利率峰值预期

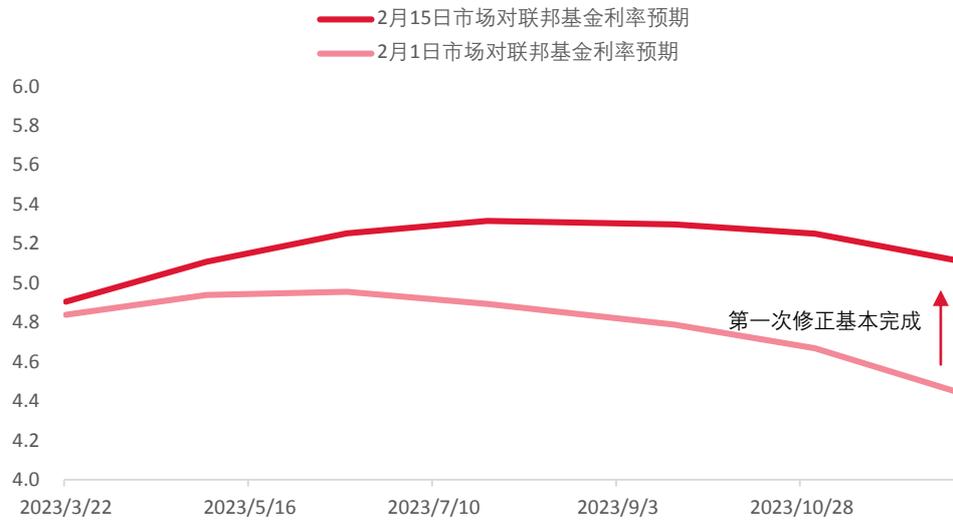
| MEETING PROBABILITIES |         |         |         |         |         |         |         |         |
|-----------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| MEETING DATE          | 350-375 | 375-400 | 400-425 | 425-450 | 450-475 | 475-500 | 500-525 | 525-550 |
| 2023/3/22             | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 14.4%   | 85.6%   | 0.0%    | 0.0%    |
| 2023/5/3              | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 8.6%    | 56.9%   | 34.5%   | 0.0%    |
| 2023/6/14             | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 8.0%    | 53.8%   | 36.0%   | 2.2%    |
| 2023/7/26             | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 2.0%    | 19.4%   | 49.4%   | 27.6%   | 1.7%    |
| 2023/9/20             | 0.0%    | 0.0%    | 0.8%    | 9.3%    | 32.0%   | 40.2%   | 16.7%   | 1.0%    |
| 2023/11/1             | 0.0%    | 0.4%    | 4.9%    | 20.2%   | 35.9%   | 28.9%   | 9.1%    | 0.5%    |
| 2023/12/13            | 0.4%    | 4.4%    | 18.3%   | 34.0%   | 29.8%   | 11.5%   | 1.6%    | 0.1%    |

资料来源：CME，华宝证券研究创新部

## 1.3. 目前市场已进行加息预期的“第一次修正”

在强劲的非农就业和 CPI 数据公布后，市场预期向美联储预期靠拢，进行预期差的“第一次修正”。

图 4：市场对美联储利率路径“预期差”的第一次修正



资料来源：CME，华宝证券研究创新部

我们在年度展望《春风吹又生——2023 年宏观策略展望》以及 2 月资产配置展望《主线缺位，波动上升——2023 年 2 月宏观策略月报》中就连续提及市场可能出现预期差修正风险，大致是市场预期向美联储预期修正。

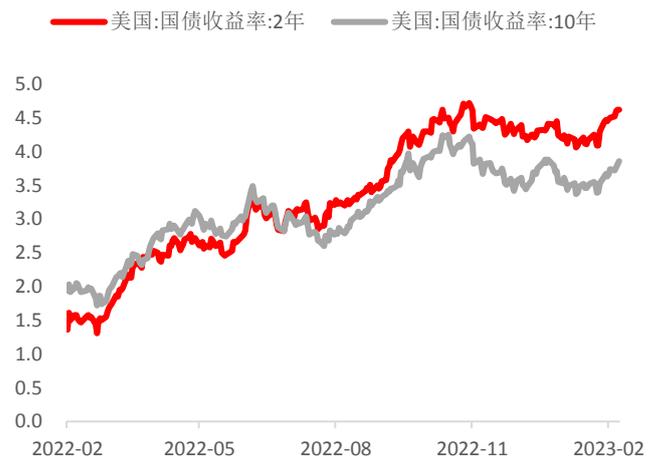
目前市场已基本完成了加息预期“第一次修正”——市场预期向美联储预期修正。无论是对美联储政策利率的预期还是美债、美元、黄金等资产价格在 2 月非农数据以来的表现，都在计价更高的加息终点，市场对年终的利率预期也与美联储此前预期相吻合。

图 5：黄金价格明显回落



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 6：美债收益率再度上行



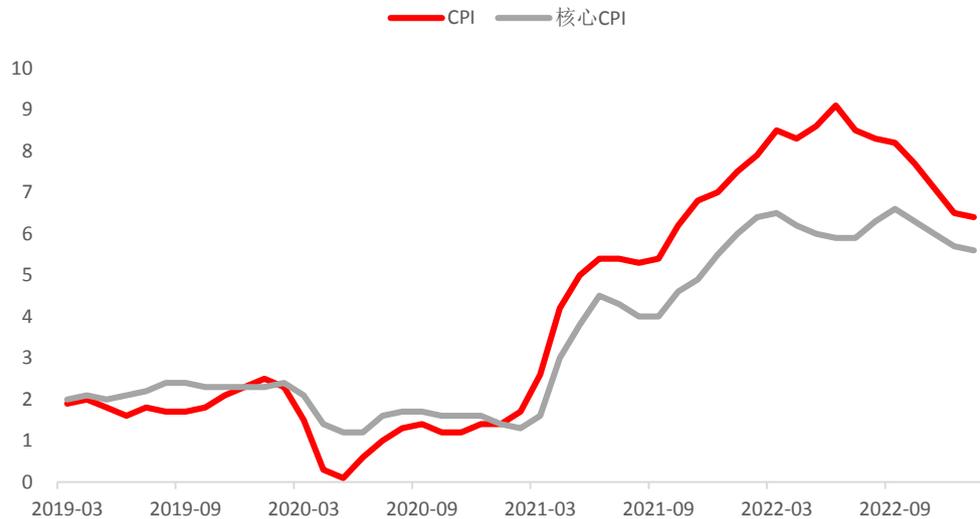
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

由于美联储货币政策节奏会根据数据变化做动态调整，当前市场也进行了预期修正。接下来需要考虑的就是，最新的数据变化又显示出哪些特征变化，是否会再度增加美联储未来调整加息节奏的压力？

## 2. 美国通胀下行方向不变，核心通胀回落速度将慢于整体通胀

1月美国CPI环比走高、导致同比回落速度低于市场预期。整体表现：美国1月末季调CPI同比6.4%（预期6.2%，前值6.5%），连续第7个月回落；核心CPI同比5.6%（预期5.5%，前值5.7%），连续第4个月回落。季调后的CPI环比0.5%（前值初值-0.1%，修正后0.1%，市场预期0.5%）；核心CPI环比0.4%（前值初值0.3%，修正后0.4%，市场预期0.4%）。

图7：1月通胀下行速度放缓

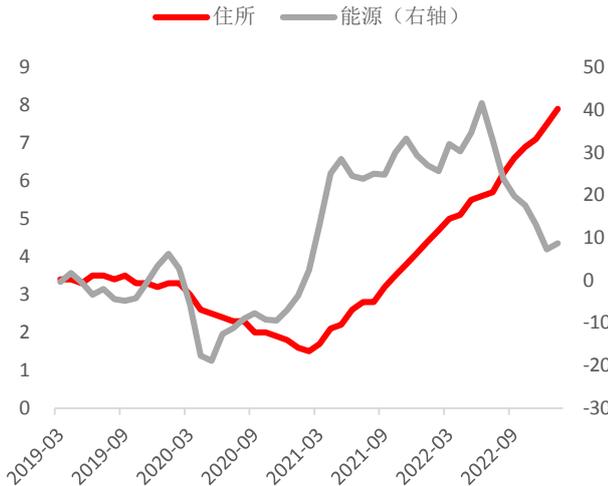


资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

分项来看，美国1月CPI增速高于预期，主要受能源和住所项拉动。能源价格走高是主要贡献，能源分项1月环比增2%（上月环比跌3.1%），作为前几个月通胀下行主要贡献之一的油价在2023年1月回升（汽油环比上涨2.4%，前值-7.0%），支撑整体通胀的超预期。住所分项同比上涨7.9%（前值7.5%），延续上涨趋势，房租价格韧性仍存，依旧是通胀的最大贡献项。环比来看，分项涨幅大于整体CPI的包括：燃气服务6.7%、汽油2.4%、医疗商品1.1%、交通运输0.9%、服饰0.8%、住所0.7%、外出就餐0.6%。

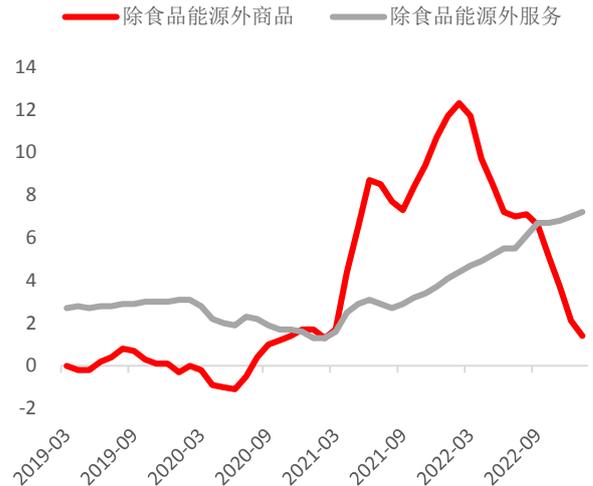
除能源外，商品通胀整体延续回落趋势，其中核心商品分项同比已降至1.4%的较低水平。而食物分项和核心服务增速依旧高于名义CPI增速。

图 8：能源和住所分项上行



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 9：核心服务尚未现下行拐点



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

**CPI 权重的调整或将短期放缓 CPI 下行斜率。**今年 2 月 14 日美国劳工局 (BLS) 将对 CPI 数据做出两项调整：一是将基于 2021 年的消费数据更新 2023 年的 CPI 分项权重；二是将调整计算新车销售指数的滤波模型。此次权重调整将增加住房租金在 CPI 中的比重约 1.74%，当前租金 CPI 增速仍处于高位筑顶阶段，该项权重的上调对 1 月通胀造成上行压力。虽然从整体上来看，CPI 权重调整对 CPI 的影响相对较小，不影响下行趋势，但或在一定程度影响 CPI 的下行斜率。

总体来看，1 月 CPI 主因环比抬升使得同比回落速度不及预期，再加上结构上以能源价格抬升为主，房租和服务型价格抬升不高。因此 1 月 CPI 降幅虽放缓，但这次数据也不至于彻底改变整体通胀回落的大方向。

图 10：1 月通胀整体情况

| 美国CPI分项         | 权重 (%)       | 同比 (%)      |             |             | 环比 (%)     |             |             |
|-----------------|--------------|-------------|-------------|-------------|------------|-------------|-------------|
|                 |              | 2023年1月     | 2022年12月    | 2022年11月    | 2023年1月    | 2022年12月    | 2022年11月    |
| <b>CPI</b>      | <b>100.0</b> | <b>6.4</b>  | <b>6.5</b>  | <b>7.1</b>  | <b>0.5</b> | <b>0.1</b>  | <b>0.2</b>  |
| <b>食物</b>       | <b>13.5</b>  | <b>10.1</b> | <b>10.4</b> | <b>10.6</b> | <b>0.5</b> | <b>0.4</b>  | <b>0.6</b>  |
| <b>家庭食物</b>     | <b>8.7</b>   | <b>11.3</b> | <b>11.8</b> | <b>12.0</b> | <b>0.4</b> | <b>0.5</b>  | <b>0.6</b>  |
| 谷物和烘焙产品         | 1.2          | 15.6        | 16.1        | 16.4        | 1.3        | 0.1         | 0.9         |
| 肉, 禽, 鱼和蛋       | 1.8          | 8.1         | 7.7         | 6.8         | 0.7        | 0.8         | 0.0         |
| 乳制品及相关产品        | 0.8          | 14.0        | 15.3        | 16.4        | 0.0        | 0.2         | 1.1         |
| 水果和蔬菜           | 1.5          | 7.2         | 8.4         | 9.7         | -0.5       | -0.1        | 1.1         |
| 非酒精饮料和饮料材料      | 1.0          | 13.1        | 12.6        | 13.2        | 0.4        | 0.5         | 0.8         |
| 其他食物            | 2.3          | 13.2        | 13.9        | 13.9        | 0.7        | 0.7         | 0.2         |
| <b>非家庭食物</b>    | <b>4.8</b>   | <b>8.2</b>  | <b>8.3</b>  | <b>8.5</b>  | <b>0.6</b> | <b>0.4</b>  | <b>0.5</b>  |
| <b>能源</b>       | <b>6.9</b>   | <b>8.7</b>  | <b>7.3</b>  | <b>13.1</b> | <b>2.0</b> | <b>-3.1</b> | <b>-1.4</b> |
| <b>能源商品</b>     | <b>3.5</b>   | <b>2.8</b>  | <b>0.4</b>  | <b>12.2</b> | <b>1.9</b> | <b>-7.2</b> | <b>-2.1</b> |
| 燃油              | 0.2          | 27.7        | 41.5        | 65.7        | -1.2       | -16.6       | 1.7         |
| 车用燃油            | 3.3          | 1.9         | -0.9        | 10.8        | 2.3        | -6.9        | -2.2        |
| 汽油              | 3.2          | 1.5         | -1.5        | 10.1        | 2.4        | -7.0        | -2.3        |
| <b>能源服务</b>     | <b>3.4</b>   | <b>15.6</b> | <b>15.6</b> | <b>14.2</b> | <b>2.1</b> | <b>1.9</b>  | <b>-0.6</b> |
| 电力              | 2.5          | 11.9        | 14.3        | 13.7        | 0.5        | 1.3         | 0.5         |
| 公用燃气服务          | 0.9          | 26.7        | 19.3        | 15.5        | 6.7        | 3.5         | -3.4        |
| <b>核心CPI</b>    | <b>79.5</b>  | <b>5.6</b>  | <b>5.7</b>  | <b>6.0</b>  | <b>0.4</b> | <b>0.4</b>  | <b>0.3</b>  |
| <b>除食品能源外商品</b> | <b>21.4</b>  | <b>1.4</b>  | <b>2.1</b>  | <b>3.7</b>  | <b>0.1</b> | <b>-0.1</b> | <b>-0.2</b> |
| 服饰              | 2.5          | 3.1         | 2.9         | 3.6         | 0.8        | 0.2         | 0.1         |
| 新车              | 4.3          | 5.8         | 5.9         | 7.2         | 0.2        | 0.6         | 0.5         |
| 二手车和卡车          | 2.7          | -11.6       | -8.8        | -3.3        | -1.9       | -2.0        | -2.0        |
| 医疗商品            | 1.5          | 3.4         | 3.2         | 3.1         | 1.1        | 0.1         | 0.2         |
| 酒精饮料            | 0.8          | 5.8         | 5.8         | 5.5         | 0.4        | 0.7         | 0.6         |
| 烟草和吸烟用品         | 0.5          | 6.3         | 5.5         | 6.3         | 0.7        | -0.1        | 0.7         |
| <b>除食品能源外服务</b> | <b>58.2</b>  | <b>7.2</b>  | <b>7.0</b>  | <b>6.8</b>  | <b>0.5</b> | <b>0.6</b>  | <b>0.5</b>  |
| 住所              | 34.4         | 7.9         | 7.5         | 7.1         | 0.7        | 0.8         | 0.6         |
| 主要住所租金          | 7.5          | 8.6         | 8.3         | 7.9         | 0.7        | 0.8         | 0.8         |
| 业主的等量房租         | 25.4         | 7.8         | 7.5         | 7.1         | 0.7        | 0.8         | 0.7         |
| 医疗服务            | 6.7          | 3.0         | 4.1         | 4.4         | -0.7       | 0.3         | -0.5        |
| 医师服务            | 1.9          | 2.7         | 3.0         | 3.1         | -0.1       | 0.1         | 0.1         |
| 医院服务            | 1.9          | 3.6         | 4.4         | 2.9         | 0.5        | 1.3         | 0.0         |
| 运输服务            | 5.8          | 14.6        | 14.6        | 14.2        | 0.9        | 0.6         | 0.3         |
| 机动车保养与维修        | 1.1          | 14.2        | 13.0        | 11.7        | 1.3        | 1.0         | 1.3         |
| 机动车保险           | 2.5          | 14.7        | 14.2        | 13.4        | 1.4        | 0.7         | 1.0         |
| 机票价格            | 0.6          | 25.6        | 28.5        | 36.0        | -2.1       | -2.1        | -1.6        |

资料来源：Wind, 华宝证券研究创新部

根据 BLS 最新公布的 CPI 权重拆分来看, 主要由食物 (13.5%)、能源 (6.9%) 和核心 CPI (79.5%) 三大项共同构成, 其中核心 CPI 是由核心商品 (21.4%) 以及核心服务 (58.2%) 构成, 住所分项 (34.4%) 是占比最大的单一项。

我们预计, 通胀回落的大方向不变, 主要原因: (1) 在全球供应链恢复和企业主动去库存以及基数效应的大背景下, 商品价格预计后续仍将继续维持低位; (2) 考虑到房地产市场下行周期和房价疲软, CPI 中最大权重项房租回落或也只是时间问题, 后续房租或将成为通胀回落的主要拉动力量之一。

但核心通胀回落速度或将慢于整体通胀, 主要原因: (1) 房租价格当前或基本接近触顶, 但尚未转向下行趋势; (2) 与工资就业等相关的服务型通胀以及食品分项回落的速度明显更慢。剔除房租之后的其他核心服务、食品分项与工资增速密切相关, 在当前劳动力市场仍然较为紧张的背景下, 预计后续下行斜率将较为缓慢, 成为制约通胀降至联储目标值的最大不确定点。

### 3. 通胀“碰上”高薪资增速, 下行阻力加大

加息节奏的关键在通胀, 通胀的关键在就业市场, 美国劳动力市场不仅一直展现出超预期的韧性, 尚未出现明显的拐点, 在薪资增长的结构上也存在着不利于通胀放缓的变化。

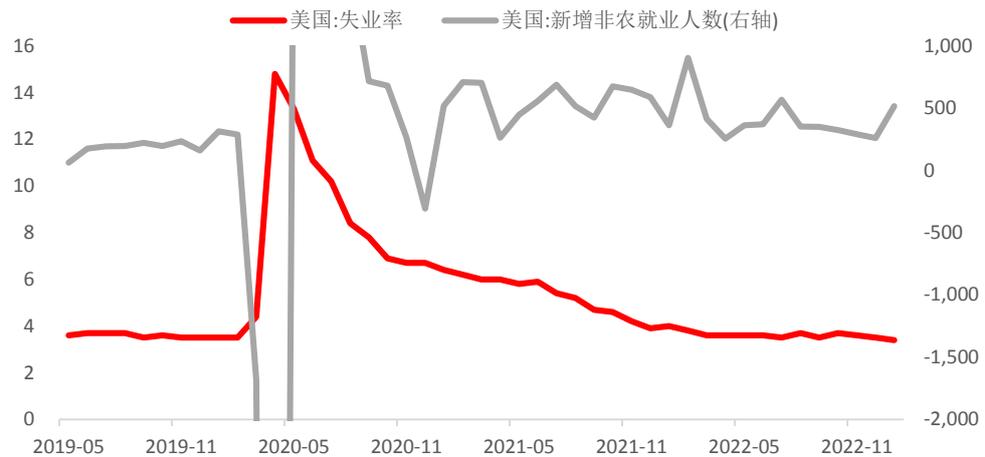
#### 3.1. 劳动力供给缺口仍存, 就业韧性较强

劳动力市场韧性较强。1 月非农新增就业人数 51.7 万人, 刷新 2022 年 7 月以来新高, 远超市场预期的 18.5 万人, 前值为 22.3 万人 (修正后为 26 万人)。1 月份新增就业表现明

显超预期：一方面，统计口径和季节性调整等因素的扰动下1月非农大超预期。BLS根据失业保险报税记录重新调整了2022年3月的基准数据，并修订行业分类，对历史数据的影响大于以往的基准调整过程，基准期2022年3月的就业总人数上修0.3%，且本次发布的1月数据在计算时也使用了上修的基准。另一方面，前期罢工结束，新增就业大幅上升。政府就业增加7.4万人，其中一个重要原因或是罢工活动的结束（2022年12月底，加州公立大学工会罢工结束）。

1月失业率下降至3.4%，前值3.5%，刷新1969年以来的最低水平。同时，12月职位空缺数量从前月的1040万增加至略超过1100万的水平，创下五个月最高，以上均可以反映出劳动力短缺情况仍然存在，凸显出美国劳动力市场的韧性。

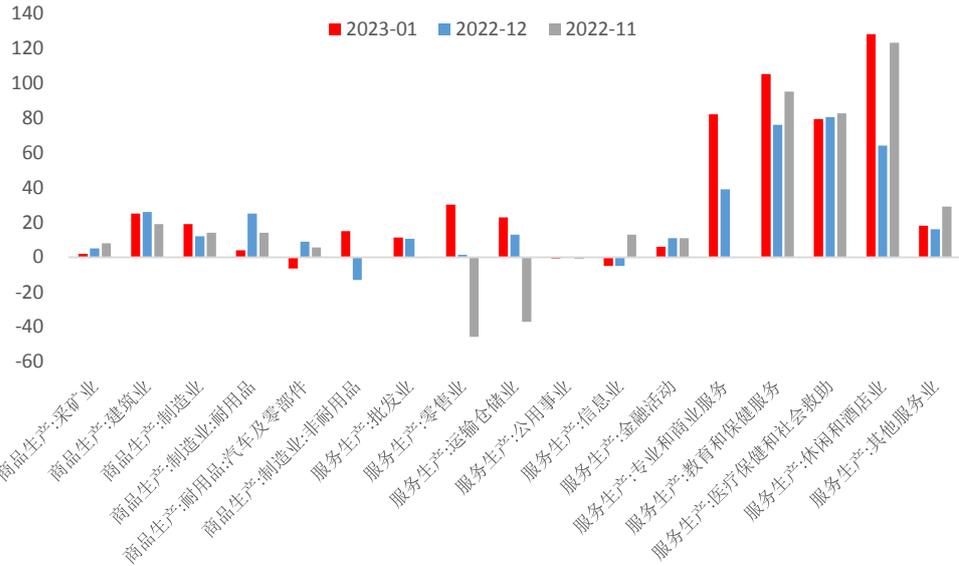
图 11：1月新增非农就业和失业率均超预期



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

具体分项来看，基础服务领域延续强劲的需求。其中1月休闲和酒店业、医疗保健等服务行业就业岗位增幅最大。尽管近期美国科技公司裁员对市场预期造成扰动，但科技公司（信息业）只构成全美2%的非农就业。而基础服务业就业情况才是观察和预测未来就业市场的重头戏，因为服务业占到非农就业83%以上。近几个月以来，服务业新增就业延续强势态势，表明服务业的扩张仍在延续。

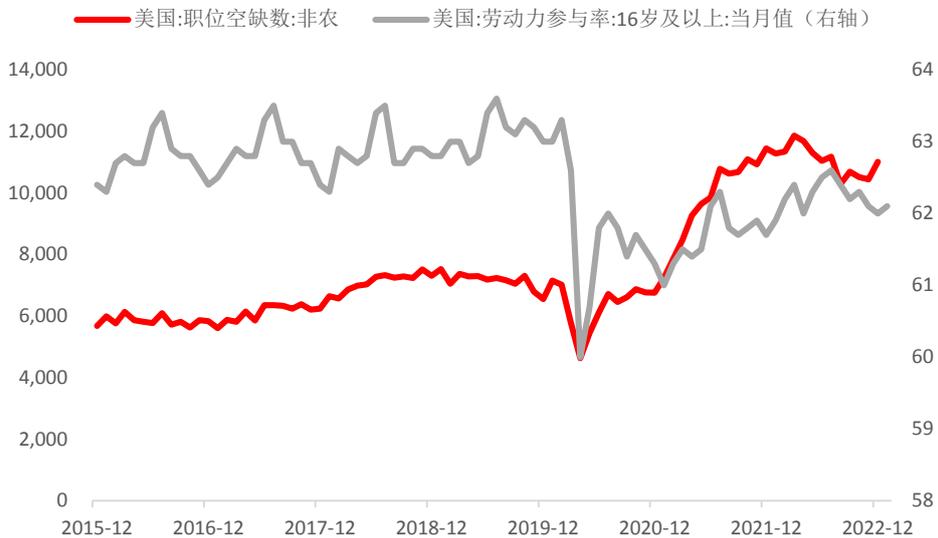
图 12: 新增私人非农就业分项数据



资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

**劳动力市场缺口导致薪资增速放缓偏慢。**1月平均时薪环比上涨0.3% (预期0.3%, 前值0.4%); 同比增长4.4% (预期4.3%, 前值4.8%), 薪资增长放缓的节奏仍然偏慢。我们认为主要原因是劳动力市场结构问题仍然存在, 尤其是疫情之后, 美国劳动力市场供给出现了明显的缺口, 劳动人口参与率以及职位空缺数均尚未修复至疫情前期的中枢水平。

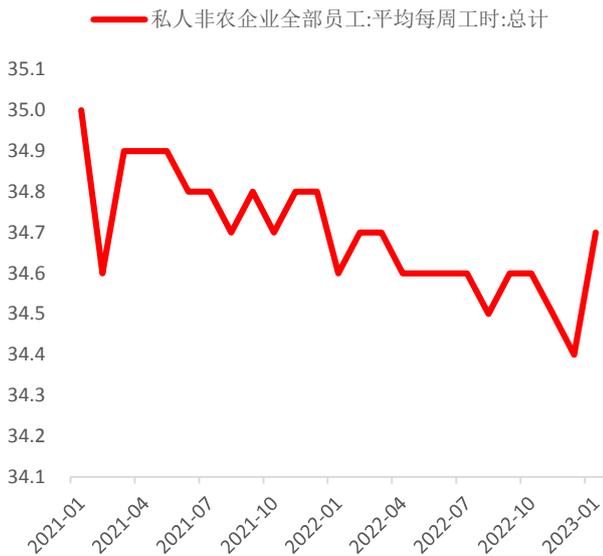
图 13: 劳动力市场尚未修复至疫情前期



资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

**员工工作时长有所增加, 导致周薪增速反弹, 进一步体现劳动力市场韧性好于预期。**1月份非农平均周薪出现了明显上涨, 主要体现为非农员工每周的平均工时在增加, 或反映出1月份的经济韧性超出预期, 需要增加员工工作时间来满足好于预期的需求, 未来就业市场扩张放缓的拐点来的更迟。工时增加意味着员工1月总体薪资的增幅好于平均时薪的表现, 而总薪资增速反弹对于需求的支撑也会增强。

图 14：1 月非农员工平均工时明显上行



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 15：1 月非农业工平均周薪上行

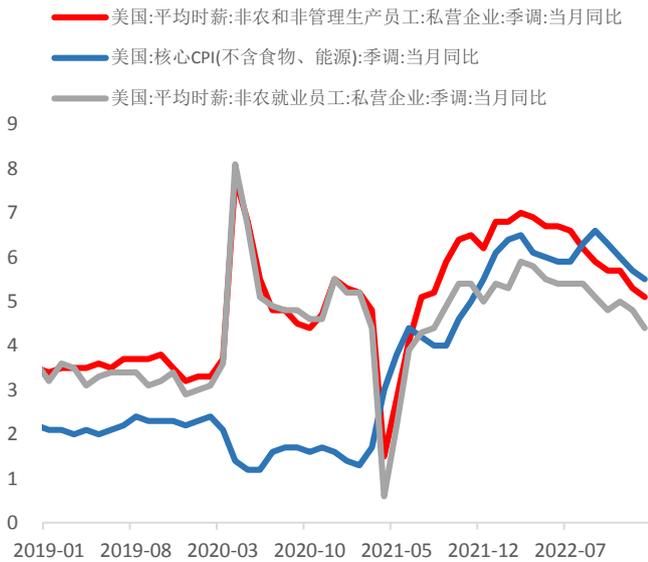


资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

### 3.2. “通胀-薪资” 缺口消除，通胀下行的阻力上升

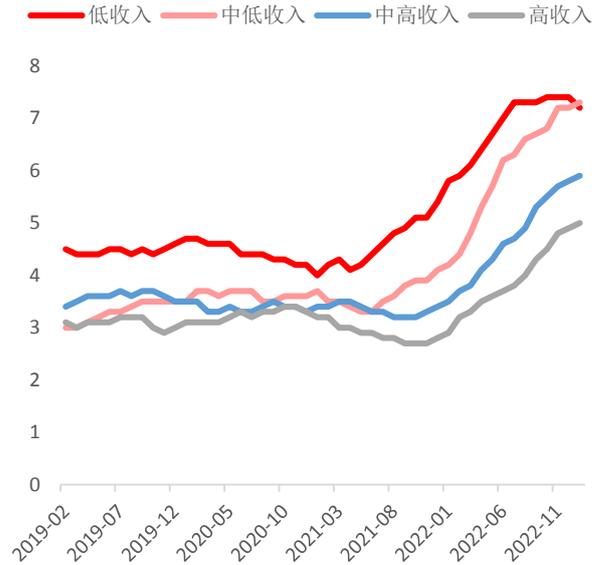
目前核心通胀与薪资增速缺口明显收窄，与普通员工薪资增速缺口基本消除，普通员工的薪资收入对需求、通胀的影响更为密切，通胀下行的阻力或明显上升。我们从拆分非农薪资涨幅结构来看，其中普通员工（非管理生产员工）薪资无论是前期增长速度还是目前放缓幅度均明显好于整体非农员工的薪资变动。亚特兰大联储的进一步细分统计也显示出，低收入及中等收入群体薪资增长显著好于高收入群体。换言之，美国薪资增速分化，消费受收入影响更大的中等及以下收入群体增速较高，薪资增速偏低的高收入群体的消费受收入影响不显著，也导致了当前美国基础消费需求的韧性延续，即通胀分项中食品项和服务项这类基础消费价格增速韧性更强。由于就业市场的缺口没有消除，而“通胀-薪资”的缺口消除，就业及薪资的韧性或显著加大后续通胀下行阻力。

图 16: 非管理员工薪资增速较快



资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

图 17: 低收入群体工资增速更快 (12 个月移动平均)

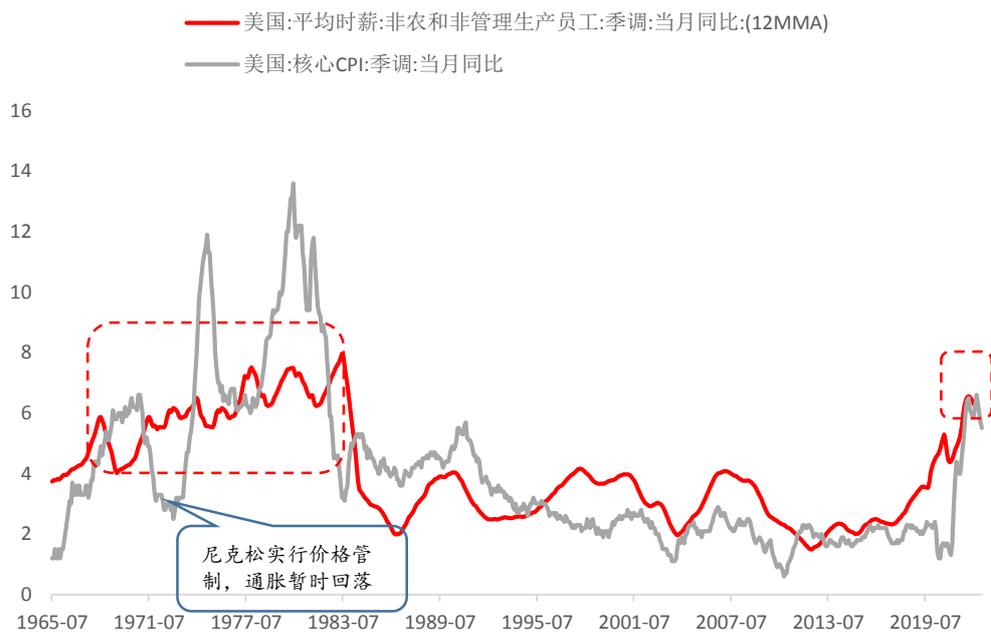


资料来源: 亚特兰大联储, 华宝证券研究创新部

注: 低收入人群指收入处于后 25% 区间, 以此类推

**薪资不降，通胀难降。**从历史经验来看，上世纪美国 70 年代大通胀的反复，很大程度上也是由于薪资增速长时间居高不下，出现了长期的“薪资-通胀”螺旋。具体来说，当通胀增速显著大于薪资增速时，“通胀-薪资增速差”带来的需求缺口能够有效压制通胀快速回落。然而当核心通胀回落至与薪资增速相对同步时。前期“通胀-薪资增速差”带来的需求缺口消失之后，通胀下行的速度显著放缓，甚至存在反弹的压力。1972 年美国通胀在薪资未有效下降的背景回落至 3% 附近，主要源于尼克松实行的价格管制措施，并非市场化因素驱动，也未能根除通胀。

图 18: 薪资维持较高增速或将加剧通胀的韧性



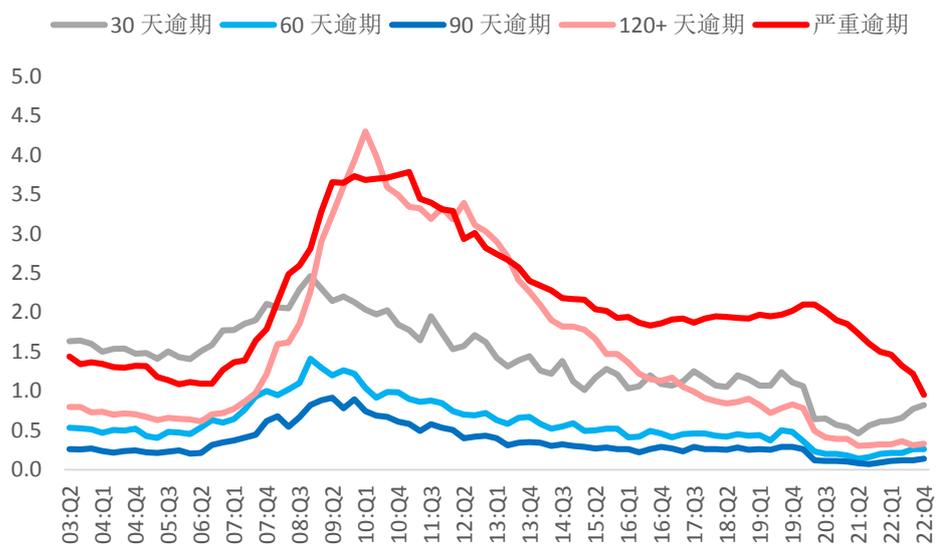
资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

**普通员工薪资韧性或是美联储比市场更鹰的主要因素。**我们认为，普通员工薪资韧性也是此前美联储一直保持“鹰派”并且反复强调历史经验的重要性的核心原因。根据美联储 12 月的预测，2023 年通胀回落至 3.5% 附近需要失业率上升至 4.6%，也反映出如果就业市场不降温，通胀压力就会比预期的更大。由于就业市场拐点迟迟未至，美联储官员近期也纷纷提示未来通胀下行速度放缓的风险。

然而此前市场却倾向于选择“放大利好、钝化利空”，更关注全体薪资增速在放缓，以及通胀已经处于回落区间，却低估了劳动力市场紧俏、普通员工群体薪资增速韧性更强的结构性分化对通胀下行的阻力，从而导致此前市场于联储之间存在明显的“预期差”。

总体来看，**不能低估未来核心通胀放缓节奏不及预期的可能性。**(1) 疫情以来美国居民贷款违约率处于历史低位，反映出居民资产负债表及现金流情况较为健康，对后续消费形成一定支撑。(2) **劳动力市场供需错配，薪资增速韧性较强。**疫情之后，尤其是美国劳动力缺口带来的“缓冲垫”仍未消除，非农薪资增速维持在 4% 的增速以上，高于联储 2% 的目标值，放缓速度慢于通胀回落的速度，另外作为消费“主力军”的普通员工薪资增速 5.1%，明显更高。当通胀与薪资增速相近，如果未来就业市场不能明显降温，通胀进一步下行的阻力或将明显增大。

图 19：居民贷款违约率处在历史低位



资料来源：New York Fed Consumer Credit Panel/Equifax，华宝证券研究创新部

## 4. 美联储加息预期是否会有“二次修正”？

基于美联储货币政策节奏根据数据情况动态调整的判断，以及经济数据频繁超预期的背景，想要充分理解市场和美联储之间可能出现的“预期差”、以及判断“预期差”修正方向，就需要找出美联储究竟想要看到什么样的数据或者信号。在回顾和对比过去美联储加息周期和通胀之间的关系之后，找出了美联储停止加息、转向降息的“底线”因素，可以理解为判断本轮美联储货币政策节奏变化的必要条件。

基于这些“底线”因素，以及未来通胀下行阻力增大的可能性，也发现了未来市场存在预期差的“第二次修正”风险。

### 4.1. 美联储结束加息、开启降息的“信号”在哪？

考虑到此前美联储并没有在软着陆情况下成功抗通胀的经验，不排除此次美联储的货币政策会根据实际数据小幅灵活调整，与历史经验产生一定偏离的可能。

基于历史经验假设，我们从美联储加息周期与通胀的经验总结出两个关键因素，一是控通胀周期中，实际利率必须保持在正值，二是除 2019 年开启的降息周期以外，此前降息周期的开启往往要实际利率达到 2.5% 以上。

#### 4.1.1. 政策利率压制核心通胀是加息停止的“底线”，即达到“限制性水平”

从过去加息周期经验来看，美联储加息停止的信号往往是政策利率高于核心通胀 3%，但目前美国，美联储显然不会以此为基准，

在 1968-1976 年间的两轮加息周期中，都是由于转向过早，导致政策利率低于核心通胀，通胀压力未被根除，沃尔克时期实际利率也一度转负，但迅速加息纠正。此后，在核心通胀高于 3%（通胀压力明显上升）的时期，美联储货币政策利率均对核心通胀形成压制，且每一轮加息周期的终点都对应着政策利率大于通胀水平。

图 20：60 年代后历次加息周期的实际利率与通胀关系

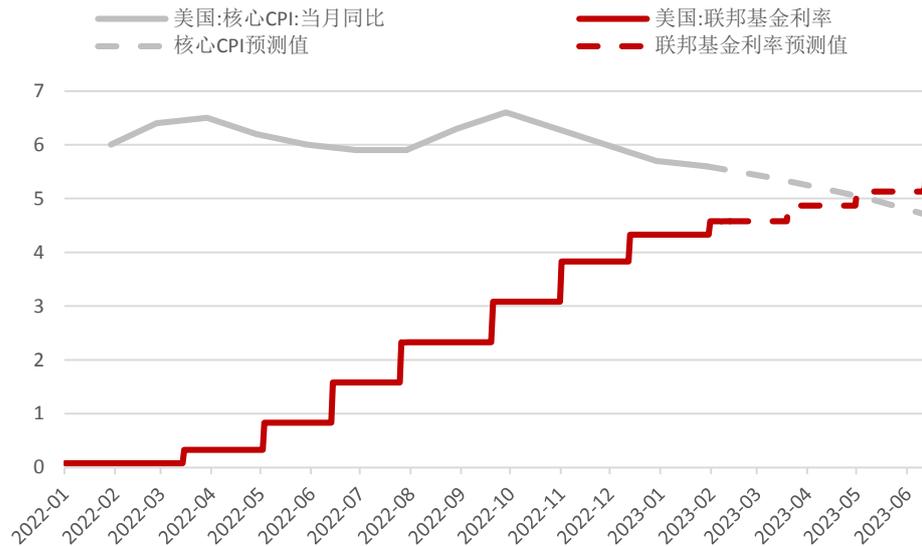


资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

美联储主席鲍威尔在此前的讲话中也不止一次提到要吸取历史经验，也反复提到利率需要保持“限制性水平”。这很可能意味着，加息停止的“底线因素”是政策利率要对核心通胀形成压制，考虑到通胀数据可能的波动，即实际利率要为正，且可能需要少量（约 0.5%）的缓冲区间。

加息终点的明确或至少要等到 6 月。以当前 5.25% 左右的加息预期来看，核心通胀需要降至 4.75% 以下，由于数据的公布是滞后的，从目前的通胀和就业数据来看，3 月（公布 2 月通胀数据）已几乎不可能达到这一目标，5 月 3 日议息会议时尚未公布 4 月通胀数据（美联储或许掌握 4 月的大致数据），届时或仍无法实现实际利率转正，因此，较大几率要到 6 月议息会议时利率终点才会明确，若通胀下降的较慢，加息停止的节点可能还会推迟。

图 21：核心通胀及联邦基金利率



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

#### 4.1.2. 通胀降至 3%，可能才是降息的起点

美联储预期年内不会降息的判断也是来自于历史经验，即在有通胀压力的加息周期中，降息启动需要政策利率比核心通胀高 2.5% 左右。考虑到目前美联储的预期利率终点在 5.25% 左右，意味着核心通胀需要降至 3% 及以下水平，可能才是降息的起点。

美联储在 12 月对核心 PCE 的预测来看，2023 年核心通胀很难降到 3% 以下。市场对核心 CPI 的预测也普遍在 3% 及以上水平。所以美联储认为年内不会降息。

图 22：美联储 12 月 FOMC 会议上对经济、通胀的预测

Table 1. Economic projections of Federal Reserve Board members and Federal Reserve Bank presidents, under their individual assumptions of projected appropriate monetary policy, December 2022

| Variable                                | Median <sup>1</sup> |      |      |      |            | Central Tendency <sup>2</sup> |         |         |         |            | Range <sup>3</sup> |          |         |         |            |
|---|---------------------|------|------|------|------------|-------------------------------|---------|---------|---------|------------|--------------------|----------|---------|---------|------------|
|   | 2022                | 2023 | 2024 | 2025 | Longer run | 2022                          | 2023    | 2024    | 2025    | Longer run | 2022               | 2023     | 2024    | 2025    | Longer run |
| Change in real GDP                      | 0.5                 | 0.5  | 1.6  | 1.8  | 1.8        | 0.4-0.5                       | 0.4-1.0 | 1.3-2.0 | 1.6-2.0 | 1.7-2.0    | 0.2-0.5            | -0.5-1.0 | 0.5-2.4 | 1.4-2.3 | 1.6-2.5    |
| September projection                    | 0.2                 | 1.2  | 1.7  | 1.8  | 1.8        | 0.1-0.3                       | 0.5-1.5 | 1.4-2.0 | 1.6-2.0 | 1.7-2.0    | 0.0-0.5            | -0.3-1.9 | 1.0-2.6 | 1.4-2.4 | 1.6-2.2    |
| Unemployment rate                       | 3.7                 | 4.6  | 4.6  | 4.5  | 4.0        | 3.7                           | 4.4-4.7 | 4.3-4.8 | 4.0-4.7 | 3.8-4.3    | 3.7-3.9            | 4.0-5.3  | 4.0-5.0 | 3.8-4.8 | 3.5-4.8    |
| September projection                    | 3.8                 | 4.4  | 4.4  | 4.3  | 4.0        | 3.8-3.9                       | 4.1-4.5 | 4.0-4.6 | 4.0-4.5 | 3.8-4.3    | 3.7-4.0            | 3.7-5.0  | 3.7-4.7 | 3.7-4.6 | 3.5-4.5    |
| PCE inflation                           | 5.6                 | 3.1  | 2.5  | 2.1  | 2.0        | 5.6-5.8                       | 2.9-3.5 | 2.3-2.7 | 2.0-2.2 | 2.0        | 5.5-5.9            | 2.6-4.1  | 2.2-3.5 | 2.0-3.0 | 2.0        |
| September projection                    | 5.4                 | 2.8  | 2.3  | 2.0  | 2.0        | 5.3-5.7                       | 2.6-3.5 | 2.1-2.6 | 2.0-2.2 | 2.0        | 5.0-6.2            | 2.4-4.1  | 2.0-3.0 | 2.0-2.5 | 2.0        |
| Core PCE inflation <sup>4</sup>         | 4.8                 | 3.5  | 2.5  | 2.1  |            | 4.7-4.8                       | 3.2-3.7 | 2.3-2.7 | 2.0-2.2 |            | 4.6-5.0            | 3.0-3.8  | 2.2-3.0 | 2.0-3.0 |            |
| September projection                    | 4.5                 | 3.1  | 2.3  | 2.1  |            | 4.4-4.6                       | 3.0-3.4 | 2.2-2.5 | 2.0-2.2 |            | 4.3-4.8            | 2.8-3.5  | 2.0-2.8 | 2.0-2.5 |            |
| Memo: Projected appropriate policy path |                     |      |      |      |            |                               |         |         |         |            |                    |          |         |         |            |
| Federal funds rate                      | 4.4                 | 5.1  | 4.1  | 3.1  | 2.5        | 4.4                           | 5.1-5.4 | 3.9-4.9 | 2.6-3.9 | 2.3-2.5    | 4.4                | 4.9-5.6  | 3.1-5.6 | 2.4-5.6 | 2.3-3.3    |
| September projection                    | 4.4                 | 4.6  | 3.9  | 2.9  | 2.5        | 4.1-4.4                       | 4.4-4.9 | 3.4-4.4 | 2.4-3.4 | 2.3-2.5    | 3.9-4.6            | 3.9-4.9  | 2.6-4.6 | 2.4-4.6 | 2.3-3.0    |

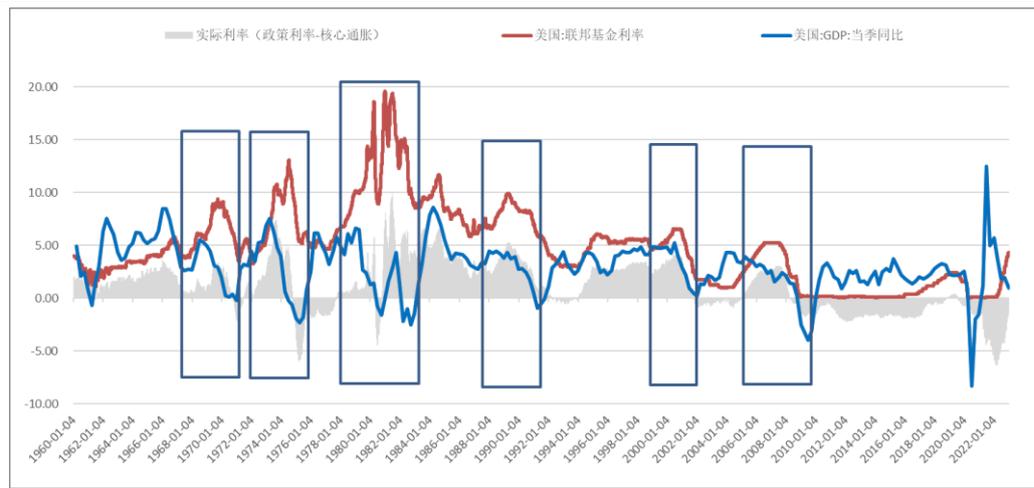
资料来源：FED，华宝证券研究创新部

#### 4.1.3. 不更“鹰”是为了寻找抗通胀和稳经济的“平衡点”

在 2 月议息会议上，鲍威尔的表态维持鹰派观点，但因为承认了加息在放缓，没有释放更鹰派的观点，就被市场解读为偏鸽。不过，实际的情况可能是美联储是要在抗通胀的底线上，寻求“软着陆”的加息平衡点。

从美联储历史加息周期对经济的影响来看，1960 年以来有六轮快速加息后，经济下行斜率显著加大，实际利率上升过快（迅速升至 3% 及以上）对经济伤害较明显。

图 23：加息周期对经济的影响



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

考虑到加息对经济、通胀存在一定的滞后影响，美联储本轮的加息也处在“摸索阶段”，即寻找既能控通胀，又对经济伤害较小、实现“软着陆”的加息平衡点（该平衡点也可能并不存在）。因此，加息放缓是为了降低对经济的伤害，而非“暗示”抗通胀已经成功。

基于当下的情况预计，美联储加息的终点或需要到6月议息会议（北京时间6月15日凌晨）才能确认，年内不会降息，但年末市场可能会因经济下行斜率加大，降息预期升温，从而转向降息交易逻辑。

但寻找新的平衡点也可能意味着未知风险——通胀压不住，即不存在这种平衡点。那么在此情形下，抗通胀会优先于经济软着陆，因为从七八十年代的经验看，经济衰退可能是一次性的，但通胀如果失控，将是长期反复的风险，并导致反复的经济衰退。

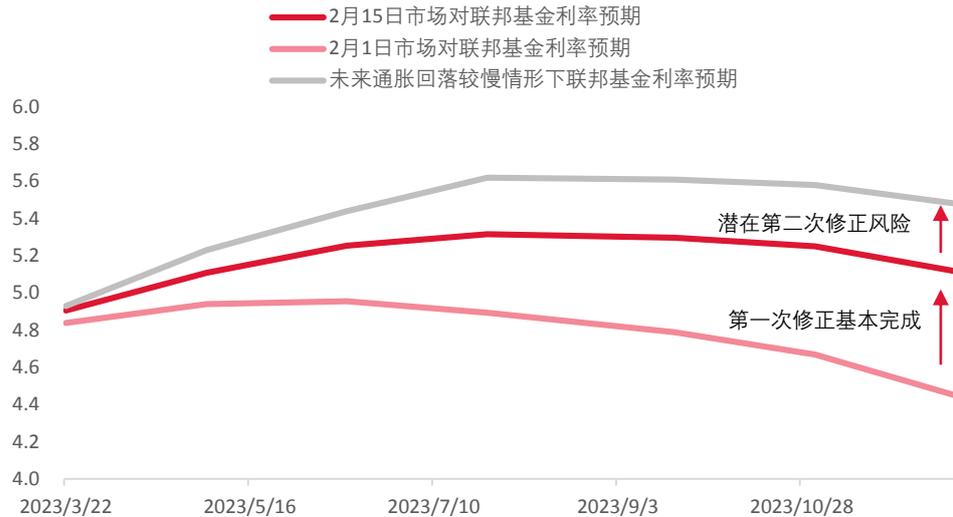
## 4.2. 关注“第二次修正”的风险

过往美联储对抗通胀时期加息停止时政策利率高于通胀通常超过 3%，从目前市场预期来看，今年加息停止时这一差值可能不足 1%，且核心通胀已与普通员工薪资增速基本匹配，劳动力缺口的“缓冲垫”仍然较厚，意味着美国下半年经济运行可能达到一种对通胀压制不足的状态——政策利率 5.5%，失业率上升缓慢，通胀和普通员工薪资增速在 4% 附近趋稳。

上文中我们提到本轮加息周期美联储一直在根据数据相对灵活调整货币政策，这种通胀控制不力的局面会令美联储“被迫”进一步收紧货币政策，提高利率终点和持续时长，即美联储本轮加息周期更高、更长的“第二次修正”风险。

从市场预期来看，在年初市场对美联储货币政策的预期较为乐观，认为一季度见顶，后续降息预期升温；但是在公布 1 月份非农就业、CPI 数据后，市场短期内对此前的乐观预期迅速修正，预期二季度见顶，年末降息。未来还存在美国经济韧性较强、通胀降温不及预期，进而迫使美联储进一步加息的风险。

图 24：市场对美联储利率路径“预期差”的修正



资料来源：CME，华宝证券研究创新部

对于大类资产来说，此前基于年末会出现降息预期的走势判断可能会发生较大变化，比如短期的估值或风险偏好调整，上行拐点推迟。

此外，“第二次修正”还存在“次生风险”，即更高、更久的加息周期引发经济下行斜率更加陡峭，经济衰退幅度超预期的风险。

## 5. 对资产价格的影响

### 5.1. “第一次修正”的影响，预期的小幅下修

此前市场对于加息路径预期更“平缓”，经济倾向于“软着陆”。市场普遍认为一季度之后，美联储货币政策对各类资产的压制会逐渐减弱，且下半年，尤其是四季度的降息预期会对大部分资产价格走势带来利好。

在预期“第一次修正”后：紧缩预期反弹，市场预期向政策预期靠拢，部分资产的上行预期需要小幅下调，或在时间上进行延后。

对于美国主要资产来说，美元将更有韧性，美债收益率向上修复，美股考虑到经济的韧性对盈利端的支撑，负面影响较小。

对于非美资产及货币来说，乐观预期将向下小幅修正。市场对联储加息预期与年初相比“更高、更久”，美元回落的预期放缓，上半年波动会有所上升，年内的乐观预期也会有小幅下修，但整体影响不会很显著。表现就是 2 月份黄金等部分大宗商品价格、非美货币出现短期调整。

对于 A 股来说，美联储紧缩预期反弹后将制约国内利率进一步下调的可能性，这方面推动 A 股上行的动能或减弱，中国资产比较优势小幅减弱，乐观预期小幅下修导致 2 月 A 股上行明显放缓。未来 A 股上行动能将更多来自于国内基本面复苏情况的印证。

由于当前预期修正幅度不大，更多体现在前期市场向美联储“预期差”的靠拢，对市场的影响力有限，尚难以构成趋势转变，不用过度悲观，目前市场资产价格的调整或已经基本到位。

## 5.2. “第二次修正”导致更陡峭的经济、利率变化

如若出现预期的“第二次修正”，加息路径也将从“平缓”转向“陡峭”，资产价格预期将进一步下修；此外，更高的利率水平也意味着后续经济下行更加“陡峭”的概率上升，市场波动的风险明显加剧。不过也意味着剧烈波动之后，存在低位“黄金坑”的新机会。

对于美国资产，更高的利率会继续推升美债收益率及美元指数，也意味着后续经济下滑斜率更陡峭、“硬着陆”的风险上升，美股波动性或将显著加剧，甚至转向阶段性下跌。

对于非美资产，更陡峭的利率曲线则会再一次带来估值修正压力，加剧市场波动，且降息预期的节点延后，意味着非美资产估值压力转向的拐点也将延后，新兴市场、非美资产的年度走势观点或将从相对积极变成中性，部分基本面相对更加脆弱的新兴市场调整的风险会显著增加。

对于 A 股，此前中美周期反转错位，中国资产具备明显比较优势的乐观预期也将进一步下修。美国通胀和经济韧性更强，而中国复苏较为温和，则中国资产比较优势进一步减弱，外资大幅流入难以持续，且美联储货币政策降息预期这一利好因素推迟，存在对 A 股形成小幅利空的风险。对于 A 股的 N 型复苏，可能第二笔调整的空间和时间会有所拉长。

若超预期加息导致风险上升也同时伴随新的机会。需要注意的是，如果美联储的加息终点进一步提高，未来美国经济下行斜率更加陡峭的可能性也会随之上升，比预期“更硬”的着陆可能会加剧市场的短期波动风险。不过在波动加剧后，市场对美联储降息预期会快速升温，有望迎来新一轮资产的布局机会，对于权益市场、大宗商品、债券都会形成利好预期。

### 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。