

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

下一阶段“降息交易”或回归主导

2023年3月23日

- **美联储加息周期即将结束。**3月议息会议美联储如期加息25bp,同时释放了一些重要信息。一是加息即将结束,缩表继续执行。考虑到最新点阵图对于2023年利率终值的预测为5.00-5.25%,5月议息会议有可能最后一次加息25bp。二是关注银行业风险,以及信贷条件收紧对于经济活动的影响。SVB事件发生前,美国银行借贷意愿已出现明显下滑,工商业及消费贷款增速均有下行迹象。三是仍判断通胀过高、劳动力市场紧张,坚定2%长期通胀目标。四是面对新闻发布会后记者“今年是否会降息”的提问,鲍威尔的回答是“与会者认为今年不会降息”。
- **下半年美国失业率可能进入上升期。**预判美国失业率走势的三个关键变量包括就业人数、16岁以上人口、劳动参与率。第一,未来就业人数的增长动力在衰减。需求侧来看,3月FOMC经济预测小幅下修了美国经济增长前景。先行指标来看,就业扩散指数、新增非农就业人数等指标出现下行趋势,均指向未来就业或放缓。第二,与中日韩等东亚经济体人口增长放缓不同,美国人口仍在持续增长,求职人数也会随之增多。第三,当前劳动力参与率修复至疫情前接近七成的水平,存在继续提升的空间。综合上述,我们判断下半年美国失业率可能进入上升期,今年底或接近4%。
- **下一阶段“降息交易”或回归主导。**同样是预计美联储会降息,“降息交易”和“衰退交易”的本质区别在于美国经济是否会发生衰退。前者对于美股乃至全球市场是利好,后者则更偏利空。SVB事件发酵以来,市场已较多计入降息定价。3月13日至本月议息会议前道指涨2.3%、纳指涨6.0%,属于降息交易。本月议息会议后美股下跌、美债利率下跌,反映的是衰退交易逻辑。基于我们对于美国失业率下半年可能回升、年末或仍低于长期自然失业率的判断,美国经济仍有机会实现软着陆或浅衰退。在银行业风险进一步得到控制的情形下,降息交易逻辑或在接下来的一段时间里回归主导。
- **风险因素:**国内政策推出不及预期,美欧经济衰退等。

目录

一、美联储加息周期即将结束.....	3
二、下半年美国失业率可能进入上升期.....	5
三、下一阶段“降息交易”或回归主导.....	7
风险因素.....	8

图目录

图 1: 北京时间 3 月 22 日晚, CME FedWatch 显示的 3 月加息 25bp 概率达 87.8%.....	3
图 2: 美联储资产端对储备银行信贷分项 (含贴现窗口) 规模大幅扩张 (截至 3 月 15 日)	3
图 3: 3 月 FOMC 经济预测中的加息点阵图	4
图 4: SVB 事件发酵前, 美国银行借贷意愿已出现下滑	5
图 5: 今年以来, 美国商业银行对工商业和消费贷款增速呈现下行迹象	5
图 6: 3 月 FOMC 经济预测表.....	6
图 7: 就业扩散指数与新增非农就业人数相互印证, 均指向就业或放缓	6
图 8: 美国劳动参与率仍有提升空间	7
图 9: 前期市场已较多计入降息定价.....	7
图 10: CME FedWatch 加息路径预期 (截至 3 月 23 日)	8

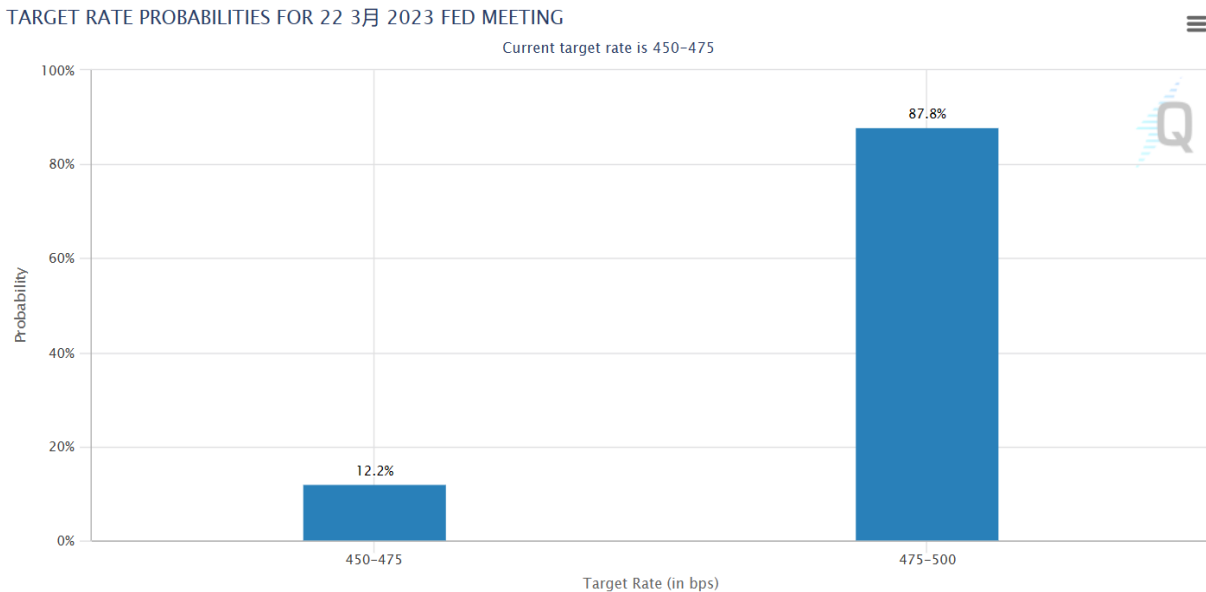
事件：

北京时间3月23日凌晨2:00，美联储公布3月利率决议。凌晨2:30，美联储主席鲍威尔召开新闻发布会。

一、美联储加息周期即将结束

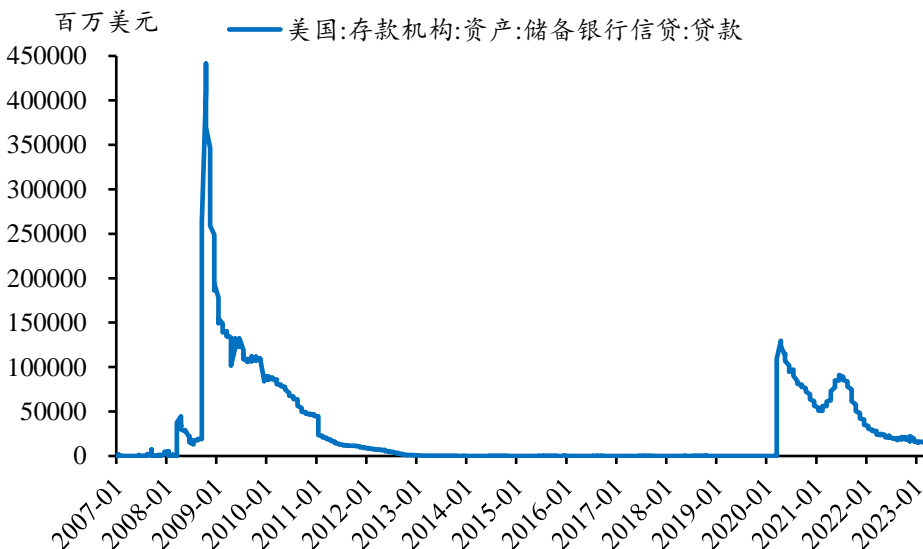
3月议息会议美联储如期加息 25bp。2月会议以来，基于美联储将加息步伐放缓至 25bp 的操作，以及鲍威尔“将继续加息 (ongoing increases)” 的表态，市场对于3月会议再加息 25bp 的预期较为一致。3月上旬，美国硅谷银行遭遇挤兑并最终破产，引发了一定的金融风险。随后美联储、财政部和联邦存款保险公司 (FDIC) 迅速采取行动，一方面为破产银行的储户存款提供保护，另一方面美联储设立 BFTP 工具为银行提供短期流动性支持。叠加美联储贴现窗口等存量政策工具 (图 2)，美国银行体系所面临的存款挤兑及异常融资需求正在得到解决。基于此，北京时间3月22日晚，CME FedWatch 显示的3月加息 25bp 概率达 87.8% (图 1)。

图 1：北京时间 3 月 22 日晚，CME FedWatch 显示的 3 月加息 25bp 概率达 87.8%



资料来源：CME，信达证券研发中心

图 2：美联储资产端对储备银行信贷分项 (含贴现窗口) 规模大幅扩张 (截至 3 月 15 日)



资料来源：Wind，信达证券研发中心

结合会议声明、鲍威尔新闻发布会讲话、FOMC 经济预测来看，美联储重点释放了如下信息：

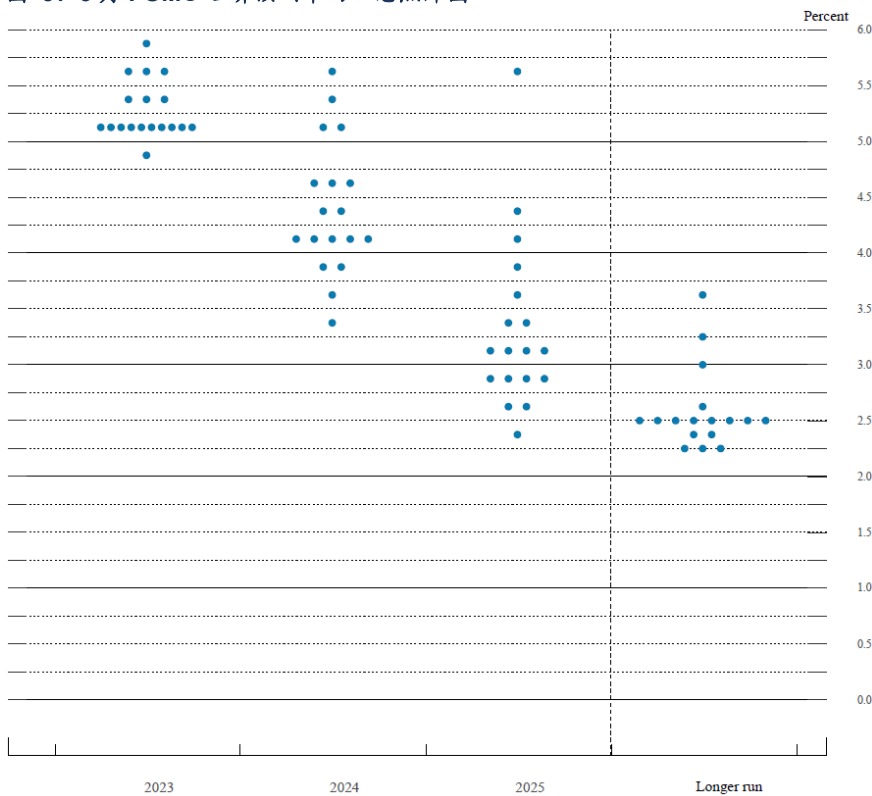
一是加息即将结束，缩表继续执行。鲍威尔表态“不再宣称继续加息是适当的（no longer state that we anticipate that ongoing increases will be appropriate），相反，一些额外的政策收紧（some additional policy firming）可能是适当的”，指向美联储加息即将结束。以及“美联储仍在继续缩表（continuing the process of reducing securities holdings）”。考虑到最新点阵图对于 2023 年联邦基金利率目标区间的预测仍为 5.00-5.25%（与去年 12 月预测持平），5 月议息会议有可能最后一次加息 25bp（图 3）。

二是关注银行业风险，以及信贷条件进一步收紧对经济活动的影响。鲍威尔表示目前银行体系出现的风险事件是“个例（isolated）”，但如果问题不加以解决，市场对于资质健康银行的信心也会受到打击，从而威胁到整个银行体系支持实体部门储蓄和信贷需求的能力。2022 年 3 月美联储开启加息以来，美国信贷条件持续收紧，银行借贷意愿明显下滑（图 4）。受此影响，今年以来美国商业银行的工商业和消费贷款增速均呈现下行迹象（图 5）。

三是仍判断通胀过高、劳动力市场紧张，坚定 2% 长期通胀目标。鲍威尔对于通胀回落的判断难言乐观，重申将通胀率降至 2% 的长期目标仍有长路要走，且这一过程很可能是坎坷的（bumpy）。

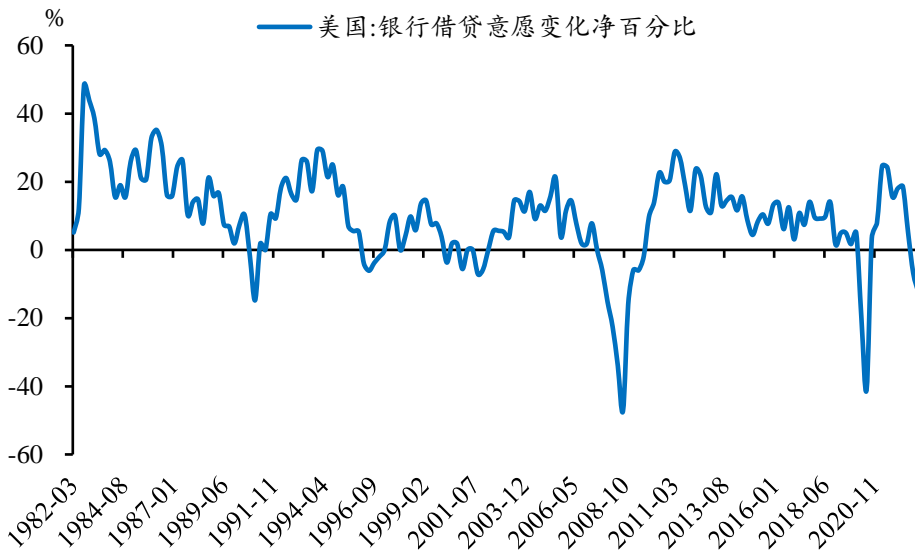
四是面对新闻发布会后记者“今年是否会降息”的提问，鲍威尔的回答是“与会者认为今年不会降息”。

图 3：3 月 FOMC 经济预测中的加息点阵图



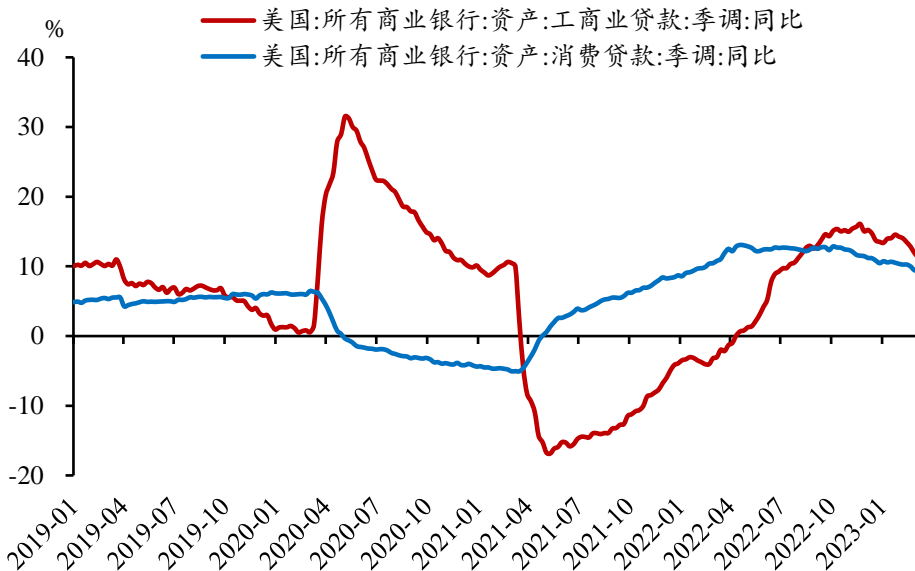
资料来源：美联储官网，信达证券研发中心

图 4：SVB 事件发酵前，美国银行借贷意愿已出现下滑



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 5：今年以来，美国商业银行对工商业和消费贷款增速呈现下行迹象



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

二、下半年美国失业率可能进入上升期

我们在报告《美国就业或已达到繁荣的顶点》中，总结了预判美国失业率走势的三个关键变量，预测模型如下。

$$\text{失业率} = 1 - \frac{\text{就业人数}}{16 \text{ 岁以上人口} \times \text{劳动参与率}}$$

基于这一模型：

第一，未来就业人数的增长动力在衰减。从需求侧来看，3月FOMC经济预测（相比去年12月预测）小幅下修了美国经济增长前景，今年实际GDP增速的预测中位数下调至0.4%，2024年下调至1.2%，低于1.8%的长期增长趋势（图6）。这背后反映的是随着美联储不断加息，美国经济正出现越来越多的放缓迹象，包括房地产景气度下滑、企业投资意愿承压、银行借贷意愿回落等。从先行指标来看，就业扩散指数已出现一段时间的波动性下降。取12月移动平均的新增非农就业人数，也于近期出现了下行趋势（图7）。两项指标相互印证，均指向美国未来

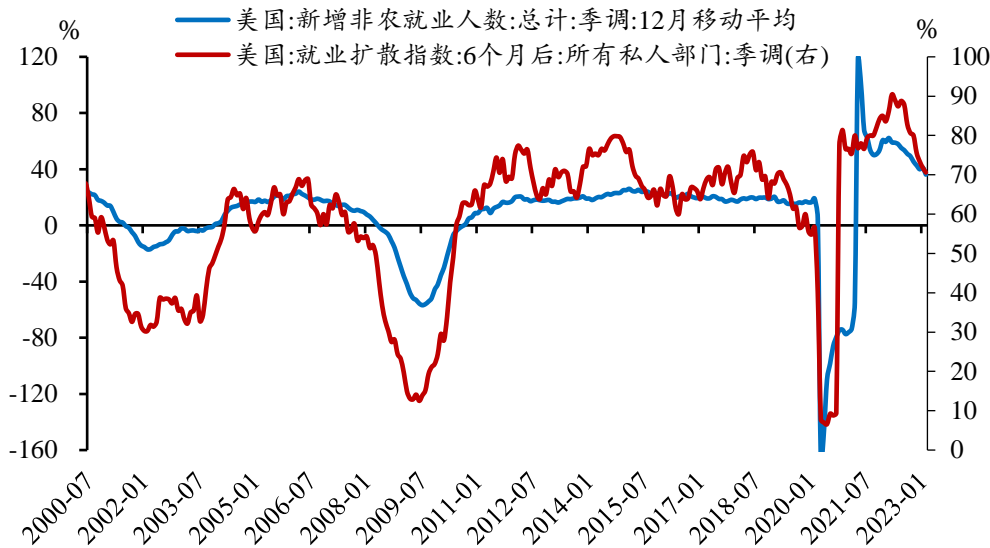
就业或放缓。

图 6：3 月 FOMC 经济预测表

变量 (%)	中位数				集中趋势			
	2023	2024	2025	长期	2023	2024	2025	长期
实际 GDP 增速	0.4	1.2	1.9	1.8	0.0-0.8	1.0-1.5	1.7-2.1	1.7-2.0
12 月预测值	0.5	1.6	1.8	1.8	0.4-1.0	1.3-2.0	1.6-2.0	1.7-2.0
失业率	4.5	4.6	4.6	4.0	4.0-4.7	4.3-4.9	4.3-4.8	3.8-4.3
12 月预测值	4.6	4.6	4.5	4.0	4.4-4.7	4.3-4.8	4.0-4.7	3.8-4.3
PCE	3.3	2.5	2.1	2.0	3.0-3.8	2.2-2.8	2.0-2.2	2.0
12 月预测值	3.1	2.5	2.1	2.0	2.9-3.5	2.3-2.7	2.0-2.2	2.0
核心 PCE	3.6	2.6	2.1	2.0	3.5-3.9	2.3-2.8	2.0-2.2	2.0
12 月预测值	3.5	2.5	2.1	2.0	3.2-3.7	2.3-2.7	2.0-2.2	2.0
联邦基金利率	5.1	4.3	3.1	2.5	5.1-5.6	3.9-5.1	2.9-3.9	2.4-2.6
12 月预测值	5.1	4.1	3.1	2.5	5.1-5.4	3.9-4.9	2.6-3.9	2.3-2.5

资料来源：美联储官网，信达证券研发中心

图 7：就业扩散指数与新增非农就业人数相互印证，均指向就业或放缓

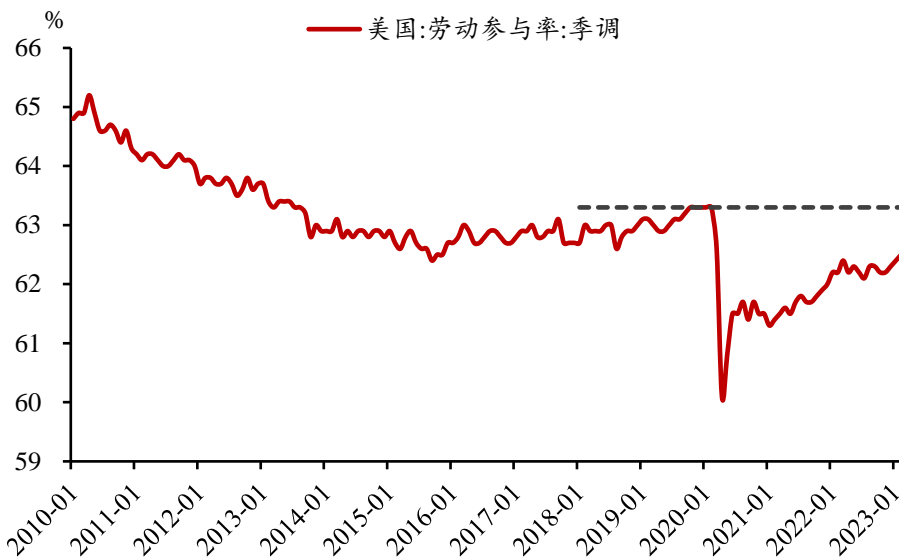


资料来源：Wind，信达证券研发中心

第二，与中日韩等东亚经济体人口增长放缓不同，美国人口仍在持续增长。美国人口增速上升的原因，包括净国际移民逐渐修复、总出生人数出现增长等。随着人口增长，求职人数（劳动力人口）自然也会增多。

第三，劳动参与率仍有提升空间。疫情之前，美国的劳动参与率约为 63.3%。疫情爆发后，美国劳动人口下降，导致劳动参与率下降 3.2 个百分点至 60.1%。此后劳动力人口逐渐修复，2023 年 2 月达到 62.5%，与疫情前相比还有 0.8 个百分点的差距。目前来看，劳动参与率的修复进程仅至七成，与疫情前相比还存在继续提升的空间。

综合上述，我们判断下半年美国失业率可能进入上升期，今年底或接近 4%。

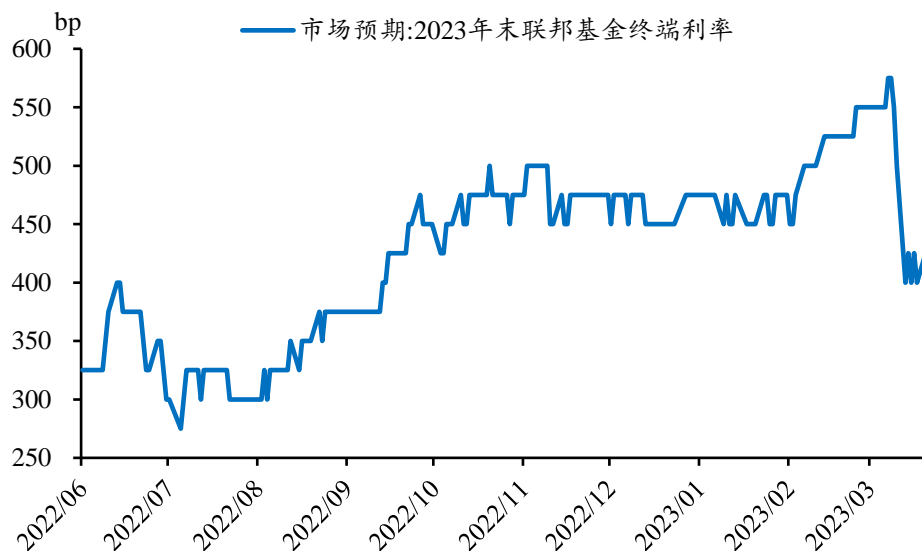
图 8：美国劳动参与率仍有提升空间


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

三、下一阶段“降息交易”或回归主导

同样是预计美联储会降息，“降息交易”和“衰退交易”的本质区别在于美国经济是否会发生衰退。前者对于美股乃至全球市场是利好，后者则更偏利空。SVB 事件发酵以来，市场已较多计入降息定价（图 9），3 月 13 日至本月议息会议前道指涨 2.3%、纳指涨 6.0%，属于降息交易。本月议息会议后美股下跌、美债利率下跌，反映的是衰退交易逻辑。

基于我们对于美国失业率下半年可能回升、年末或仍低于长期自然失业率的判断，美国经济仍有机会实现软着陆或浅衰退。在银行业风险进一步得到控制的情形下，降息交易逻辑或在接下来的一段时间里回归主导。

图 9：前期市场已较多计入降息定价


资料来源: CME, 信达证券研发中心

图 10: CME FedWatch 加息路径预期 (截至 3 月 23 日)

MEETING PROBABILITIES															
MEETING DATE	150-175	175-200	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525
2023/5/3									0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	62.6%	37.4%
2023/6/14				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	32.5%	49.5%	18.0%
2023/7/26	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	29.4%	47.9%	21.0%	1.7%
2023/9/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	18.2%	40.9%	31.2%	9.0%	0.6%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	7.9%	28.0%	36.7%	21.6%	5.4%	0.4%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.6%	22.3%	34.2%	25.9%	10.0%	1.8%	0.1%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.0%	17.5%	30.8%	28.3%	14.6%	4.2%	0.6%	0.0%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.1%	14.5%	27.9%	28.9%	17.6%	6.5%	1.4%	0.2%	0.0%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	4.6%	16.2%	28.0%	27.4%	16.2%	5.8%	1.2%	0.1%	0.0%	0.0%
2024/6/19	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	2.3%	9.9%	21.6%	27.7%	22.3%	11.4%	3.7%	0.7%	0.1%	0.0%	0.0%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.1%	1.2%	5.9%	15.5%	24.5%	25.1%	17.1%	7.8%	2.3%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/9/25	0.6%	3.6%	10.7%	20.0%	24.8%	21.1%	12.5%	5.0%	1.4%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源: CME, 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	hanguiyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张澜夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyui@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com

华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

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。