

美联储暂停加息，我国增量稳房地产政策初步起效

2023年9月18日-9月24日周报

报告摘要

◆ 美联储暂停加息,对经济软着陆信心增强, 联邦基金目标利率高利率持续时间或更长

北京时间9月21日凌晨,美联储公布9月的议息会议决议,暂停加息,联邦基金利率目标区间维持5.25%-5.50%。此外委员会将按之前公布的计划缩减购债,每月缩减600亿美元国债和350亿美元机构债券和抵押贷款支持证券(MBS)。本次会议是季末会议,公布了新的经济预测和点阵图。市场对于本次会议暂停加息已经存在一致预期,会前悬念在于美联储年内是否还会再加息以及转向降息的时点。

经济前景和通胀预期方面,美联储上调了对2023年GDP增长的预测,2023Q4实际GDP增速上调至2.1%,较6月预测的1.0%大幅上修了1.1PCTS;对2023年底PCE通胀的预测从3.2%小幅上修至3.3%,对核心PCE通胀的预测从3.9%小幅下修至3.7%。

经济预测显示美联储对经济软着陆的信心上升,在控制通胀的前提下,认为经济增长和失业率仍有望往乐观的方向发展。本次公布的经济预测中上调了对2024年GDP增长的预测,预计2024年真实GDP增速有望达到1.5%,较6月预测的1.1%上修了0.4PCTS。对2024年核心PCE通胀的预测保持在2.6%不变,对2024年失业率预测由6月的4.5%下调到本次的4.1%。这也表明美国经济基本面的强势或支撑美国经济的中性利率中枢出现上移。实际利率等于名义利率减去通胀率,相较于6月发布的经济预测,美联储预计2024年核心通胀率保持在2.6%的水平不变,但是利率路径显示美联储官员对2024年底美国联邦基金目标利率的中值从6月预测的4.6%上升到了5.1%,则美联储官员对实际利率的预期从2%上升到了2.5%。并且对2025年底实际利率的预期为1.6%,也较6月的预测1.2%提高。

虽然美国经济当前未出现显著回落的迹象,但是我们认为除非通胀在油价大幅波动或其他超预期因素冲击下,出现超预期的反弹,美联储年内重启加息的概率不大。首先,点阵图表示美联储内部存在显著分歧,在参与投票的19名官员中,有12人认为四季度还需再加息一次,另外7人倾向不再加息。这表明临近本轮加息周期的尾声,政策利率水平已经到达22年以来的高点,美联储决策层观望的情绪较浓。其次,鲍威尔新闻发布会上关于再度加息的言论,更多的是防止市场在加息周期的末期,提前交易加息结束或降息到来,反而影响通胀预期和路径。在本次的新闻发布会上,鲍威尔依然延续以往的风格,试图争取观察窗口,保持政策的灵活性。虽然鲍威尔声称准备在情况适宜时再度加息,经济活动更加强劲意味着还需采取更多利率行动,但是他多次强调“谨慎行事”,并且重申将根据最新数据做决定,在利率路径上谨慎推进。7月议息会议以来,随着核心通胀连续三个月温和上涨,劳动力市场过热的程度降低,激进加息的紧迫性下降。临

主要数据

上证指数	3132.4316
沪深300	3738.9327
深证成指	10178.7361

主要指数走势图



作者

符旸	分析师
SAC执业证书: S0640514070001	
联系电话: 010-59562469	
邮箱: fuyyjs@avicsec.com	
刘庆东	分析师
SAC执业证书: S0640520030001	
联系电话: 010-59219572	
邮箱: liuqd@avicsec.com	
刘倩	研究助理
SAC执业证书: S0640122090025	
联系电话: 010-59562515	
邮箱: liuqian@avicese.com	

相关研究报告

美联储暂停加息,经济预测显示高利率或维持更长时间	—2023-09-22
金融市场分析周报	—2023-09-19
经济全面企稳,人民币汇率压力边际缓解	—2023-09-17

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址:北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司
公司网址: www.avicsec.com
联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

近加息周期的尾声，这种情况下，联储任何偏谨慎、甚至中性的做法都可能被市场“鸽派解读”而自动宽松金融条件，进一步推升通胀预期。

另一方面，虽然美国联邦目标基金利率进一步升高的概率降低，但是美联储紧缩政策维持的时间或延长。降息时间表更多依赖于经济增长的压力，经济衰退和失业率升高会促使美联储更快转向降息。但美国经济韧性超预期为美联储赢得了更多的政策空间。2020 年以来政府财政对居民部门补贴、薪资增速抬升以及消费贷款增速走高等因素相互衔接与共振，居民资产负债表修复良好，美国消费者信心指数自 2022 年年中开始处于回升趋势。在居民健康资产负债表的背景下，本轮经济下行很难步入较为严重的衰退。在美国经济软着陆的前景下，鲍威尔在控制通胀的过程中或倾向于“做得太多”，而不愿意“做的不够”从而使得控通胀的努力功亏一篑。

截止 9 月 24 日，CME 数据显示，市场预期美联储 11 月会议维持当前联邦基金目标利率的概率为 72.5%，加息 25BP 的概率为 27.5%，与 9 月 15 日预期基本一致，同时，市场主流预期本轮的联邦基金目标利率终点仍为当前值，即 5.25%-5.50%，市场主流预期的美联储首次降息时点为明年 7 月，较上周的 5 月有所延后。

◆ 增量稳房地产政策初步起效

8 月末到 9 月初，包括降低存量房贷利率、一线城市实行“认房不认贷”在内的一系列增量稳房地产的政策相继出台。对于增量稳房地产政策来说，今年 9 月和 10 月是重要的政策效力观察窗口。从高频数据看，增量政策对二手房交易市场已经起到一定的提振作用，但是对一手房市场的提振作用仍不明显，后续政策效力能否从二手房市场向一手房市场传导，需要重点观察。

2023 年 9 月上半月，我们统计的 14 个城市中，北京、深圳、二线（8 个）和三四线城市（4 个）二手房成交面积同比分别为+12.4%、+69.0%、+10.5%和+9.3%，同比分别较 8 月全月实现涨幅上行 32.2PCTS、上行 51.8PCTS、上行 12.8PCTS 和上行 4.9PCTS。2023 年 9 月上半月，我们统计的 39 个城市中，一线、二线和三四线城市一手商品房销售面积同比别为-38.7%、-12.4%和-33.6%，分别较上月全月同比降幅加深 8.0 个百分点、降幅缩窄 6.8 个百分点和降幅缩窄 3.2 个百分点。

◆ 9 月 LPR 按兵不动，临近季末周内央行持续开展 14D 逆回购

本周（9 月 18 日-9 月 22 日），逐渐季末长假时点，本周央行持续开展 14D 逆回购操作，增加资金供应，释放护航流动性平稳跨季跨节的清晰信号，同时，操作利率跟进下降 20BP，中标利率 1.95%，此前为 2.15%。央行周内投放 7D 逆回购 7660 亿元，中标利率 1.80%；投放 14D 逆回购 4900 亿元，周内央行累计通过公开市场操作投放流动性 12560 亿元，到期 7040 亿元，实现净投放流动性 5520 亿元。

临近季末，在地方债发行缴款与节假日等因素的扰动下，本周资金利率边际趋紧，大幅高于政策利率。截止 9 月 22 日，DR007 报收 2.20%，较上周五上行 29BP；SHIBOR1W 报收 1.99%，较上周五上行 9BP。9 月 20 日本月 LPR 报价出炉，1 年期报 3.45%，5 年期报 4.2%，均与上期持平。在当前由 MLF 利率加点形成 LPR 的报价机制下，8 月 MLF 降息后 5 年期 LPR 并未跟随调降，本月 LPR 仍旧按兵不动，5 年期 LPR 对 MLF 政策利率加点持续维持抬升 15BP 的状态。

5 年期 LPR 与房贷利率相关，当前政策利率加点抬升受银行体系息差压力的影响。自 2019 年末开始，商业银行净息差持续处于下行状态，截止 2023 年二季度，净息差已

处于 1.74% 的历史低位。8 月 31 日央行和金融监管总局联合发布《关于调整优化差别化住房信贷政策的通知》和《关于降低存量首套住房贷款利率有关事项的通知》，明确了下调存量首套房贷利率等宽地产支持工具的落地，进而在实质上使得商业银行的净息差压力进一步扩大。此外，6 月和 8 月连续两次降息落地叠加 9 月超预期降准，货币政策接连发力是否能够带动本轮信贷修复企稳，需要一段时间的经济数据验证。若信贷修复节奏不及预期，则四季度进一步降息的可能性升高。

◆ 美联储紧缩政策时间或延长，人民币兑美元汇率持续处于高位

截至 9 月 22 日，我国 10 年期国债收益率报收 2.68%，较上周五上行 4BP；美国 10 年期国债收益率录得 4.44%，较上周五上行 11BP。中美利差拉大，人民币兑美元汇率压力边际升高。在北京时间 9 月 21 日凌晨公布的美联储议息会议决议上，经济预测显示美联储对经济软着陆的信心上升，在控制通胀的前提下，认为经济增长和失业率仍有望往乐观的方向发展。美国经济基本面的强势或支撑美国经济的中性利率中枢出现上移。中性利率中枢上移的信号使得资本市场开始意识到长期高利率环境可能性正在上升。会议结束后 10 年期美国国债收益率收于 4.48%，为 2007 年以来的最高水平。2 年期国债收益率升至 5.15%，为 2006 年以来的最高水平。美元指数受到美国强劲基本面的支撑，持续处于 105 上方，人民币兑美元汇率承压。

9 月 20 日，国务院新闻办公室举行国务院政策例行吹风会上，中国人民银行货币政策司司长邹澜表示，从汇率制度看，我国实行以市场供求为基础，参考一篮子货币进行调节，有管理的浮动汇率制度。人民币对美元汇率非常重要，但并不是人民币汇率的全部，还应该综合全面看待，更加关注人民币对一篮子货币汇率的变化。9 月 15 日，人民币汇率指数报 98.51，较 6 月末上涨 1.8%，其中人民币对欧元升值 2.5%，对日元升值 4.1%。7 月中旬以来，得益于国内经济稳步回升向好，人民币对一篮子货币是稳中有升的，受美元指数走强影响，对美元双边汇率有所走贬，对非美元货币保持了相对强势。往后看，近期国内稳经济、稳预期政策陆续出台落地，宏观经济运行出现更多积极的边际变化。随着我国经济持续回稳向好，人民币汇率在合理均衡水平上保持基本稳定具有坚实基础。

◆ 资金面趋紧叠加基本面预期改善，十年期国债收益率边际上行

近期资金面趋紧，在基本面修复及流动性趋紧双向夹击下，债市情绪波动加大。截至 9 月 22 日，我国 10 年期国债收益率报收 2.68%，较上周五上行 4BP。9 月 20 召开的国务院政策例行吹风会上，关于当前经济形势相关负责人表示，随着政策组合拳效应逐步显现，8 月份经济运行持续恢复，多数指标边际改善，积极因素累积增多。基本面预期改善对债市形成一定的压制。

往后看，短期内债市长端收益率或在资金波动和基本面预期改善影响下维持高位震荡格局。但长期看十年期国债收益率或仍有下行空间。当前处于政策验证期，6 月和 8 月连续两次降息落地叠加 9 月超预期降准，货币政策接连发力是否能够带动本轮信贷修复企稳，需要一段时间的经济数据验证。若信贷修复节奏不及预期，则四季度进一步降息的可能性升高，或推动债市收益率下行。

8 月中下旬以来信用债交易市场经历了一波调整，本周信用债交易情绪回暖。各等级、各期限的中短期票据收益率下行，信用利差压缩。截止 9 月 21 日，AAA 级 3 年期中短期票据收益率较 1 周前下行 2.78BP，录得 2.84%；信用利差较一周前下行 4.31BP，

录得 39.34BP. AAA 级 3 年期城投债收益率录得 2.85%，较一周前上行 0.31BP，信用利差录得 40.67BP，较一周前下行 1.22BP。

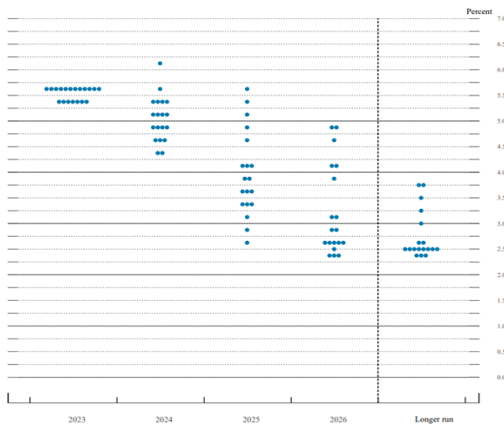
风险提示：国际局势出现黑天鹅利空事件；海外宏观经济下行超预期；国内稳增长政策效果不及预期；国内需求端恢复速度显著偏慢

图1 市场对美联储开启降息的时点预期延后至 2024 年 7 月

MEETING PROBABILITIES											
MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575	575-600	600-625
2023/11/1			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	73.7%	26.3%	0.0%	0.0%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	54.8%	38.4%	6.7%	0.0%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	53.7%	38.8%	7.4%	0.1%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	9.7%	51.0%	33.1%	6.1%	0.1%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.3%	23.9%	44.8%	23.8%	4.0%	0.1%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.1%	10.3%	31.0%	37.7%	17.1%	2.7%	0.0%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	5.5%	20.2%	34.2%	27.9%	10.2%	1.4%	0.0%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.3%	3.3%	13.7%	28.0%	30.7%	18.0%	5.3%	0.6%	0.0%
2024/11/7	0.0%	0.2%	1.8%	8.6%	21.0%	29.4%	24.3%	11.6%	2.9%	0.3%	0.0%
2024/12/18	0.1%	1.3%	6.5%	17.2%	26.8%	25.8%	15.5%	5.6%	1.1%	0.1%	0.0%

资料来源: wind, 中航证券研究所

图2 美联储 9 月议息会议的加息预期点阵图



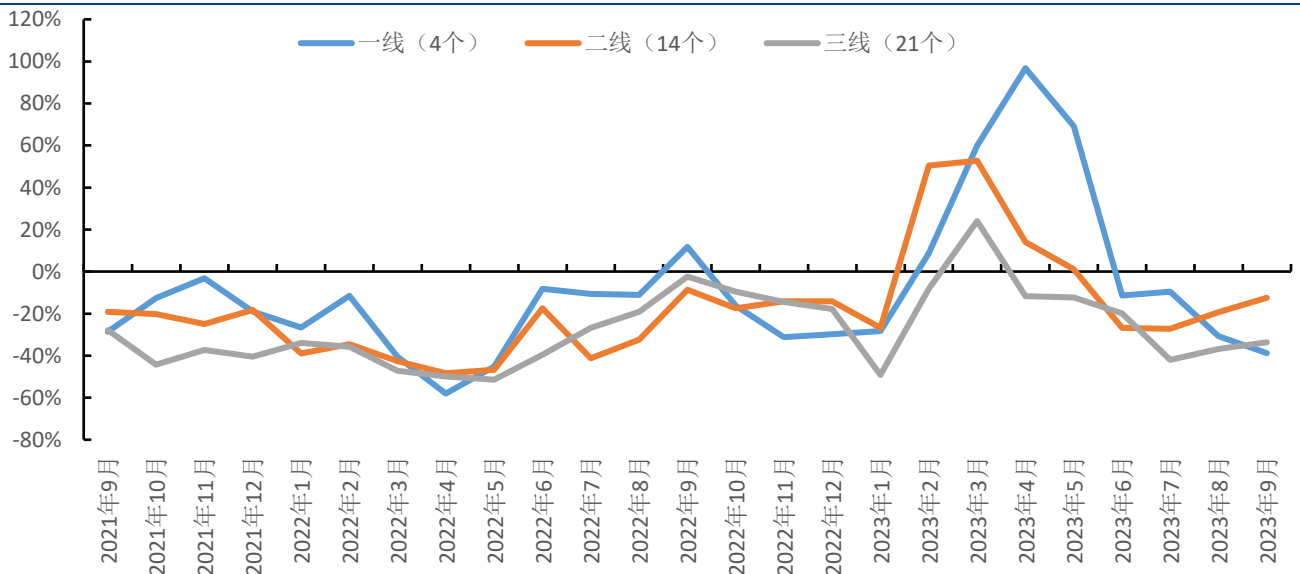
资料来源: 美联储官网, 中航证券研究所

图3 9 月会议美联储对各项经济指标的预测中 (%)

指标	预测中值 (Median)				
	2023	2024	2025	2026	长期 (Long-run)
GDP 实际增速	2.1	1.5	1.8	1.8	1.8
6 月预测	1.0	1.1	1.8		1.8
失业率	3.8	4.1	4.1	4.0	4.0
6 月预测	4.1	4.5	4.5		4.0
PCE 通胀	3.3	2.5	2.2	2.0	2.0
6 月预测	3.2	2.5	2.1		2.0
核心 PCE	3.7	2.6	2.3	2.0	
6 月预测	3.9	2.6	2.2		
利率路径预期	5.6	5.1	3.9	2.9	2.5
6 月预测	5.6	4.6	3.4		2.5

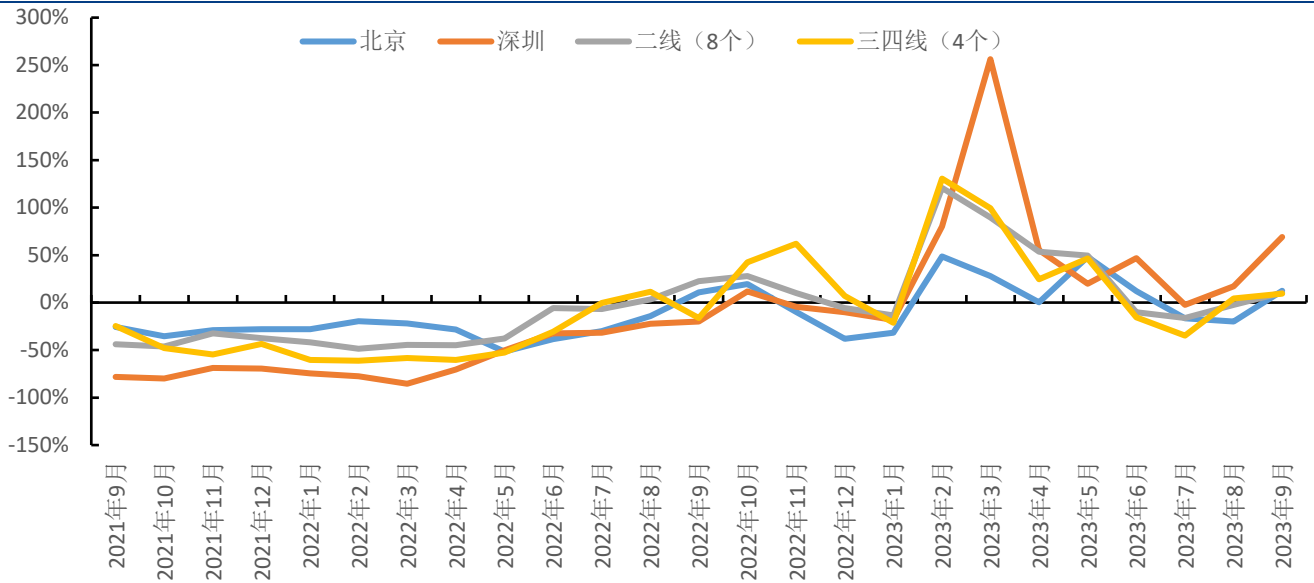
资料来源: 美联储官网, 中航证券研究所

图4 一手房销售面积同比走势



资料来源: wind, 中航证券研究所 (注: 9 月取 9 月上半月数据)

图5 一手房销售面积同比走势



资料来源：wind，中航证券研究所（注：9月取9月上半月数据）

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。
持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。
卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。
中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。
减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券宏观团队: 立足国内, 放眼国际, 全面覆盖国内外宏观经济、政策研究。以自上而下的宏观视角, 诠释经济运行趋势与规律, 以把握流动性变化为核心, 指导大类资产配置。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012
李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001
曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传真: 010-59562637