



Research and
Development Center

美国经济的非典型放缓： 对议息前景的影响（下）

2023年10月20日

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

证券研究报告

宏观研究

深度报告

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

麦麟玥 宏观研究助理
邮箱：mailinyue@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

美国经济的非典型放缓：对议息前景的影响（下）

2023年10月20日

- **美国正在经历的不是典型衰退，而是滚动衰退。**当前已有多个经济特征显示美国正在经历的不是典型衰退，而是滚动衰退。也就是说，经济中有的部门在放缓，有的部门仍在扩张。这轮滚动衰退主要源于超额储蓄干扰消费的正常回落节奏。尽管上半年经济呈现出制造业下滑而服务业有韧性的错位走势，但我们认为未来制造业或将触底反弹，而服务业或将见顶回落。在部分补库的影响下，这轮制造业回暖的幅度可能并不高。
- **新屋市场的局部反弹难改地产下行趋势。**除了服务业放缓力度大于制造业外，我们认为新屋市场的局部反弹也难改美国地产的下行趋势。今年以来美国住房景气度的上升主要源于销售端的回暖，而且主要是新房市场。抵押贷款利率上升时，新屋销售水平仍在上升主要源于两点：一是买家使用现金购房比例增加，避开抵押贷款的压力；二是高抵押贷款利率的压制短期内被“利率买断”所削弱。尽管今年以来，新屋市场出现反弹，但这其中有建筑商执行买断策略带来的短期影响，且成屋市场并未明显好转，美国地产或难改下行态势。
- **美联储降息可能提前，A股的外部压制因素或明显缓解。**自美联储议息表态后，市场交易高利率或维持更长，并预期明年7月才开始降息，但我们认为在年内美联储不再加息的情况下，明年美联储的降息时点有可能提前。我们认为美国就业或已达到繁荣顶点，四季度失业率或将上升，逻辑有三个：一是新增就业放缓，二是人口持续增长，三是劳动参与率提高。在失业率进入上升阶段后，由于菲利普斯曲线归来，核心通胀或继续降温，当前的紧缩交易或将转为降息交易，A股的外部压制因素或明显缓解。
- **风险因素：**油价上涨超预期；美国货币政策收紧超预期。

目录

一、美国正在经历的是滚动衰退.....	5
1.1 多个信号显示美国正在经历滚动衰退.....	5
1.2 滚动衰退降低了经济陷入深度降幅的概率.....	8
1.3 预计制造业触底反弹而服务业见顶回落.....	9
二、新屋市场的局部反弹难改地产下行趋势.....	10
2.1 今年以来，美国地产反弹主要是新房市场.....	10
2.2 美国新屋市场反弹的两个关键因素.....	13
2.3 美国地产或仍难改下行态势.....	18
三、美联储降息可能提前.....	22
3.1 四季度失业率或将进入上升阶段.....	22
3.2 预计核心通胀继续处于下行通道.....	24
3.3 美联储明年可能提前降息.....	26
风险因素.....	27

表目录

表 1: 美国“3-2-1”利率买断示例.....	17
表 2: 历次美联储停止加息至降息期间大类资产表现.....	27

图目录

图 1: 美国服务业有韧性，而制造业放缓.....	5
图 2: 非农就业制造业偏冷，服务业偏热.....	5
图 3: 美国经济生产出现实际消费热，而实际投资骤冷.....	6
图 4: 消费对经济的贡献作用明显大于非消费贡献.....	6
图 5: 消费回落时点被推迟.....	7
图 6: 汽车部门产能利用率先下滑，且幅度比制造业要深.....	8
图 7: 滚动衰退下，GDP 实际同比降幅明显较小.....	8
图 8: 美国制造业投资已经有明显增长.....	9
图 9: 预计美国居民的超额储蓄将在明年消耗完毕.....	10
图 10: 今年以来，住房市场景气度上升.....	10
图 11: 住房市场指数的三个分项基本上衡量的都是销售端.....	11
图 12: 美国新屋销售出现上升.....	12
图 13: 美国新屋销售同比上升.....	12
图 14: 美国成屋销售与新屋表现不同.....	13
图 15: 成屋销售同比增速还在负增长区间.....	13
图 16: 抵押贷款利率上升与新屋销售水平上升共存.....	14
图 17: 购房中，使用现金支付的比例上升至近 9 年高位.....	14
图 18: 今年以来，家庭收入上扬跑赢房价.....	15
图 19: 2011-2022 年美国人口变化情况.....	15
图 20: 2023 年美国移民签证比前几年都高.....	16
图 21: “2-1”利率买断节省抵押贷款利率.....	16
图 22: 利率买断在总贷款的占比处于较高位置.....	17
图 23: 西部地区的利率买断份额占比更高.....	18
图 24: 西部和南部的销售反弹较明显.....	18
图 25: 抵押贷款利率持续上升.....	19
图 26: 标普房价指数环比幅度超疫情前趋势.....	20
图 27: 2023 年挂牌量数据表现不佳.....	20
图 28: 约 2/3 的抵押贷款利率在 4% 以下.....	21
图 29: 新的再融资贷款利率高于原贷款利率均值.....	21
图 30: 21% 的美国成年人认为现在是买房的好时机.....	22
图 31: 美国住房负担能力下降至历史低位.....	22
图 32: 新增非农就业人数下降趋势未改.....	23
图 33: 人口仍在继续增长.....	23
图 34: 非劳动力的退休人群难修复.....	24
图 35: 预计年底失业率上升至近 4%.....	24
图 36: 美国四项中核心服务才是最有韧性的部分.....	25
图 37: 住房租金对核心服务通胀的贡献度一直在上升.....	25
图 38: 下半年整体通胀反弹，但核心通胀下行.....	26

图 39：市场加息路径预期（截至 2023 年 9 月 21 日）27

一、美国正在经历的是滚动衰退

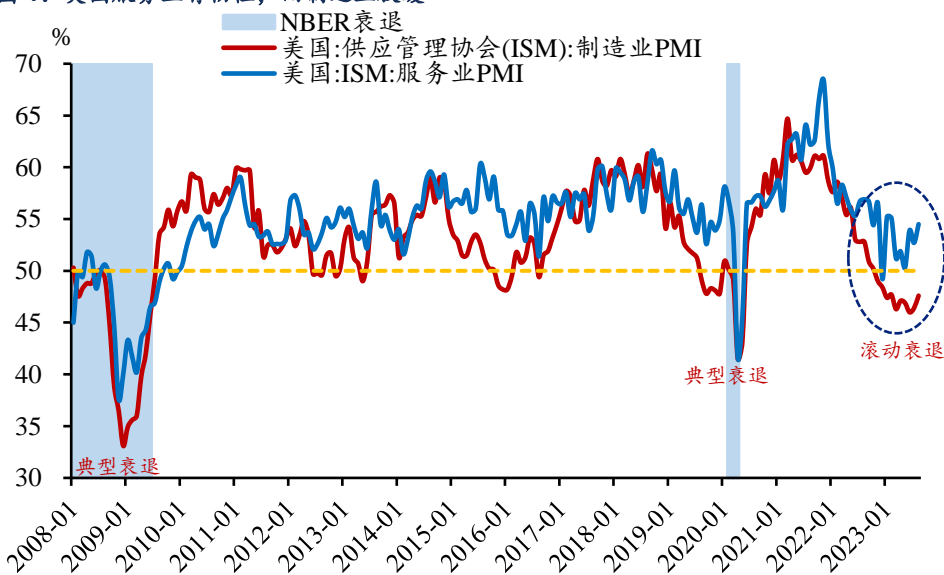
1.1 多个信号显示美国正在经历滚动衰退

我们认为，现在已有多个经济特征显示出美国正在经历的不是典型衰退，而是滚动衰退。

特征一：制造业萎缩，而服务业有韧性。与往常制造业、服务业同步走弱的典型衰退不同（如 2008 年、2020 年），今年上半年，美国制造业 PMI 深陷荣枯线以下，显示制造业正处于剧烈收缩之中；而服务业 PMI 继续在荣枯线以上运行。

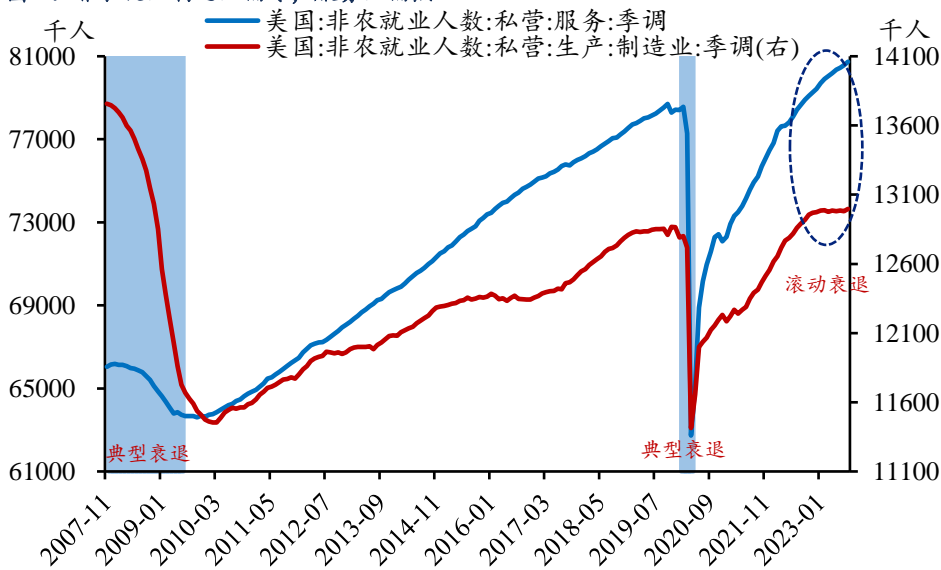
特征二：劳动力市场中，服务业就业强而制造业就业弱。今年以来，可以看到制造业非农就业缺乏上行动力，而服务业非农就业人数继续攀升，就业市场上的冷热不均现象与今年上半年制造业衰退而服务业有韧性相对应，这也反映出经济的不同部门在不同时间陷入困境。

图 1：美国服务业有韧性，而制造业放缓



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

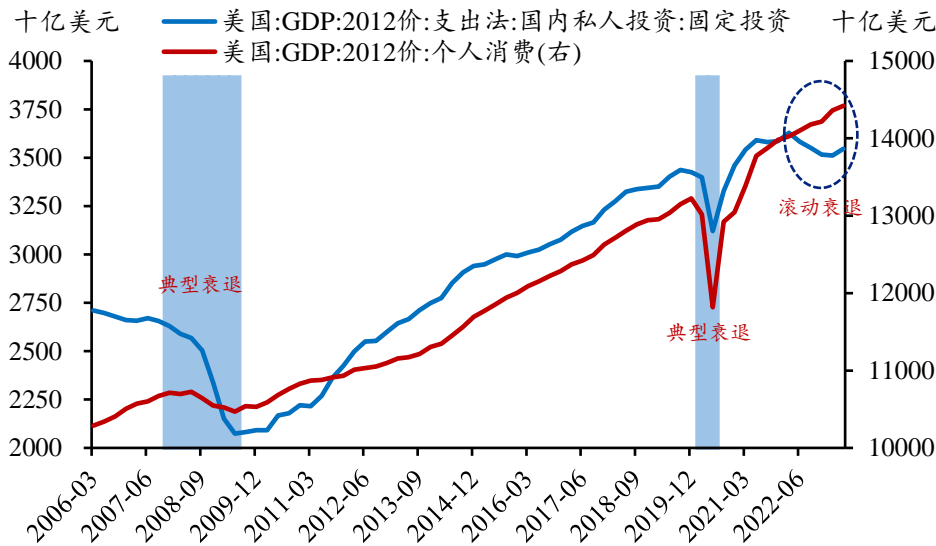
图 2：非农就业制造业偏冷，服务业偏热



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

特征三：经济生产上，投资如期遇冷，而消费仍有韧性。当前与2008、2020年经济衰退冲击不同。2008、2020年是典型的经济衰退，消费和投资都同步下行。而自去年加息开启以来，美国的投资支出明显下降，但是个人消费支出依旧有韧性，这些表现背后可能都是经济正在经历滚动衰退。

图 3：美国经济生产出现实际消费热，而实际投资骤冷



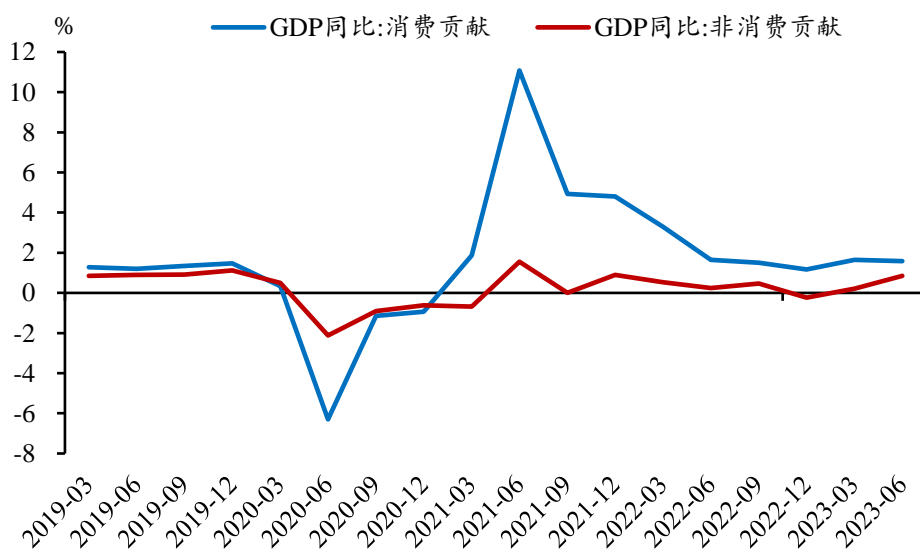
资料来源: ifind, 信达证券研发中心

经济中有的部门在放缓，有的部门仍在扩张，这正是美国经济滚动衰退的表现。

滚动衰退主要源于超额储蓄干扰消费的正常回落节奏。与典型衰退不同，滚动衰退中美国不同部门表现有错位现象，我们认为这轮经济陷入滚动衰退的原因主要在于“史诗级”加息和大量超额储蓄同时存在。在高利率的打击下，美国投资开始出现疲弱迹象。但美国政府财政补贴给居民带来的超额储蓄存量最高约达 2.27 万亿美元，这使得后续居民消费难有回落。

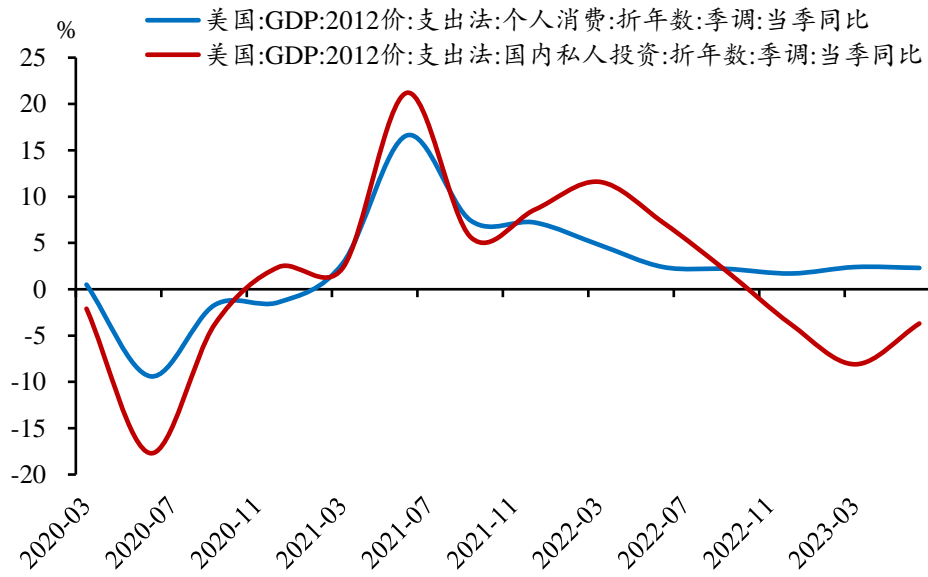
在双重因素同时存在的作用下，投资如期回落，而消费回落时点被推迟，整体经济呈现出韧性。

图 4：消费对经济的贡献作用明显大于非消费贡献



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 5: 消费回落时点被推迟



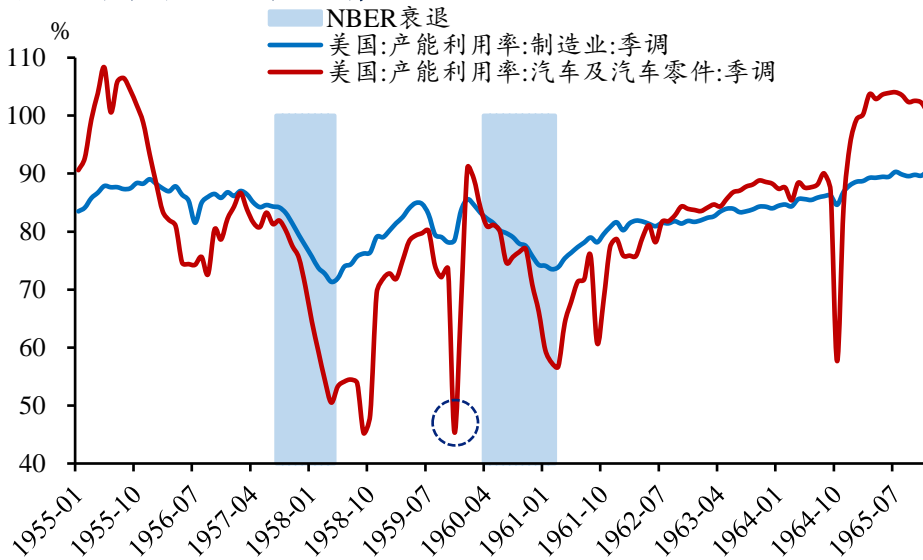
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

1.2 滚动衰退降低了经济陷入深度降幅的概率

历史来看，这并不是美国第一次出现滚动衰退，早在 1960 年期间美国也曾出现过一轮滚动衰退，主要发生在工业部门。参考 1960 年滚动衰退的经验，我们认为美国难现深度衰退，这或是一轮浅度衰退。

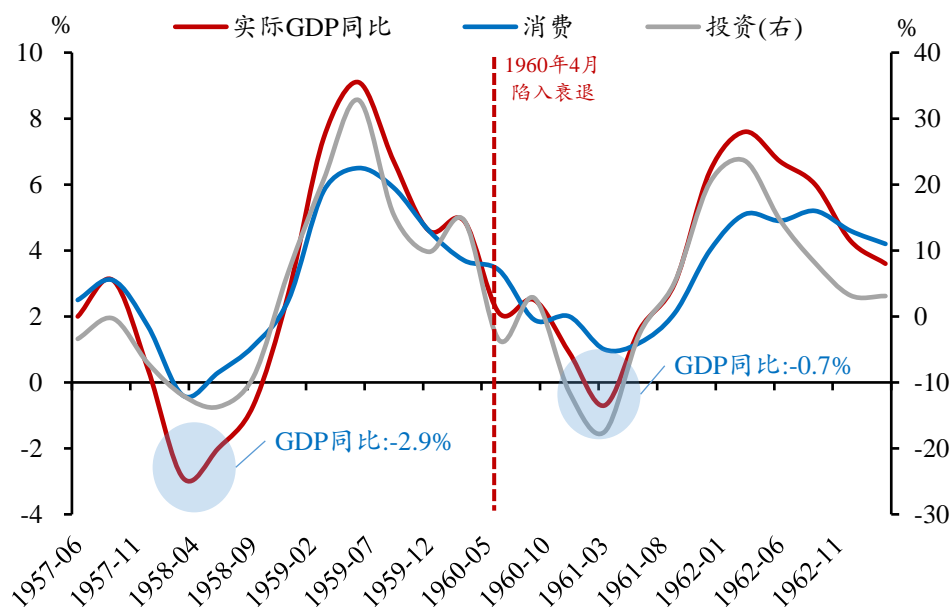
我们对比 1960 年和现在的美国经济背景，二者有很多相似之处，对当前经济或可提供一些借鉴意义。一是两轮经济均处于经历公共卫生事件之后的时期，二是两轮经济周期都碰上加息周期。回顾 1960 年时期的经济表现，在滚动衰退下 1960-1961 年期间实际 GDP 同比降幅明显较小。这或意味着这轮美国再次经历滚动衰退时，经济陷入深度降幅的概率可能会降低。

图 6：汽车部门产能利用率先下滑，且幅度比制造业要深



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 7：滚动衰退下，GDP 实际同比降幅明显较小



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

1.3 预计制造业触底反弹而服务业见顶回落

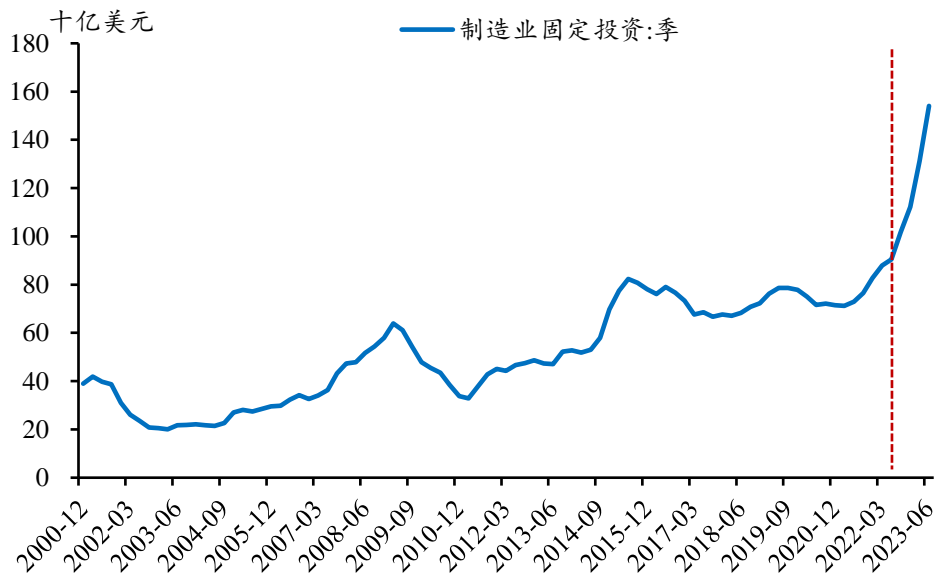
尽管上半年经济呈现出制造业下滑而服务业有韧性的错位走势，但我们认为未来制造业或将触底反弹，而服务业或将见顶回落。

在产业政策和部分补库的推动下，后续制造业或将触底反弹。一是在美国产业政策的推动下，制造业企业投资已明显上升。我们认为在产业政策持续生效的推动下，制造业固定投资有望继续增长。二是部分制造业开始补库，企业新订单额已经开始有筑底回升的迹象。

居民消费能力已经开始动摇，后续美国服务业或将见顶回落。受超额储蓄对消费韧性的支撑，美国经济并未陷入典型衰退，但我们认为，后续美国服务业或将见顶回落。一是剩余超额储蓄或将消耗殆尽。根据超额储蓄今年的消耗速度来推演，我们认为当前超额储蓄存量或将于明年 Q1 结束后消耗殆尽。二是居民消费贷款拖欠率超过疫前水平，显示消费能力已经有所动摇。

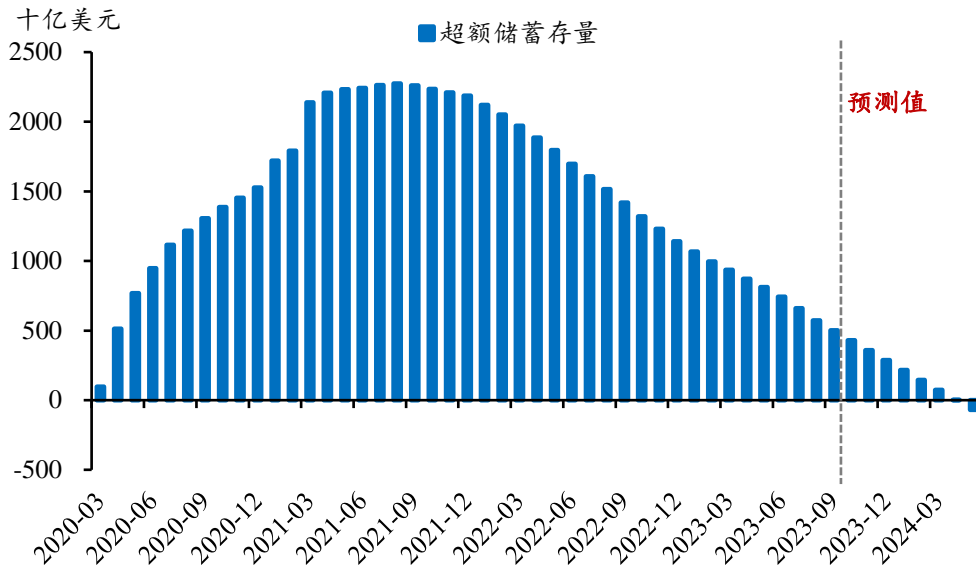
尽管我们认为制造业会触底回升，但我们认为后续服务业回落带来的影响可能更大。首先，美国这轮制造业补库不同步意味着补库力度或较弱。在部分补库的影响下，这轮制造业回暖的幅度可能并不高。其次，过去服务业对经济的支撑作用比制造业大，这意味着消费放缓的影响或高于制造业。综合来看，美国服务消费放缓带来的影响或比制造业更大。

图 8：美国制造业投资已经有明显增长



资料来源：圣路易斯联储，信达证券研发中心

图 9：预计美国居民的超额储蓄将在明年消耗完毕



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

二、新屋市场的局部反弹难改地产下行趋势

除了服务业放缓力度大于制造业外，我们认为新屋市场的局部反弹也难改美国地产的下行趋势。

2.1 今年以来，美国地产反弹主要是新房市场

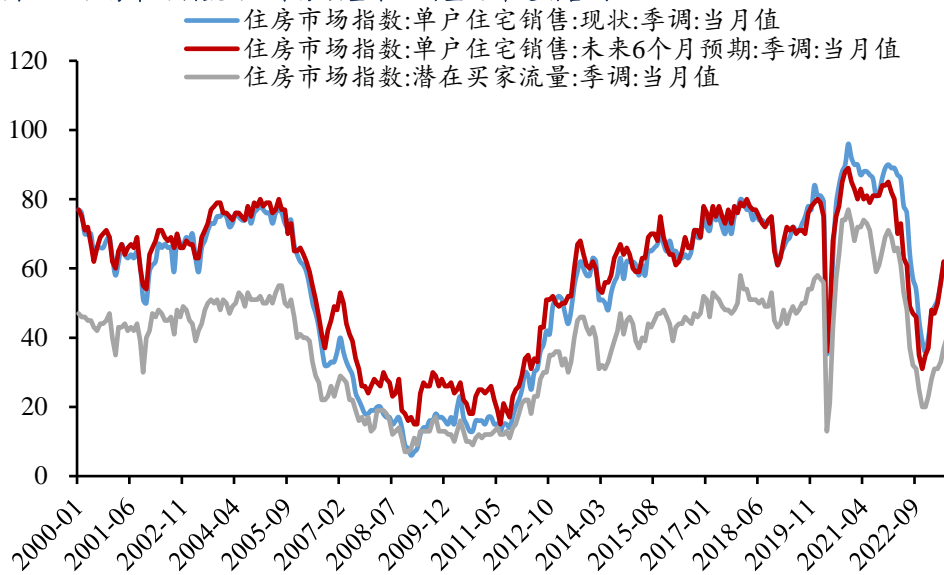
今年以来，美国住房景气度上升主要源于销售端。NAHB 公布的数据显示，今年以来美国住房市场景气度有回升，景气度指数从去年年底的 31 回升到 7 月的 56。分项上看，该景气度回升主要是销售端助推整个住房市场的景气度上升，因为住房市场指数的三个分项基本上衡量的都是销售端。

图 10：今年以来，住房市场景气度上升



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 11：住房市场指数的三个分项基本上衡量的都是销售端



资料来源：ifind，信达证券研发中心

我们认为，美国地产回暖是结构性表现，主要发生在新房市场。

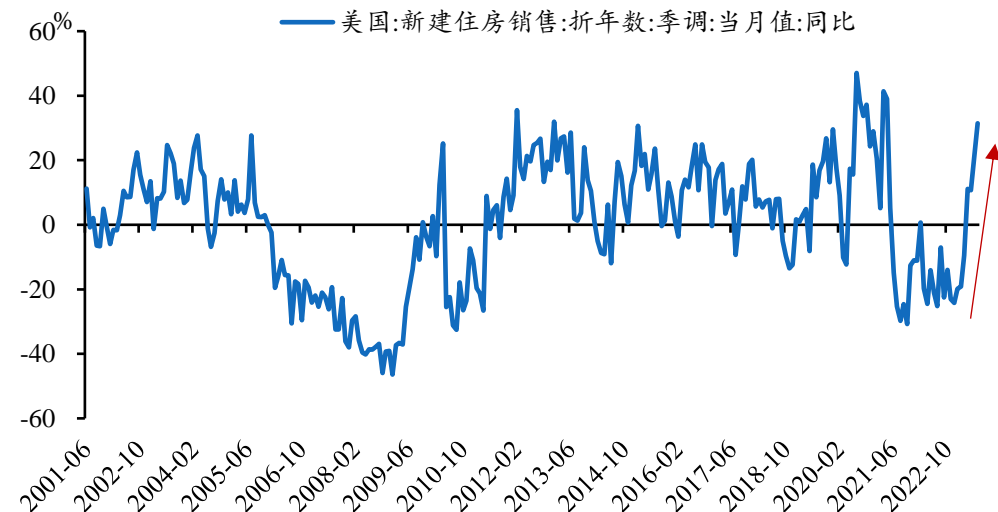
1) 新房市场方面，今年初开始，美国新建住房销售开始出现“反弹”迹象。美国的新建住房销售数量自 2023 年以来，连续上升，甚至重新回到了疫情之前。截至今年 7 月份，美国新建住房销量同比一直在上升，7 月上升至 31.5%。环比来看，2023 年的环比增长也高于去年环比增长幅度。

2) 成屋市场方面，与新屋销售表现不同，成屋销售表现并不好。二手房的销售数据自 2022 年以来持续下降，2023 年 7 月成屋销售折年数为 407 万套，目前已经低于 2008 年、2020 年初的水平。不仅如此，自 2022 年起，成屋市场的同比增速就陷入了负增长区间，目前成屋市场的销售同比仍在负增长区间，与新房市场的销售同比大增明显不同。

此外，在新屋销售的反弹下，从开工端的角度看，美国地产的动工量有略微上升。美国已开工的新建住宅同比在 2022 年底经历低谷后回升，已开工新建私人住宅从今年 1 月的 1340 千套回升至今年 7 月的 1452 千套。今年以来，美国已获批准的新建私人住宅也有缓慢回升态势，同比降幅有改善。

图 12：美国新屋销售出现上升


资料来源：ifind，信达证券研发中心

图 13：美国新屋销售同比上升


资料来源：ifind，信达证券研发中心

图 14：美国成屋销售与新屋表现不同

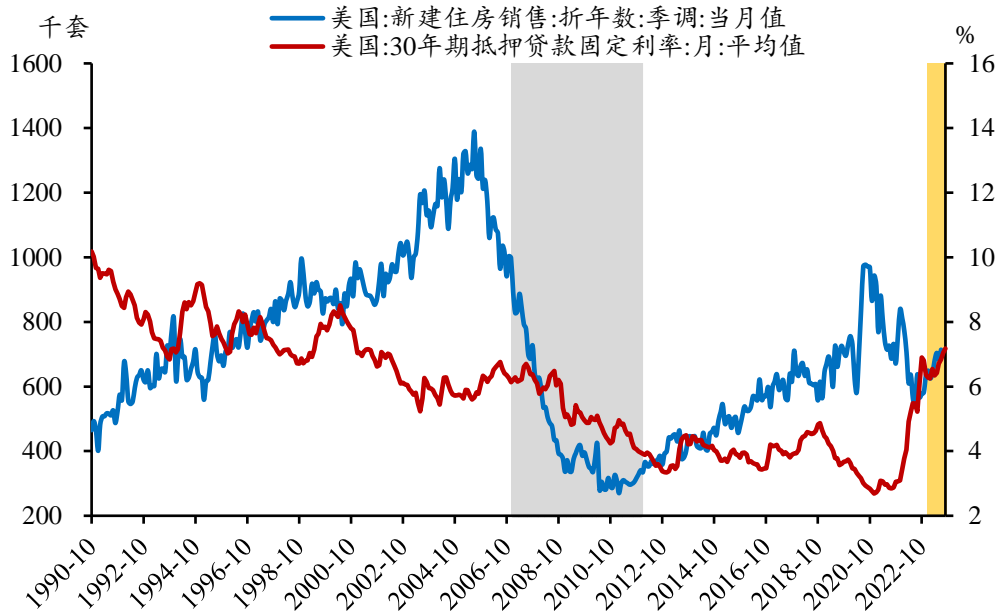

资料来源：ifind，信达证券研发中心

图 15：成屋销售同比增速还在负增长区间


资料来源：ifind，信达证券研发中心

2.2 美国新屋市场反弹的两个关键因素

抵押贷款利率上升与新屋销售水平上升共存。历史上看，除次贷危机时期外，抵押贷款利率走势大致与新屋销售水平呈相反的走势。今年以来，新屋销售和抵押贷款利率走势同步上升，与以往表现不同，用去年年底抵押贷款利率的短时回调不足以解释今年以来的走势。

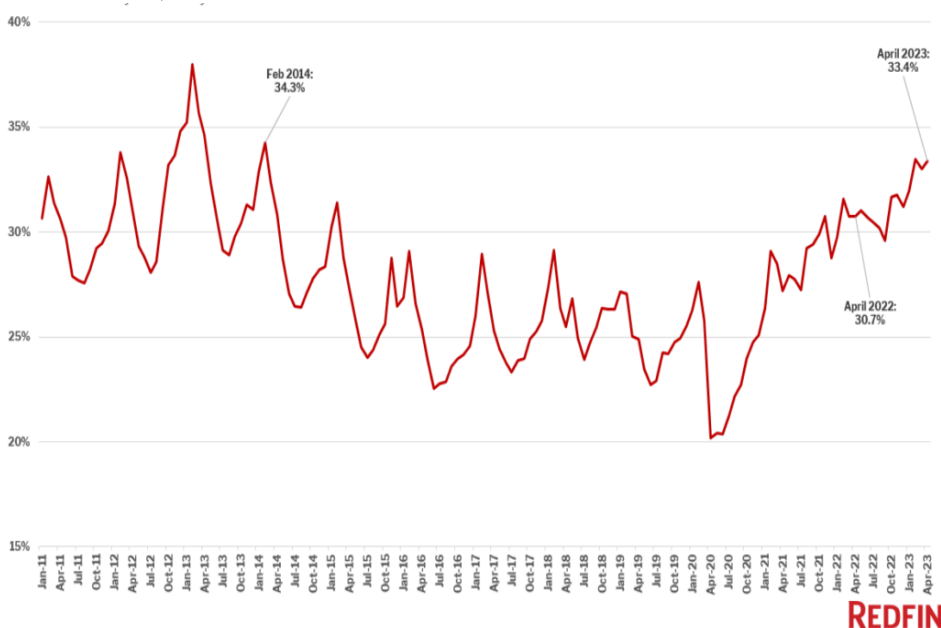
图 16：抵押贷款利率上升与新屋销售水平上升共存


资料来源: ifind, 信达证券研发中心, 灰色阴影区域为次贷危机期间

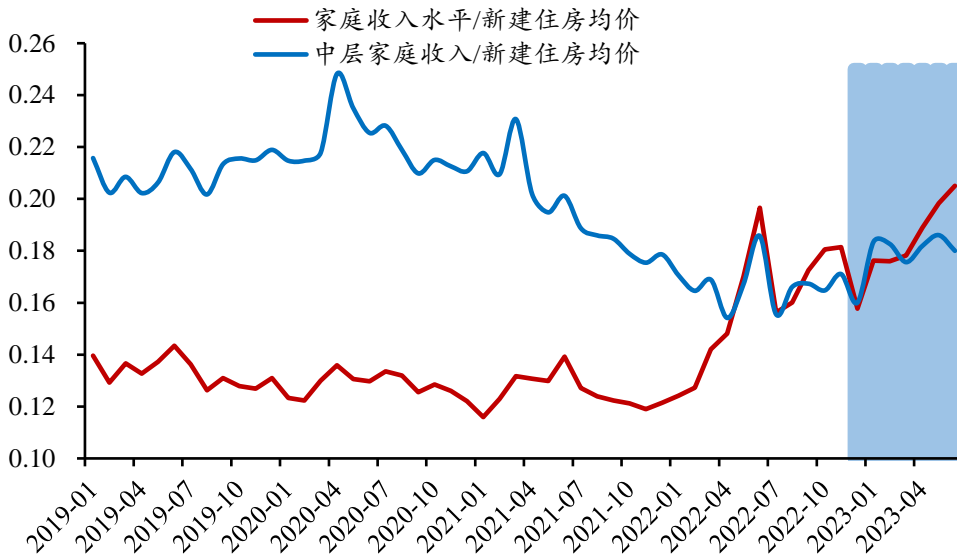
我们认为，理解抵押贷款利率上升与新屋销售水平上升矛盾性共存，主要有两个关键因素。

第一个因素：买家使用现金购房比例增加，避开抵押贷款的压力。

高抵押贷款利率下，新房销售还能反弹，主要是源于使用现金支付购房的比例上升至高位。截至今年 4 月，所有购房中现金购房比例是 33.4%，高于去年同期的 30.7%，使用现金支付的比例也上升至近 9 年来的最高水平。我们认为，新房的反弹一部分是由用现金付款的富裕买家带来的。从家庭收入比来看，无论是家庭收入水平，还是中层家庭收入，都跑赢了 2023 年的新房价格。对于有能力用现金支付房屋费用的富裕买家来说，他们不必承担高抵押贷款利率，因此利率和新房表现共存实际上并不矛盾。

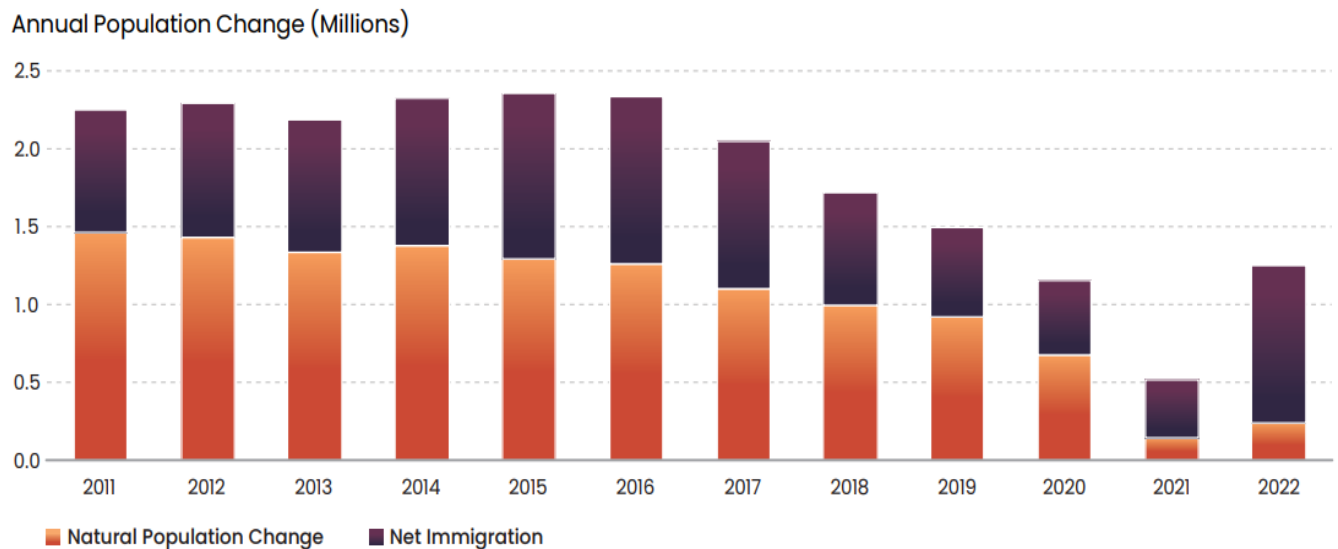
图 17：购房中，使用现金支付的比例上升至近 9 年高位


资料来源: Redfin, 信达证券研发中心

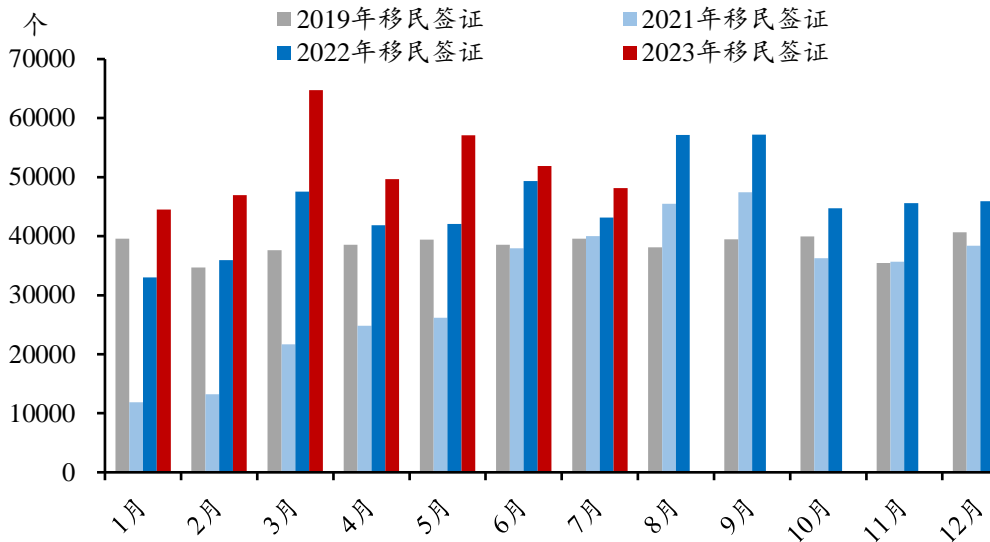
图 18: 今年以来, 家庭收入上扬跑赢房价


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

而使用现金购房比例增加或是由美国移民人数增多带来。美国自然人口变化和净移民在经历疫情冲击后, 均有明显萎缩。但自 2022 年起, 美国人口自然变化出现改善, 同时美国净移民数量大幅增加, 增加数量明显高于 2018-2021 年的净移民水平。2023 年早期, 移民至美国的数量较大。从美国移民的签证数量来看, 2023 年 1-7 月, 美国移民签证数量均高于 2019、2021 和 2022 年的水平。但可以看到 2023 年和 2022 年的差距在逐步减少。

图 19: 2011-2022 年美国人口变化情况


资料来源: JCHS tabulations of US Census Bureau, Population Estimates Program, 信达证券研发中心

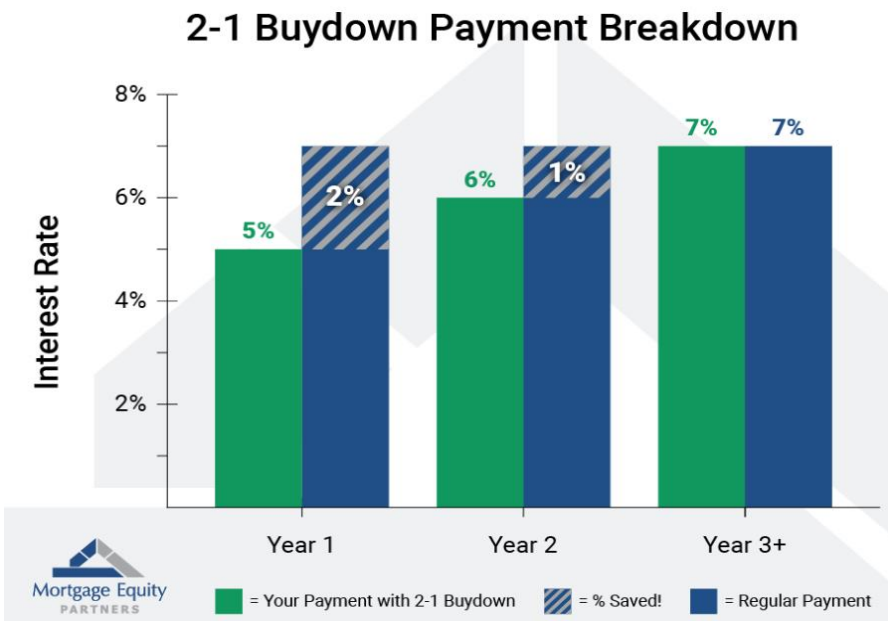
图 20：2023 年美国移民签证比前几年都高


资料来源：U.S. DEPARTMENT of STATE, 信达证券研发中心

第二个因素：高抵押贷款利率的压制短期内被“利率买断”所削弱。

利率买断 (Rate buydown) 是借款人可以选择执行抵押贷款利率比当前利率低的买断计划。

例如，如果市场利率为 7%，则“2-1”买断将允许购房者在第一年以 5% 的初始利率付款 (见图 21)；如果市场利率是 6%，“3-2-1”买断是允许购房者在第一年以 3% 的初始利率付款 (见表 1)。最终利率在剩余贷款期限内是固定的。在收购计划的剩余时间内，利率通常每年上涨 1%，第二年的比率将上升到 4%。

图 21：“2-1”利率买断节省抵押贷款利率


资料来源：Mortgage Equity, 信达证券研发中心

表 1: 美国 “3-2-1” 利率买断示例

第 N 年	利率买断	买断后月付款	固定利率	每月定期付款	每年节省
N=1	3%	\$ 1791.82	6%	\$ 2548.09	\$ 9075.24
N=2	4%	\$ 2029.02	6%	\$ 2548.09	\$ 6228.84
N=3	5%	\$ 2281.49	6%	\$ 2548.09	\$ 3199.20
N=4 到 N=30	6%	\$ 2548.09	6%	\$ 2548.09	\$ 0

 资料来源: *lendingtree*, 信达证券研发中心

我们认为，当前两大信号显示新房销售反弹或与美国建筑商提供的“利率买断”策略有关。

首先，临时性利率买断的执行比例远高于前期水平。Freddie Mac 数据显示，临时性利率买断的执行比例远高于前期水平，使用利率买断策略的人明显高于 2022 年 Q1-Q3。建筑商通过利率买断策略帮买家买断利率，以降低买家每个月的负担，使购房者更容易负担得起住房贷款。

其次，分区域来看，利率买断占比较高的地区销售反弹也较高。使用利率买断的份额占比在美国西部和南部较高，而西部和南部的房屋销售反弹较明显，中西部和东北部反弹不明显。而利率买断占比较高的区域，其新房销售反弹也较明显。分区域来看，各地区销售数据的反弹中，西部和南部的房屋销售反弹较明显，中西部和东北部反弹不明显。

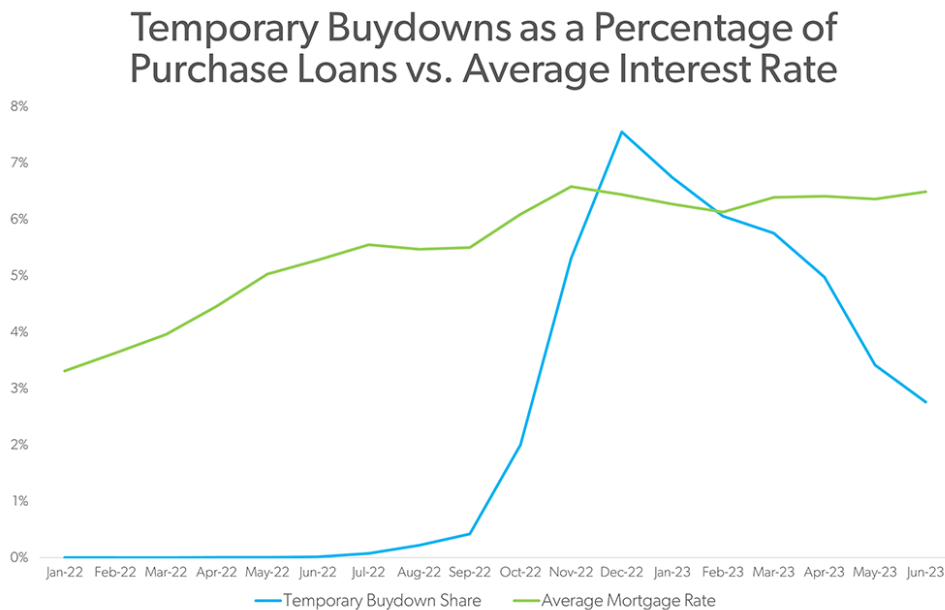
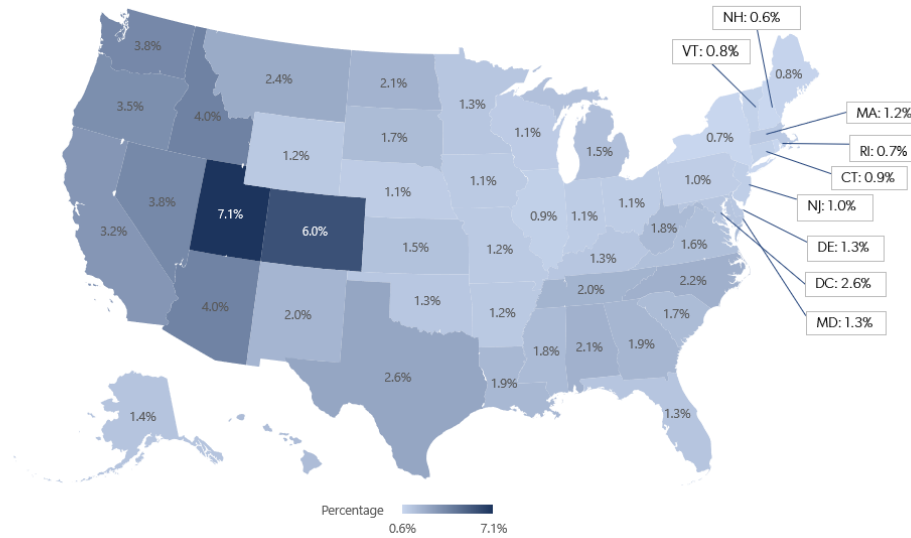
图 22: 利率买断在总贷款的占比处于较高位置

 资料来源: *Freddie Mac Funded Loan data*, 信达证券研发中心

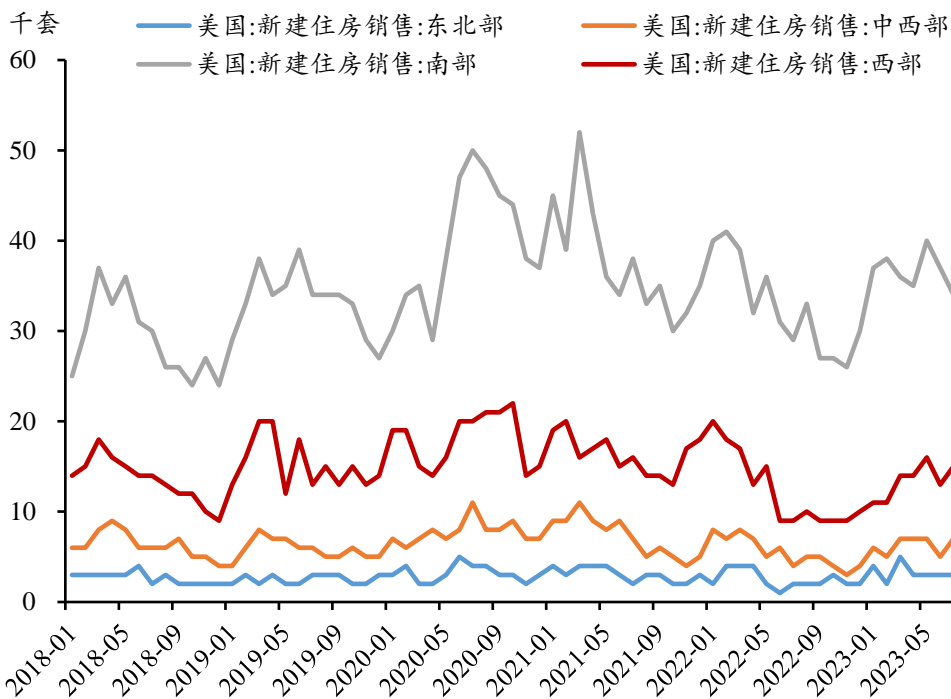
图 23: 西部地区的利率买断份额占比更高

Temporary Buydowns as a Percentage of Total State Purchase Loans



资料来源: Freddie Mac Funded Loan data, 信达证券研发中心

图 24: 西部和南部的房屋销售反弹较明显



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

2.3 美国地产或仍难改下行态势

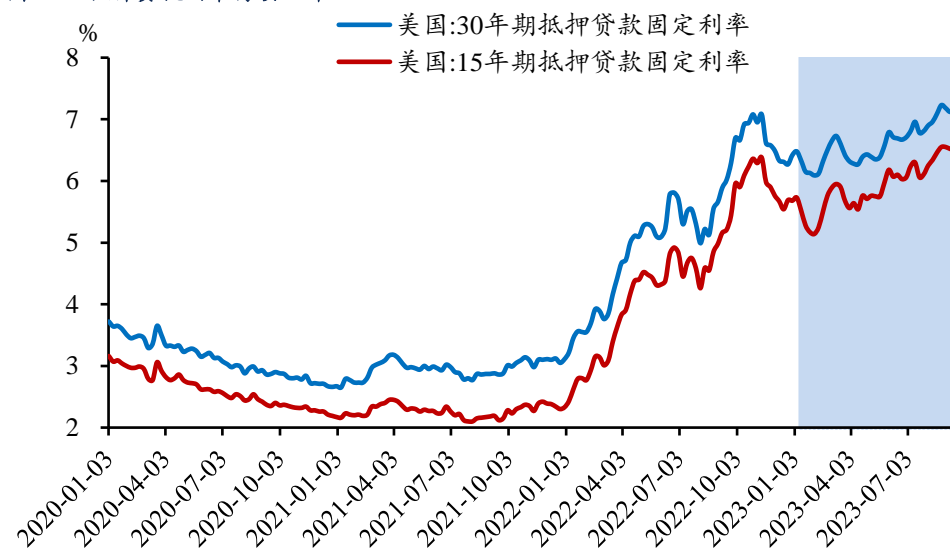
尽管今年以来, 新屋市场出现反弹, 但我们认为这其中建筑商执行买断策略带来的短期影响, 且成屋市场并未明显好转, 美国地产或难改下行态势。

第一，对美地产影响更大的成屋市场并未出现好转。今年以来，抵押贷款固定利率持续上升。截至8月，30年期抵押贷款利率已回升至7%附近。抵押贷款利率难下，成屋市场的房屋周转或难有好转。不仅如此，从地产销售占比数据来看，影响销售端更明显的是成屋市场领域。今年以来，美国新屋销售占比一直上升，而成屋销售占比一直下降，也说明了对地产影响较大的成屋市场并未改善。

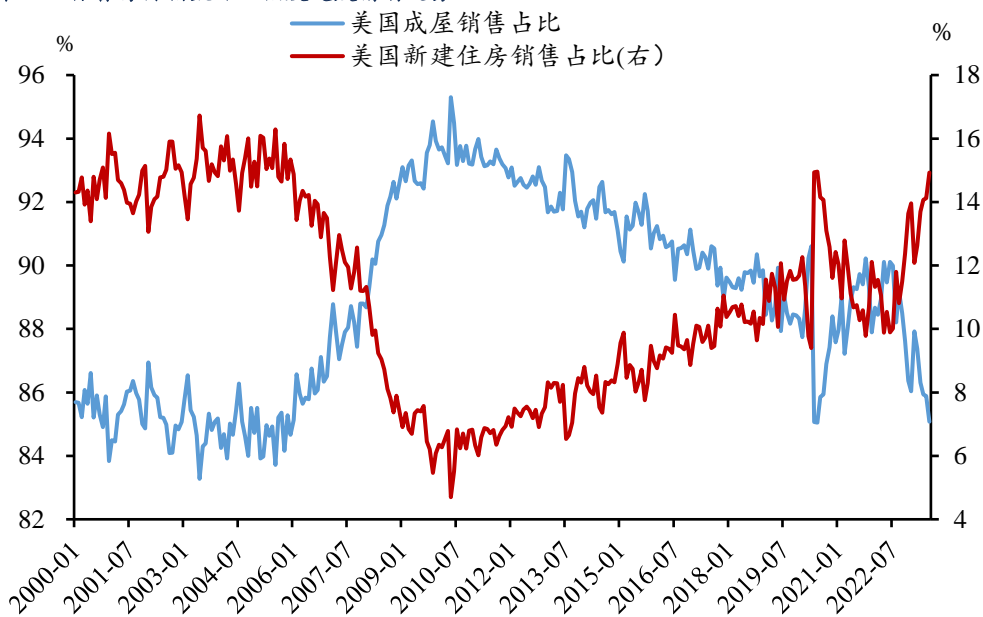
第二，原贷款利率均值较低，成屋周转难有缓解。成屋销售的占比一直在下降主要是二手房市场的周转出现问题。根据Redfin的数据，2023年美国新挂牌数量明显低于2022和2021年的水平，如此少量的待售房让买家只好转而购买新房。而成屋挂牌量少主要是因为新的再融资贷款利率高于原贷款利率均值，很多卖家不愿意挂牌出售，而更愿意维持当前较低的抵押贷款利率，一旦置换，贷款利率将会升高。因此，成屋市场的换房需求难以释放。

Freddie Mac 数据显示，将近 2/3 的未偿还的抵押贷款利率还维持在 4% 以下，我们认为，**当高抵押贷款利率真正下行时，成屋市场或会逐步好转。**若未来抵押贷款利率能下至 5% 以下，或将释放接近 20% 的成屋换房需求。

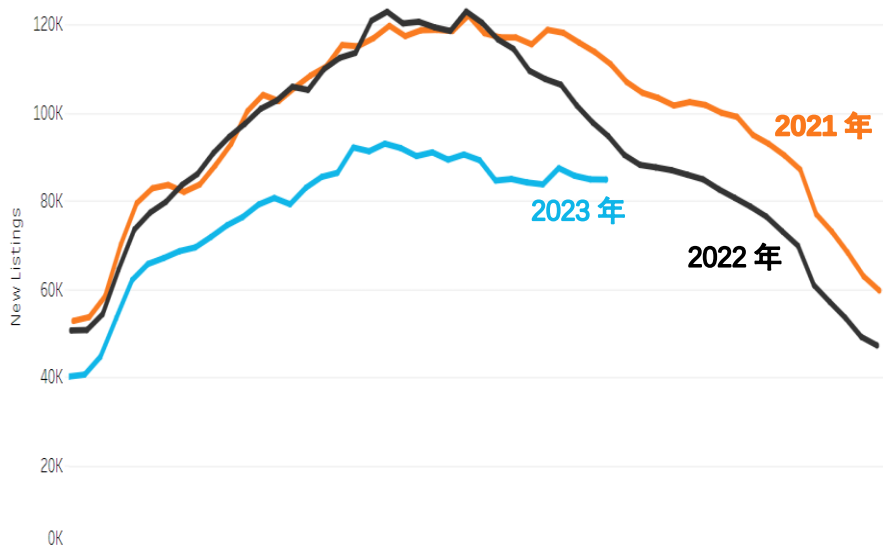
图 25：抵押贷款利率持续上升



资料来源：Wind，信达证券研发中心

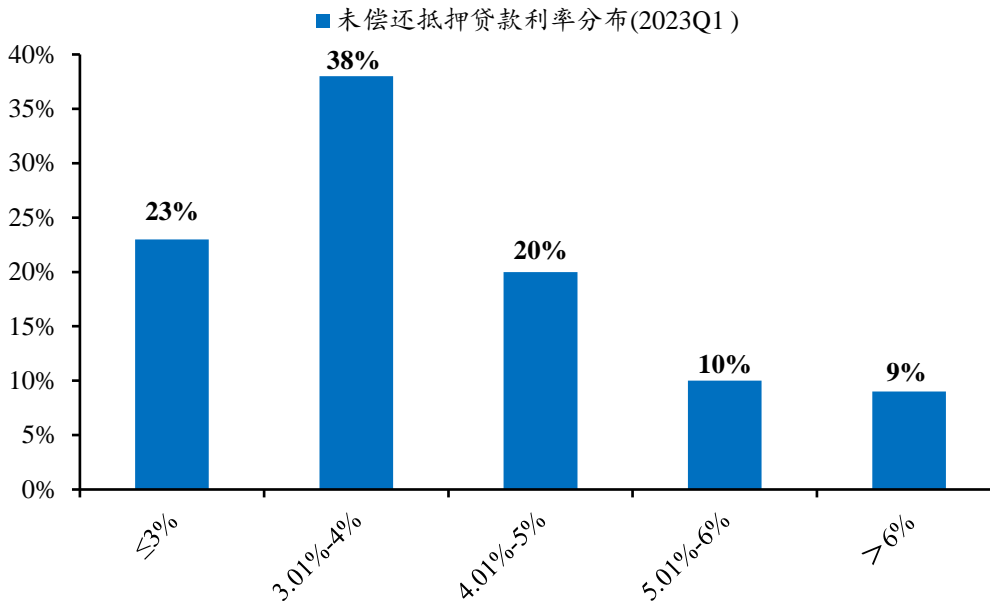
图 26：标普房价指数环比幅度超疫情前趋势


资料来源：ifind，信达证券研发中心

图 27：2023 年挂牌量数据表现不佳


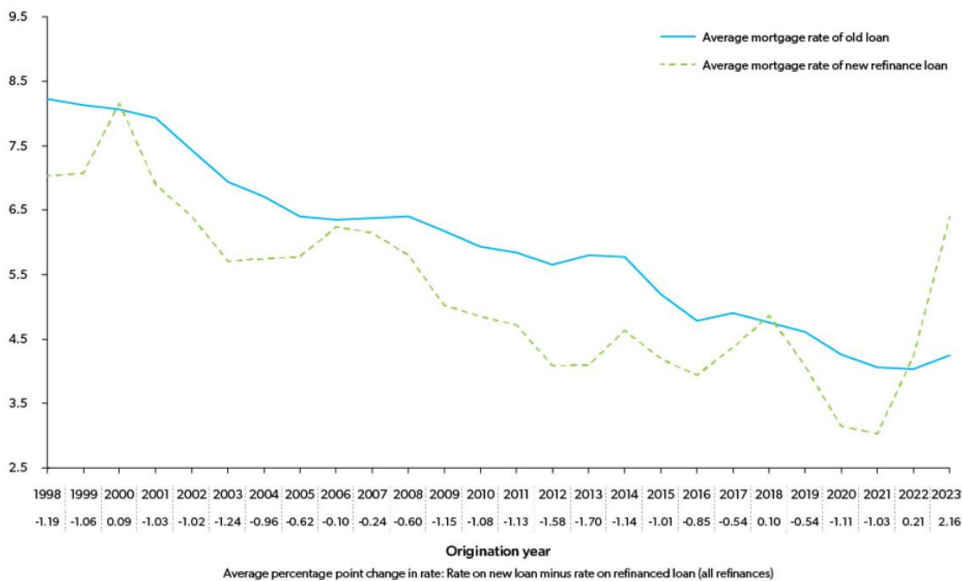
资料来源：Redfin，信达证券研发中心

图 28：约 2/3 的抵押贷款利率在 4% 以下



资料来源：Freddie Mac loan data, 信达证券研发中心

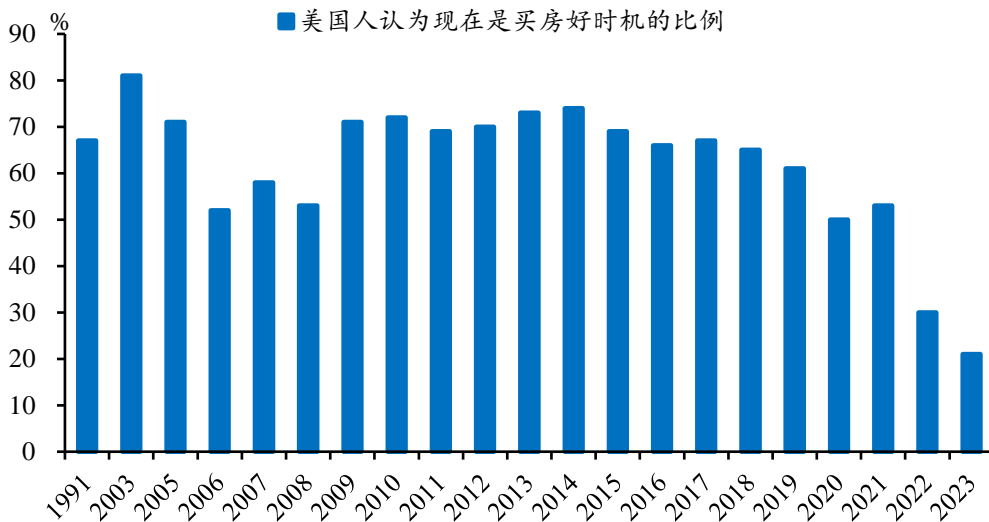
图 29：新的再融资贷款利率高于原贷款利率均值



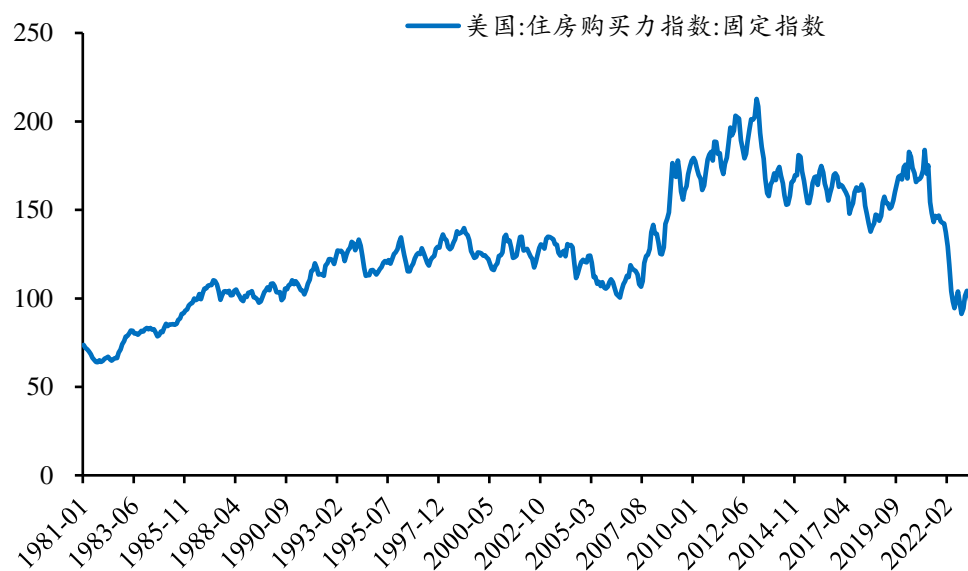
资料来源：Freddie Mac Refinance data, 信达证券研发中心

第三，美国居民的购房意愿仍较低。尽管今年以来新房销售数据有反弹，但实际上美国居民的整体购房意愿仍较低。在 2022 年之前，30% 或更多人一致认为当时是购买房屋的好时机。今年仅有 21% 的美国成年人认为现在是买房的好时机，这一比例比去年还低九个百分点，已经下降至 1991 年以来的最低水平，这表明居民的整体购房意愿仍较低。

美国居民的整体购房意愿仍较低，住房负担能力下降至较低水平。美国按揭贷款银行家协会数据显示，购房抵押贷款购买和再融资指数都下跌至 2007 年以来的较低水平。在整个借贷成本攀升时，许多潜在买家因成本止步，美国居民的住房购买力指数显示住房负担能力已下降至 1991 年以来的低点。

图 30：21%的美国成年人认为现在是买房的好时机


资料来源：Gallup, 信达证券研发中心

图 31：美国住房负担能力下降至历史低位


资料来源：Wind, 信达证券研发中心

三、美联储降息可能提前

3.1 四季度失业率或将进入上升阶段

对于美国未来就业市场的表现，我们认为随着服务需求下降，美国失业率或将进入上升阶段。主要有以下几个逻辑：（具体讨论详见已外发报告《美国就业或已达到繁荣的顶点》）

一是新增就业的增长趋势在放缓。新增就业的增长趋势主要由服务业的韧性带来，随着超额储蓄继续回落和居民消费动能的减弱，未来新增就业人数 12 月移动平均的增长趋势或将放缓。今年年初新增就业人数仍在 20 万人以上，但 5 月以来新增非农就业人数已经收缩至十几万人。

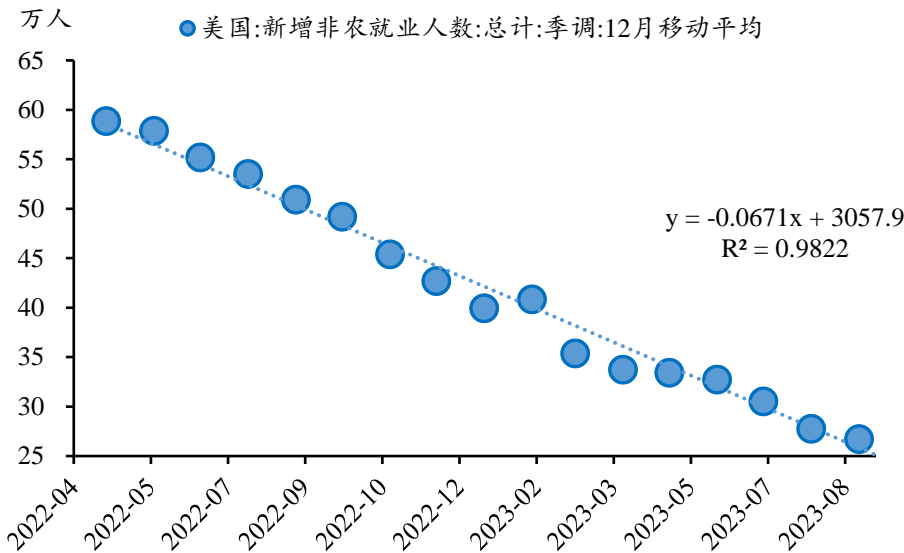
二是人口仍在继续增长，引起求职人数增多。随着净移民数量从疫情中修复以及美国国内人口的自然增长，16

岁以上人口同比增速进一步上升，这意味着更多的人需要寻找就业机会，我们认为这部分人口的增长或会给就业市场带来更大压力。

三是劳动参与率或将缓慢回升。根据劳动参与率本身的定义， $\text{劳动参与率} = \frac{\text{劳动力人口}}{\text{劳动力人口} + \text{非劳动力人口}}$ 。也就是说劳动参与率由劳动力人口和非劳动力人口的相对变化决定，现在美国劳动力人口缓慢恢复，非劳动力人口处于基本稳定状态。若非劳动力人口稳定在当下水平不变，那么随着劳动力人口的增长，整个劳动参与率能继续提升，但由于非劳动力人口的恢复较慢，所以劳动参与率或将缓慢回升。

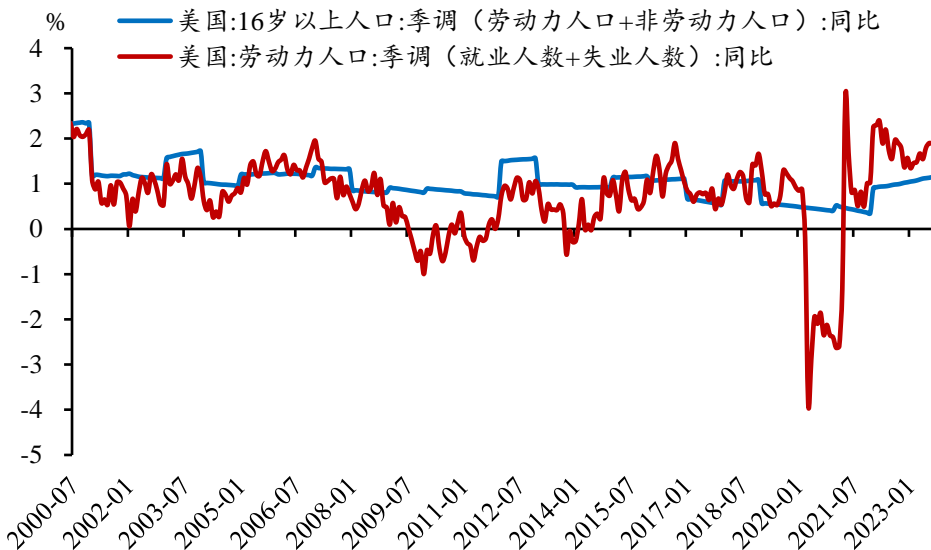
综合来看，我们认为美国失业率或将进入上升阶段，年底美国失业率或将升至近4%左右。

图 32：新增非农就业人数下降趋势未改

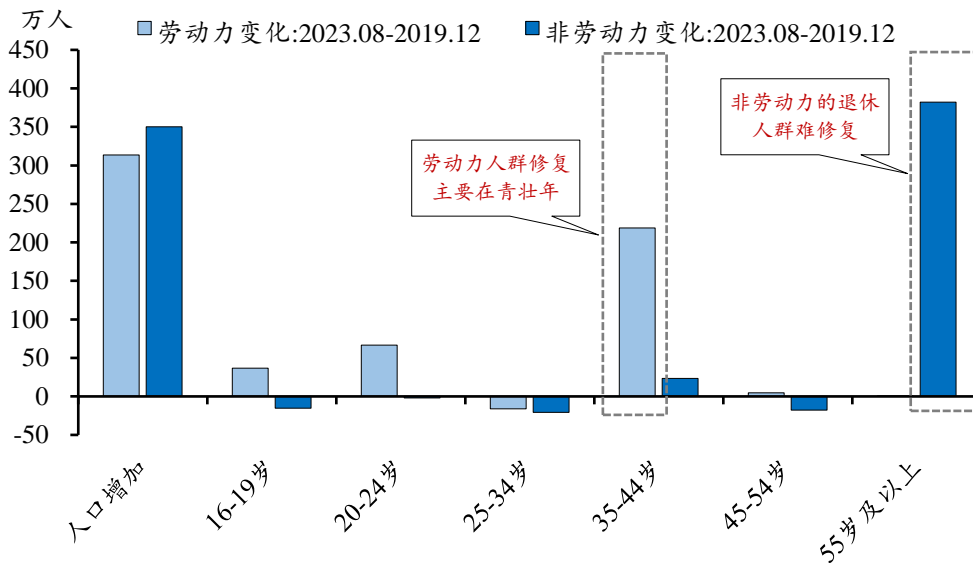


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

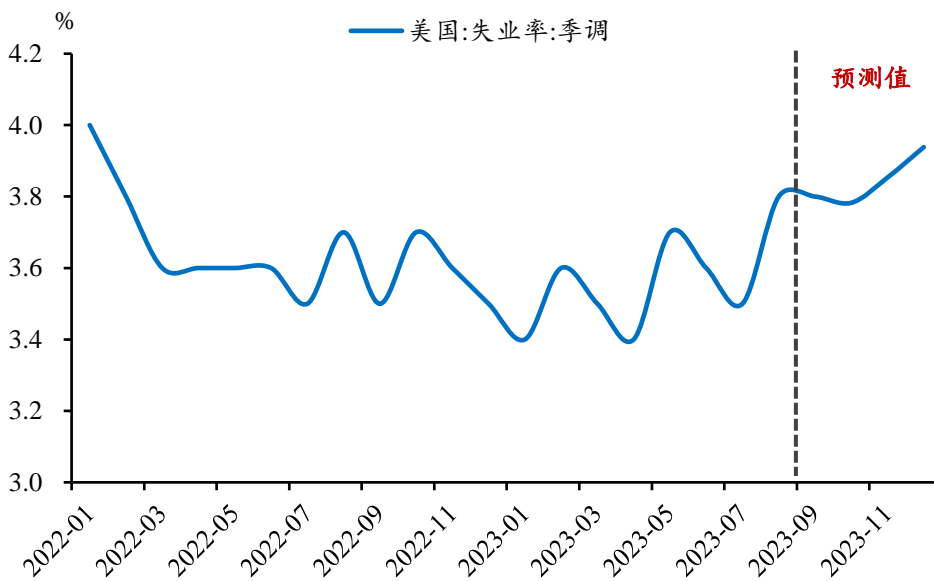
图 33：人口仍在继续增长



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 34：非劳动力的退休人群难修复


资料来源: BLS, 信达证券研发中心

图 35：预计年底失业率上升至近 4%


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

3.2 预计核心通胀继续处于下行通道

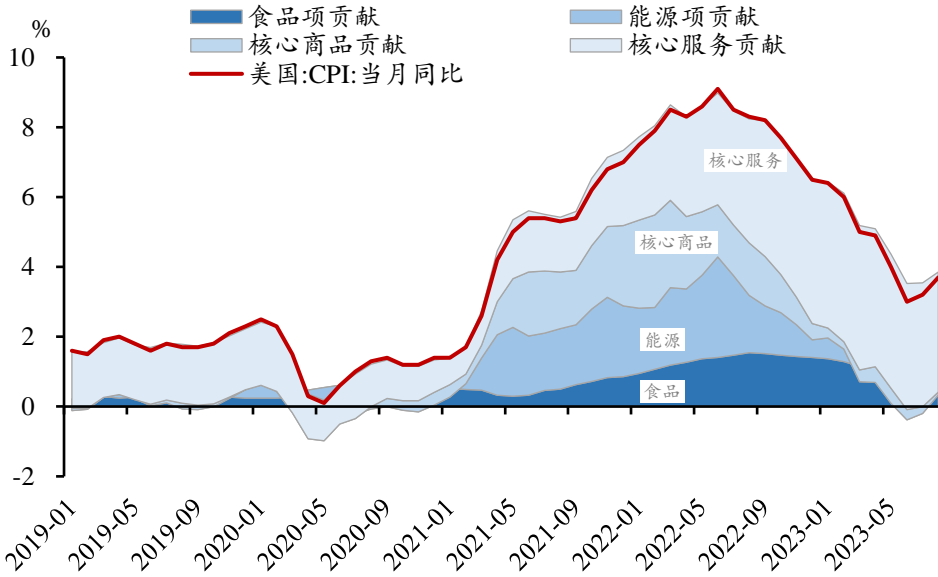
美国通胀阻力主要是核心通胀，尤其核心服务通胀。过去，美国整体通胀从高点回落 5.4 个百分点，而核心通胀只回落了 2.3 个百分点，核心服务通胀回落更少，从去年 9 月的 6.7% 回落至今年 8 月的 5.9%，仅回落 0.8 个百分点。可以看到，在通胀回落过程中，最大的阻力来源于核心服务。当前核心服务价格还处于相对高位，因此核心服务对整体通胀贡献仍大。

过去，核心服务通胀处于较高水平，主要是两个原因：

第一个支撑来自于强劲就业市场背后的薪资增长。过去，失业率处于相对低位，在紧张劳动力市场的影响下，薪资增长处于较高水平，导致美国核心服务通胀难缓解。

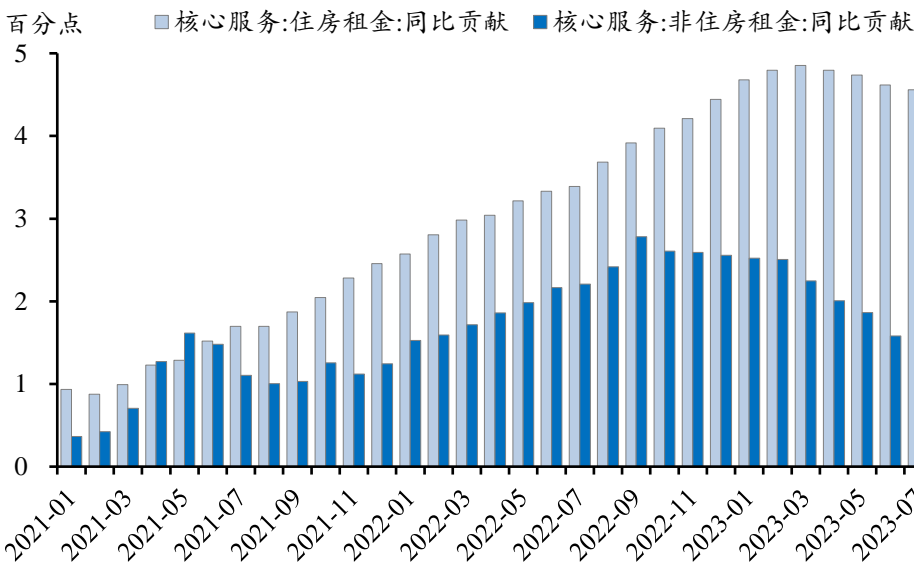
第二个支撑是住房租金价格也对通胀有支撑。住房价格通胀依然较高，约占价格上涨的一半以上。地产市场租金价格滞后于房价增长。不考虑住房租金贡献下，剩余核心通胀上涨到去年9月份后开始下降。

图 36：美国四项中核心服务才是最有韧性的部分



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 37：住房租金对核心服务通胀的贡献度一直在上升



资料来源: Wind, 信达证券研发中心, 核心服务为不含能源类的服务

美国核心通胀和整体通胀已经进入背离阶段，我们认为核心通胀仍将继续处于下行状态。

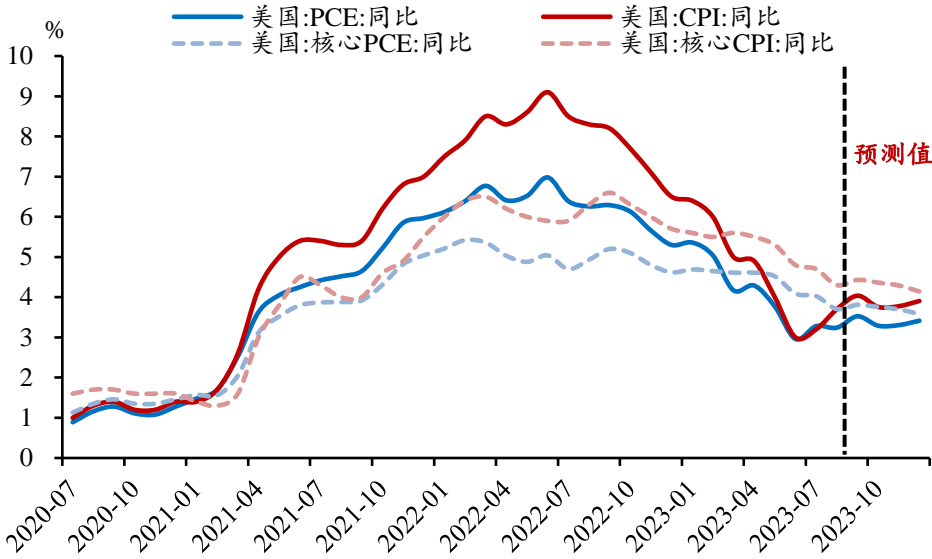
一方面，若后续服务消费放缓且力度大于制造业，劳动力市场有望迎来降温。核心服务通胀粘性较强的来源之一是紧俏的劳动力市场，随着服务业带动经济放缓，美国失业率或将进入上升阶段。在就业市场降温时，我们预计对应的薪资通胀也会回落。

另一方面，在地产下行难有改善下，租金对核心服务通胀的支撑也或将回落。在成屋市场没有明显好转下，地产下行趋势难有改善。因此，尽管当前住房租金价格回落较慢，但是房屋租金 CPI 回落趋势已经出现，预计租金价格对核心服务通胀的支撑仍将继续走弱。

我们预计，在核心通胀的两大支撑力量同步走弱的背景之下，整体的核心服务价格或将延续当前的回落势头。

但整体上，直至今年年底整体通胀或难回落至 2%。

图 38：下半年整体通胀反弹，但核心通胀下行



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

3.3 美联储明年可能提前降息

随着美联储“史诗级”加息周期尾声的到来，高利率平台期美债表现或走强。此外，美联储降息可能提前，A 股的外部压制因素或明显缓解。

随着加息周期尾声到来，美债表现或将走强。债市方面，美债在停止加息后若经济放缓或将压低美债收益率，表现或将走强，长久期的回报或更可观。回顾历次停止加息到首次降息区间内，各个大类资产配置的表现，我们发现美债表现均走强。在高利率平台期，美国经济若如期放缓，此时 10 年期国债收益率走势或将随着经济增速的走弱而下行，美债收益率有望回落。

美联储明年可能提前降息，A 股的外部压制因素或明显缓解。美联储鹰派表态后，市场交易高利率或维持更长，并预期明年 7 月才开始降息，但我们认为在年内美联储不再加息的情况下，明年美联储的降息时点有可能提前至二季度初。首先，美联储上调今年经济预期中枢，但把近三年经济持续增长趋势改为明年略有放缓，反映出美联储也预期明年经济会放缓。其次，随着经济滚动衰退走弱，就业市场继续放缓下，通胀或将在菲利普斯曲线的作用下跟着降温，从而更接近政策目标。尽管美联储表态后，紧缩交易一直在进行，但我们认为明年降息可能提前，当前的紧缩交易或将转为降息交易。

表 2：历次美联储停止加息至降息期间大类资产表现

	最后加息	首次降息	目标利率	标普 500 指数 涨幅	10 年美债 涨幅	美元指数 涨幅	黄金 涨幅
1	1984/08/09	1984/09/20	11.25	1.17	-2.62	6.03	-1.60
2	1985/03/28	1985/04/24	8.50	1.51	-4.26	-0.36	-1.30
3	1995/02/01	1995/07/06	5.75	17.77	-21.02	-7.27	2.10
4	1997/03/25	1998/09/29	5.25	32.94	-32.00	0.36	-15.33
5	2000/05/16	2001/01/03	6.00	-8.08	-20.06	-0.84	-3.21
6	2006/06/29	2007/09/18	4.75	19.40	-13.79	-7.86	21.30
7	2018/12/20	2019/08/01	2.25	19.70	-31.90	1.99	11.67

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 39：市场加息路径预期（截至 2023 年 9 月 21 日）

MEETING PROBABILITIES										
MEETING DATE	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%	71.6%	28.4%	0.0%	0.0%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	53.4%	39.4%	7.2%	0.0%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	51.2%	40.0%	8.6%	0.3%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	6.1%	49.8%	36.2%	7.6%	0.3%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.6%	17.5%	46.3%	28.8%	5.7%	0.2%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	6.6%	26.6%	40.7%	21.5%	3.9%	0.1%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.2%	3.2%	15.3%	32.7%	32.4%	13.9%	2.3%	0.1%
2024/9/18	0.0%	0.1%	1.8%	9.7%	24.7%	32.5%	22.4%	7.6%	1.1%	0.0%
2024/11/7	0.1%	0.9%	5.7%	17.0%	28.5%	27.6%	15.2%	4.4%	0.6%	0.0%
2024/12/18	0.7%	4.3%	13.8%	25.2%	27.9%	18.7%	7.5%	1.7%	0.2%	0.0%

资料来源: CME, 信达证券研发中心

风险因素

油价上涨超预期；美国货币政策收紧超预期

研究团队简介

解运亮，信达证券首席宏观分析师。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。2022年云极“十大讲师”。首届“21世纪最佳预警研究报告”获得者。

麦麟玥，信达证券宏观研究助理。中山大学管科硕士，2022年7月加入信达证券研究所，从事宏观经济研究。

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。

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 29