

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

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

保留加息选项或是美联储的“鸽派伪装”

2023年11月2日

- **保留加息选项或是“鸽派伪装”。**11月FOMC会议如期保持利率目标区间不变,是美国年内连续第二次暂停加息。我们认为,尽管鲍威尔依旧保留了加息选项,但这或是美联储的“鸽派伪装”,9月点阵图上的加息大概率不会在后续月份落地,加息周期已接近尾声。一是当前利率已是限制性水平,限制性利率正在给经济带来下行压力;二是紧缩政策的影响尚未完全显现;三是金融状况显著收紧,长期美债收益率上涨有替代加息的作用,或对政策产生影响。
- **三季度经济超预期,但消费韧性或难以为继。**三季度经济超预期后,经济强劲成为市场担心再次加息的点,但实际上美国消费韧性或难以为继。首先,三季度消费虽加速,但背后可支配收入却在下滑。实际可支配收入由二季度的正增转为下滑。同时,美国居民信用卡借贷利率已超20%,同时违约率陡峭上行,指向美国消费韧性或难以为继。其次,美联储表示经济强劲但预期放缓。前瞻地看,我们认为没有可支配收入增长相互配合的消费韧性或难以为继。
- **若美联储不再加息,降息时点可能也会提前。**当前海外市场或已在定价美国暂停加息,在鲍威尔讲话后,美股三大指数集体拉升,暗示美股、美债市场已在反映美联储的鸽派信号。再加上近期小非农就业数据再次不及预期显示劳动力市场显著降温,往后看,失业率和通胀率的替代关系重新出现后,美联储高利率将面临菲利普斯曲线归来的挑战。尽管美联储现在还未讨论降息,但下一步,失业率进入上升阶段后,美联储或很快将降息纳入讨论范畴,且降息时点可能早于市场预期。美债和美元表现的边际趋弱有望缓解近期外资连续流出带来的压力,需要耐心等待外资回流动力增强。
- **风险因素:**地缘政治风险,国际油价上涨超预期等。

目录

一、保留加息选项或是“鸽派伪装”	3
二、若美联储不再加息，降息时点可能也会提前	5
风险因素	8

图目录

图 1：当前实际利率已足够接近限制性水平	3
图 2：金融状况收紧，10 年期美债收益率上涨	4
图 3：美国实际 GDP 环比折年率由于消费和库存投资带来	4
图 4：美国可支配收入增速下行，而消费支出增速加快	5
图 5：就业增长弱于今年稍早	6
图 6：亚特兰大薪资增长指数继续下行	6
图 7：市场加息路径预期（截至 2023 年 11 月 2 日）	7

事件：

北京时间 11 月 1 日凌晨 2:00，美联储公布 11 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、保留加息选项或是“鸽派伪装”

11 月议息会议美联储暂停加息，联邦基金利率目标区间维持 5.25-5.50% 不变，是美国年内连续第二次暂停加息。

11 月 FOMC 暂停加息，利率决议符合市场普遍预期。9 月议息会议后，市场虽对年内是否再次加息有博弈，但主要押注不加息。11 月议息会议上，9 月点阵图的加息选项并未落地，这基本符合市场预期。我们认为，尽管鲍威尔依旧保留了加息选项，但这或只是美联储的“鸽派伪装”，9 月点阵图上的加息大概率不会在后续月份落地，加息周期或已接近尾声。

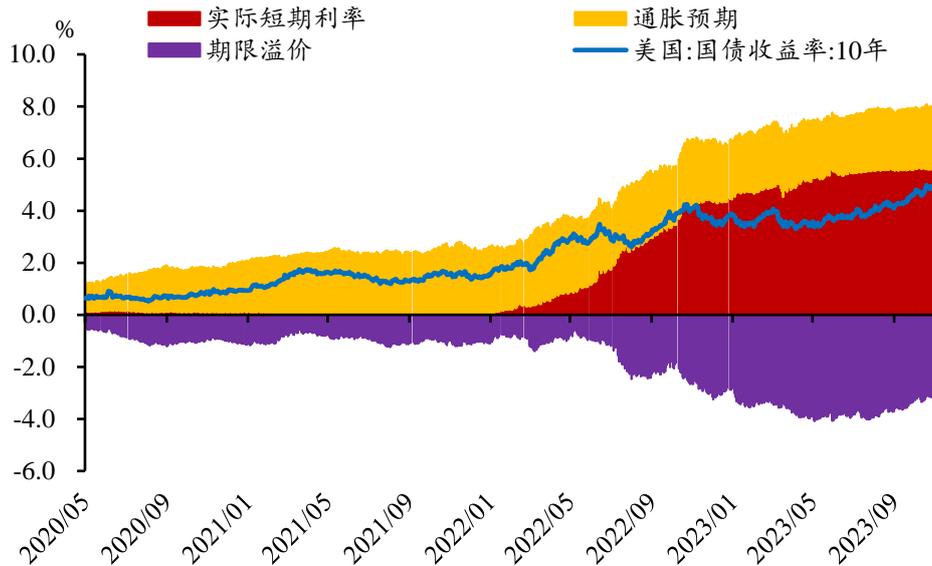
诸多鸽派信号显示加息选项或难以落地。尽管鲍威尔表明未对 12 月议息会议做出政策决议，并保留了加息选项，但会议上诸多偏鸽信号显示，一是当前利率已是限制性水平，限制性政策利率正在给经济带来下行压力；二是紧缩政策的影响尚未完全显现；三是金融状况显著收紧，长期美债收益率上涨有替代加息的作用，或对政策产生影响。加息预期并没有导致长债收益率上升，长债收益率主要源自期限溢价的上升。

图 1：美联储官员表示，当前实际利率已是限制性水平



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

注: 美国实际利率=有效联邦基金利率-CPI 同比

图 2：金融状况收紧，10 年期美债收益率上涨


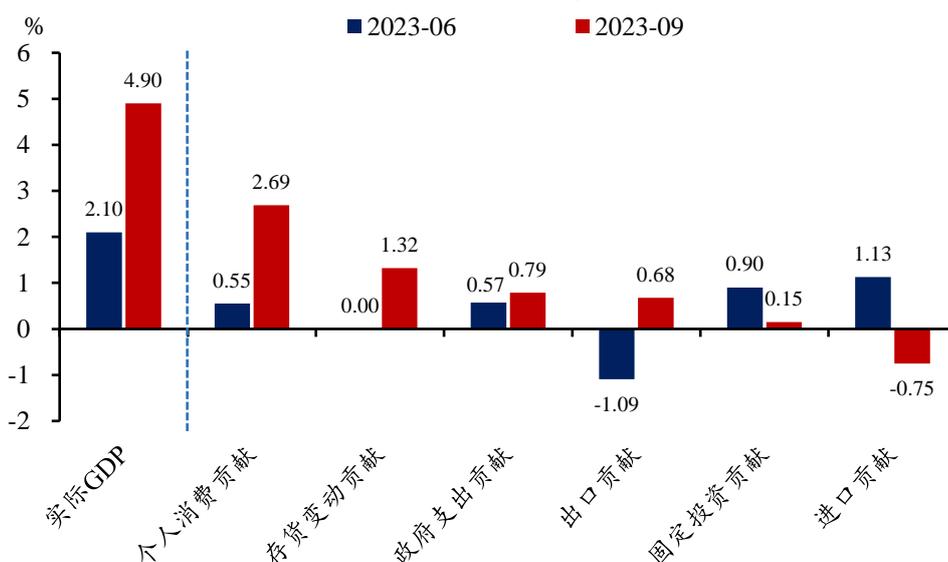
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

三季度经济超预期后，经济强劲成为市场担心再次加息的点，但实际上美国消费韧性或难以为继。

首先，三季度消费虽加速，但背后可支配收入却在下滑。美国三季度实际 GDP 环比折年率为 4.9%，高于市场预期的 4.5%。在三季度经济反弹中，消费、库存投资和净出口都有贡献。Q3 消费环比折年率重回 Q1 增长趋势，但消费主要支撑因素已由收入增长转变为消费占比提升。实际可支配收入 (DPI) 在 Q2 环比折年率增长 3.5% 后，Q3 经税收和通货膨胀调整后的个人收入环比折年率为-1.0%。同时，美国居民信用卡借贷利率已超 20%，同时违约率陡峭上行，指向美国消费韧性难以为继。

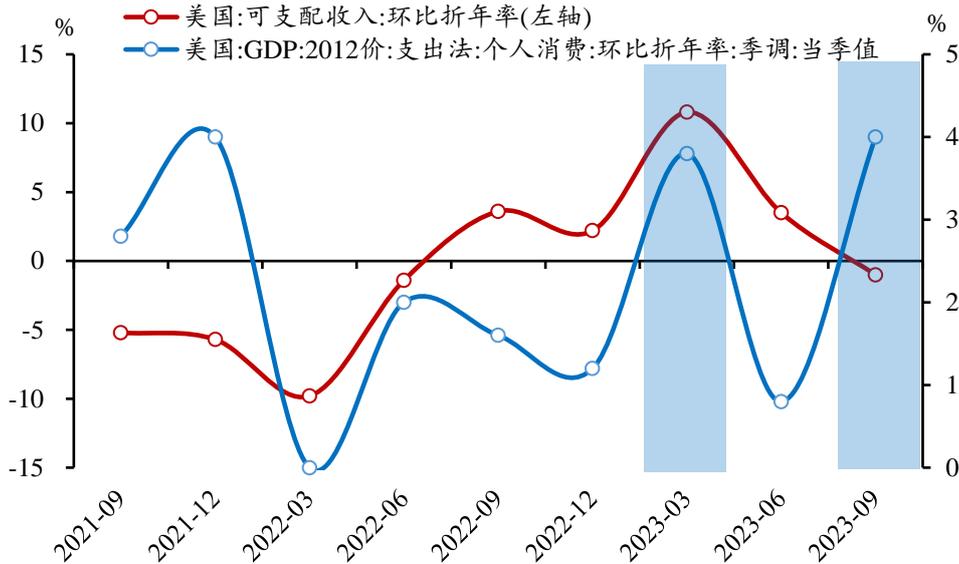
其次，美联储表示经济强劲但预期放缓。鲍威尔表示对当前经济的强劲增长表示惊讶，但其也预期经济增速会放缓，因为降低通胀可能需要低于趋势的经济增长才能达到。

前瞻地看，我们认为没有可支配收入增长相互配合的消费韧性或难以为继。

图 3：美国实际 GDP 环比折年率由于消费和库存投资带来


资料来源: ifind, BEA, 信达证券研发中心, 注: 按 Q3 贡献度排序

图 4：美国可支配收入增速下行，而消费支出增速加快



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

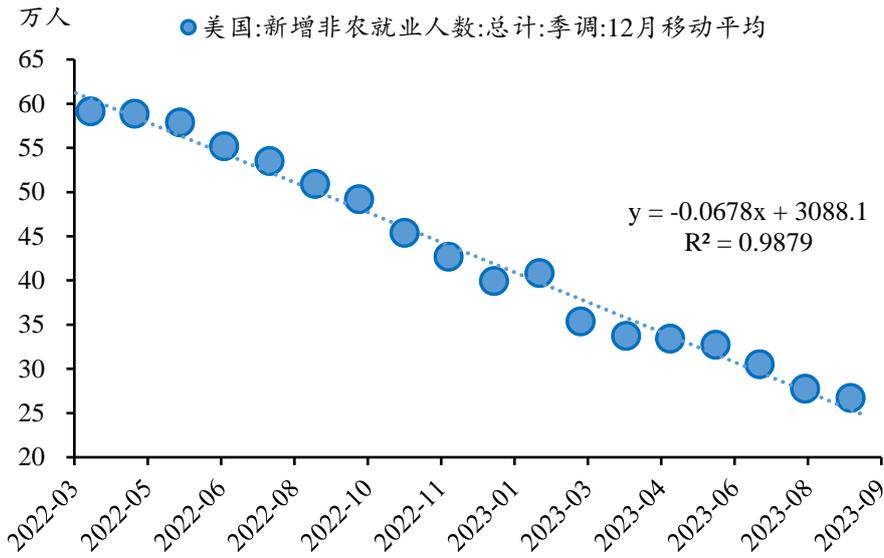
二、若美联储不再加息，降息时点可能也会提前

小非农就业数据再次不及预期，劳动力市场显著降温。鲍威尔表示就业增长强劲，但弱于今年稍早，9月美国失业率为8月持平，均明显高于7月水平录得3.8%，而10月ADP非农就业数据不及预期，显示劳动力市场已有显著降温，名义工资增长也已显示出一些放缓迹象。

往后看，美联储的高利率面临菲利普斯曲线归来的挑战。菲利普斯曲线是表明失业率与通胀率存在交替关系的曲线，通胀率高时，失业率低；通胀率低时，失业率高。1981-1982年，沃尔克加息抗通胀过程中，菲利普斯曲线经典有效。但此后，美国菲利普斯曲线曾长期失灵。2022年以来菲利普斯曲线失灵使得美联储能够保持鹰派紧缩。最近两个月，菲利普斯曲线有回归正常化的迹象。2023年8月，美国失业率从3.5%升至3.8%，核心通胀则从4.7%降至4.3%，失业率和通胀率的替代关系重新出现。

尽管美联储现在还未讨论降息，但下一步，失业率进入上升阶段后，美联储或很快将降息纳入讨论范畴，且降息时点可能早于市场预期。

当前海外市场或已在定价美国暂停加息，需耐心等待外资回流动力增强。在鲍威尔讲话后，美股三大指数集体拉升，道指、纳指、标普指数均在上涨，暗示美股、美债市场已在反映美联储的鸽派信号。而美债收益率的下降打压了美元，我们认为美债和美元表现的边际趋弱有望缓解近期外资连续流出带来的压力，需要耐心等待外资回流动力增强。

图 5：就业增长弱于今年稍早


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 6：亚特兰大薪资增长指数继续下行


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 7：市场加息路径预期（截至 2023 年 11 月 2 日）

CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES										
MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575	575-600
2023/12/13			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	80.0%	20.0%	0.0%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	73.4%	24.9%	1.7%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	14.7%	63.7%	20.3%	1.3%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	7.1%	38.5%	42.6%	11.1%	0.7%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.9%	24.2%	40.7%	25.5%	5.4%	0.3%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	2.4%	16.7%	34.6%	31.1%	12.8%	2.2%	0.1%
2024/9/18	0.0%	0.0%	1.5%	11.3%	27.8%	32.4%	19.8%	6.2%	0.9%	0.0%
2024/11/7	0.0%	0.8%	6.7%	20.1%	30.3%	25.7%	12.6%	3.4%	0.4%	0.0%
2024/12/18	0.5%	4.6%	15.2%	26.6%	27.4%	17.3%	6.7%	1.5%	0.2%	0.0%

资料来源: CME, 信达证券研发中心

风险因素

地缘政治风险，国际油价上涨超预期等。

研究团队简介

解运亮，信达证券宏观首席分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学汉青研究院业界导师。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。首届“21世纪最佳预警研究报告”得主。

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。