

过激的降息预期需要调整

证券研究报告

2023 年 12 月 13 日

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

向静姝 分析师
SAC 执业证书编号: S1110520070002
xiangjingshu@tfzq.com

相关报告

- 1 《宏观报告：宏观-大类资产风险定价周度观察-23 年 12 月第 3 周》
2023-12-10
- 2 《宏观报告：什么是先立后破-12 月政治局会议解读》
2023-12-09
- 3 《宏观报告：宏观-出口转正之后》
2023-12-08

鉴于美国制造业周期开始回暖（《美国经济是否已经开始复苏——制造业新周期可能已经启动》2023.9.7），我们认为薪资增速的后续降幅可能不及预期，通胀的下行可能也不及市场预期那般顺利。

因此，当前较快、幅度较大的降息预期需要调整。目前市场预期明年降息幅度达 115 bp，3 月降息概率达 45.6%。历史上看，1990 年后联储降息的门槛大多是核心 PCE 等于或低于 2%。考虑到劳动力薪资下行的阻力，我们认为后续核心 PCE 环比较难维持低位，联储降息大概率在明年 3 季度末。

风险提示：全球经济深度衰退，美联储货币政策超预期紧缩，通胀超预期

美国 11 月非农就业数据发布，新增就业岗位 19.9 万人，高于普遍预期的 18.5 万人，医疗保健、休闲和酒店、政府部门的就业增长，以及汽车工人联合会（UAW）罢工解决后的制造业就业回升，是 11 月非农就业增长的主要原因。

其中，汽车业大罢工解决后的工人重返工作岗位，令就业人数增加了 3 万人，好莱坞劳资纠纷的解决也使就业人数增加了 1.7 万人。

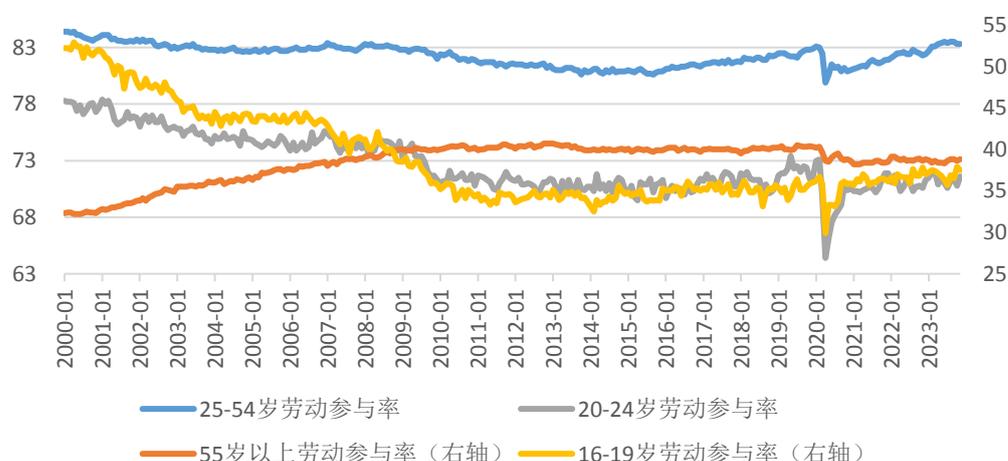
11 月劳动参与率小幅抬升至 62.8%，失业率小幅回落至 3.7%，表明劳动力市场的需求依然强劲。

11 月劳动参与率的抬升主要依靠 20-24 岁和 55 岁以上人群，两者在 10 月劳动参与率的下滑也最多，可能对应了汽车行业罢工群体。

劳动力市场的主力军——25-54 岁群体的劳动力参与率维持不变在 83.3%，高于疫情前高峰时 83%的水平。

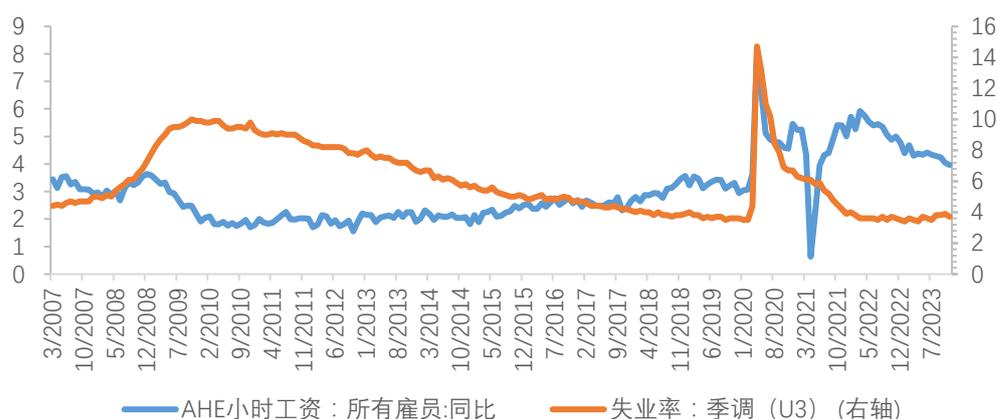
因为婴儿潮群体的老龄化、提前退休（离开劳动力市场）这些不可逆因素，后续劳动参与率提升的空间可能已经不大。

图 1：劳动参与率（%）分群体



资料来源：FRED，天风证券研究所

图 2：AHE（%）近期下行十分缓慢，失业率（%）维持低位



资料来源：FRED，天风证券研究所

图 3：亚特兰大薪资增速（%）降幅出现停滞



资料来源: atlanta fed, 天风证券研究所

另一方面, 11 月平均时薪环比增长 0.4%, 同比增长依然有 4%, 并且时薪增速的下行非常缓慢, 过去 12 个月时薪环比增速仅 10 月在 0.3% 以下。

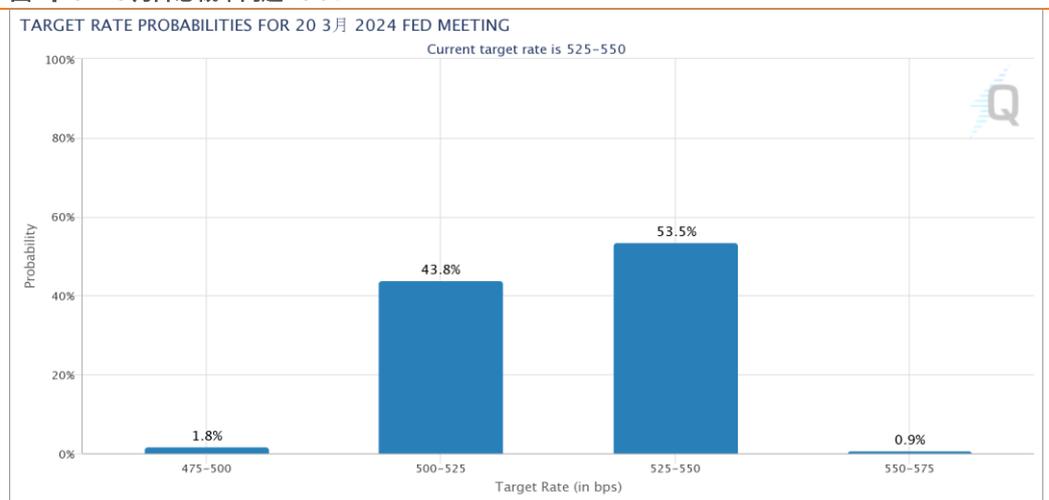
假设明年时薪增速环比维持在 0.3% 的水平, 我们测算时薪同比增速将稳定在 3.7% 不再下行。同时, 我们也观察到亚特兰大联储计算的薪资同比增速在 8 月后就基本不再下降, 经权重调整后的薪资同比维持在 5.4% 左右。

美国失业率仍然很低, 仅从今年 4 月的低点 3.4% 缓慢升至 11 月的 3.7%, 但仍然比去年 12 月美联储 SEP 中预计的今年四季度平均失业率 4.6% 低得多。

鉴于美国制造业周期开始回暖(《美国经济是否已经开始复苏——制造业新周期可能已经启动》2023.9.7), 我们认为薪资增速的后续降幅可能不及预期, 通胀的下行可能也不及市场预期那般顺利。

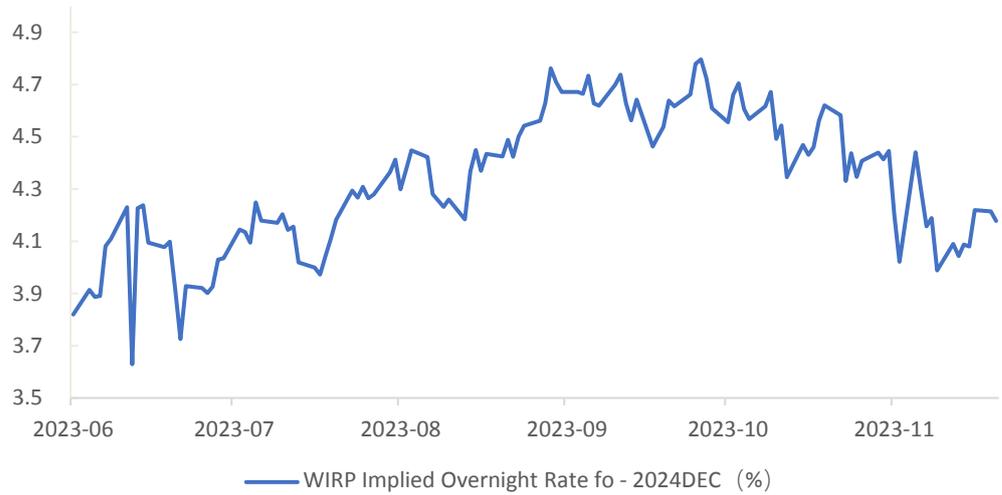
因此, 当前较快、幅度较大的降息预期需要调整。目前市场预期明年降息幅度达 115 bp, 3 月降息概率达 45.6%。历史上看, 1990 年后联储降息的门槛大多是核心 PCE 等于或低于 2%, 失业率则在 3.7%~5.7% 不等。若假设未来每月核心 PCE 环比 0.16% (10 月最新数据, 也是今年第二低的环比), 核心 PCE 需要到明年 9 月才能低于 2%, 若假设未来每月核心 PCE 环比 0.1%, 则最快明年 3 月可能降息。考虑到劳动力薪资下行的阻力, 我们认为后续核心 PCE 环比较难维持低位, 联储降息大概率在明年 3 季度末。

图 4: CME3 月降息概率高达 45.6%



资料来源: CME, 天风证券研究所

图 5: 截至明年底, 市场预期降息 115bp



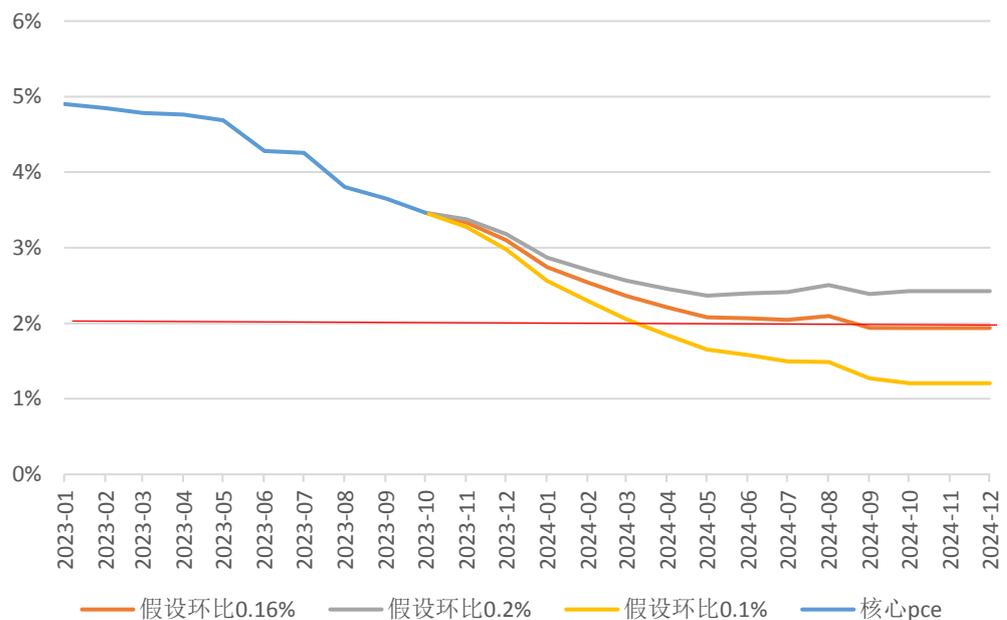
资料来源：bloomberg，天风证券研究所

表 1：1990 年以来联储降息时失业率和核心 PCE

	核心 PCE(%)	失业率(%)	联邦基金利率(%)
1995-07-01	2.0	5.7	5.85
2001-01-01	2.0	4.2	5.98
2007-08-01	2.0	4.6	5.02
2019-08-01	1.8	3.7	2.13

资料来源：FRED，天风证券研究所

图 6：明年核心 PCE 的不同假设



资料来源：FRED，天风证券研究所测算

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10% - 10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5% - 5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com