



研究所

分析师:黄付生

SAC 登记编号:S1340522060002

Email:huangfusheng@cnpsec.com

研究助理:李起

SAC 登记编号:S1340124030007

Email:liqi@cnpsec.com

研究助理:高晓洁

SAC 登记编号:S1340124020001

Email:gaoxiaojie@cnpsec.com

近期研究报告

《开局良好，增量是预期修复的关键》 - 2024.03.20

宏观观点

二次通胀不远了还是不管了

● 核心观点

通胀矛盾。在本次议息会议后的新闻发布会阶段，鲍威尔似乎对通胀下行有了更大的信心，一番“偏鸽”讲话扭转了经济预测的“偏鹰”色彩。但近期大宗商品价格走高，尤其是油价对通胀预期的影响较大，同时服务价格仍有粘性，2月除去房租后的服务价格增速抬升，这与通胀确定性下行的判断相悖。

经济预测与预期引导的矛盾。美联储公布的经济预测与鲍威尔会后讲话中对通胀和利率的态度有较明显的差异。在经济预测中，美联储调高了2024年核心PCE的增速，但同时讲话中表示对通胀下降更有信心；在点阵图中，投票数显示的利率水平较上一次议息会议抬升，但会后讲话却在将利率向低位引导。

产生这种矛盾的可能原因有二：一是美联储看到了一些通胀下降的信号；二是美联储有一些政策目标外的“约束”，例如财政压力，使其降低了通胀在决策框架中的权重。

我们倾向认为两者兼有。前者源自我国长期处于低位的PPI增速，在周报中我们也说明过“在服务价格有粘性的时候美国的通胀水平掌握在中国手中”，而我国近期价格持续走低的环境拉低了美国的商品通胀。而后者源自美债付息压力。去年12月美联储超预期转鸽，我们猜测很大的动力来自降低财政发债成本的需要。本次会议前10年期美债收益率已经突破4.3%，有回调的必要。

展望后市，在国内经济不断修复的背景下，我们有望看到国内价格周期的抬头，即PPI同比回升。在这一假设下，美国通胀有反复的可能，我们认为美联储或通过引导，逐渐将利率决议与价格脱钩，在支持国内资产价格的同时缓解财政压力。但被市场交易出来的长债利率或由于通胀的原因长期保持较高的位置。后续是硬接二次通胀的风险还是视而不见尚有待观察。

● 风险提示：

我国稳增长政策力度不及预期，基本面再次走弱；我国PPI同比增速低于预期；美国就业市场超预期走弱；大宗商品价格超预期走低；美国经济基本面弱化超预期。

目录

1 核心观点.....	4
2 引导国债利率下行才是关键.....	5
3 日本加息无碍套息交易.....	6
4 风险提示.....	7

图表目录

图表 1: 2010 年 1 月-24 年 2 月美国进口价格指数同比、CPI 商品同比和我国 PPI 同比	5
图表 2: 2024 年 3 月美联储议息会议点阵图和主要经济数据预测	5
图表 3: 2023-24 年 3 月 Barclays Capital Intelligent Carry I 净值走势	6

1 核心观点

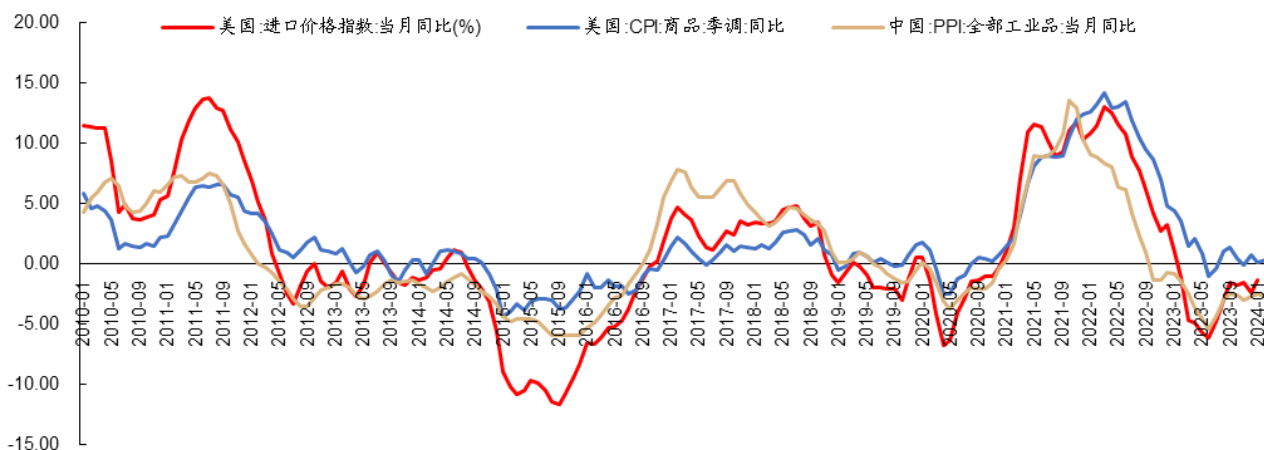
通胀矛盾。在本次议息会议后的新闻发布会阶段，鲍威尔似乎对通胀下行有了更大的信心，一番“偏鸽”讲话扭转了经济预测的“偏鹰”色彩。但近期大宗商品价格走高，尤其是油价对通胀预期的影响较大，同时服务价格仍有粘性，2月除去房租后的服务价格增速抬升，这与通胀确定性下行的判断相悖。

经济预测与预期引导的矛盾。美联储公布的经济预测与鲍威尔会后讲话中对通胀和利率的态度有较明显的差异。在经济预测中，美联储调高了2024年核心PCE的增速，但同时在讲话中表示对通胀下降更有信心；在点阵图中，投票数显示的利率水平较上一次议息会议抬升，但会后讲话却在将利率向低位引导。

产生这种矛盾的可能原因有二：一是美联储看到了一些通胀下降的信号；二是美联储有一些政策目标外的“约束”，例如财政压力，使其降低了通胀在决策框架中的权重。

我们倾向认为两者兼有。前者源自我国长期处于低位的PPI增速，在周报中我们也说明过“在服务价格有粘性的时候美国的通胀水平掌握在中国手中”（图1），而我国近期价格持续走低的环境拉低了美国的商品通胀。而后者源自美债付息压力。去年12月美联储超预期转鸽，我们猜测很大的动力来自降低财政发债成本的需要。本次会议前10年期美债收益率已经突破4.3%，有回调的必要。

展望后市，在国内经济不断修复的背景下，我们有望看到国内价格周期的抬头，即PPI同比回升。在这一假设下，美国通胀有反复的可能，我们认为美联储或通过引导逐渐将利率决议与价格脱钩，在支持国内资产价格的同时缓解财政压力。但被市场交易出来的长债利率或由于通胀的原因长期保持较高的位置。后续是硬接二次通胀的风险还是视而不见尚有待观察。

图表1：2010年1月-24年2月美国进口价格指数同比、CPI商品同比和我国PPI同比


资料来源：Wind，中邮证券研究所

2 引导国债利率下行才是关键

点阵图显示利率向更高收敛。2023年12月点阵图显示，支持降息3次的有6票，支持降息4次的有4票；但本次会议给出的点阵图显示支持降息3次的增加为9票，而支持降息4次的票数减少为1票。同时支持降息1次的票数增加至2票，同时没有再支持降息6次的票数。整体来看支持利率保持高位的投票占比在走高，尽管本次会议仍认为2024年将降息3次（图2）。

图表2：2024年3月美联储议息会议点阵图和主要经济数据预测

年份	点阵图显示的2024年利率变动幅度的票数							联邦基金利率
	维持不变	降息1次	降息2次	降息3次	降息4次	降息5次	降息6次	
2023年12月	2	1	5	6	4	0	1	4.6%
2024年3月	2	2	5	9	1	0	0	4.6%

年份	经济预测							
	24年实际GDP增速	25年实际GDP增速	24年失业率	25年失业率	24年PCE增速	25年PCE增速	24年核心PCE增速	25年核心PCE增速
2023年12月	1.4%	1.8%	4.1%	4.1%	2.4%	2.1%	2.4%	2.2%
2024年3月	2.1%	2.0%	4.0%	4.1%	2.4%	2.2%	2.6%	2.2%

资料来源：美联储，中邮证券研究所

经济预期向好，物价预期走高。在本次议息会议给出的经济预测中，美联储调高了2024和2025年美国实际GDP增速，2024年实际GDP增速由1.4%调整至2.1%，2025年则由1.8%调整至2.0%；也同步调高了核心PCE增速的预测，2024

年核心 PCE 增速由 2.4% 调整至 2.6% (图 2)。这似乎是为其后续的降息操作留下了一个“暗门”，从另一端帮助其实现物价控制目标；另一方面也是告诉市场，后续物价水平有走高的风险。

声明变动不大，新闻发布会引导利率下行。从美联储会后发布的声明来看，整体与 1 月相比变化不大，劳动力市场强劲仍是合理判断。但在新闻发布会上，美联储主席鲍威尔却显著“放鸽”，结合物价预测一起看实则是削弱了通胀在其决策框架中的权重，简单来说即“物价高我也可以降息”。

前期抢跑后补涨。在本次会议前，可以看到美债收益率在美国 PPI 增速超预期的助推下持续走高，黄金连续走弱，铜价上涨后小幅调整，美股走弱，整体来看均计价了美债收益率走高、利率维持高位的预期。本次会议美联储态度超预期后以上几类资产均录得上涨。在定价“靴子落地”的趋势中进行反方向交易其赔率更加值得期待，日本加息前后日元的表现也是一个例子。

3 日本加息无碍套息交易

套息交易或无大碍。在日本央行加息后市场讨论最多是对全球套息交易的影响。日元长期作为套息交易的融资货币，在加息后原本空头或选择平仓，从而对全球资本市场产生冲击。我们提供了一个观察角度，即以套息交易为收入来源的 ETF 净值。进入 3 月后该基金净值并没有发生显著的变化，指示本次日元加息对全球资本市场冲击相对有限 (图 3)。

图表3：2023-24 年 3 月 Barclays Capital Intelligent Carry I 净值走势



资料来源：Financial Times，中邮证券研究所

4 风险提示

我国稳增长政策力度不及预期，基本面再次走弱；我国 PPI 同比增速低于预期；美国就业市场超预期走弱；大宗商品价格超预期走低；美国经济基本面弱化超预期。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号
邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼
邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼
邮编：518048