

## 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

张云杰 宏观研究助理

联系电话: +86 13682411569

邮箱: zhangyunjie@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

## 无论美联储立场如何，市场已在交易降息预期

2023年2月2日

- **2月议息会议，加息幅度如期放缓至25基点。**从会议声明和鲍威尔在新闻发布会的讲话来看，美联储肯定了通胀回落所取得的进展，但政策立场并无松动。鲍威尔明确将继续加息，强调政策收紧所产生的效果尚未完全显现，指出放慢加息速度有利于更好实现政策目标。
- **上半年，美国通胀读数持续下行的概率较高。**一是美联储重点关注的PCE指标出现进一步回落迹象，12月核心PCE同比创新低。二是粘性较强的通胀分项或即将进入下行通道，首先是住房租金项拐点或将至，其次是随着劳动力市场进一步软化，核心服务项也将趋于下降。下半年，美国通胀韧性或有所强化，原因在于下半年通胀同比指标的基数走低，通胀读数回落速度有可能放慢。
- **市场已在交易降息预期。**尽管美联储反复强调将维持高利率水平一段时间，并表态今年不会降息，但市场已经跑在了美联储前头。历史上看，美联储由加息转向降息的间隔通常在5-15个月。本次会议后，市场最新预期美联储将于3月会议再次加息25bp后停止，最早或于今年11月首次降息，间隔约8个月，较为适中。甚至不需要美联储真的年内降息，如果市场一直预期降息，那么对美股乃至全球市场都是利好
- **人民币汇率或存在进一步升值空间。**在年内降息和上半年通胀持续回落的交易逻辑之下，美债利率趋于下行，中美利差有望收窄，从而缓解美元兑人民币汇率的贬值压力。与此同时，中国经济走向复苏的迹象已现，随着修复动能不断强化，中美经济基本面或再度扭转，美元兑人民币汇率或存在进一步升值空间。对于中国央行而言，汇率压力缓解意味着政策空间打开，国内经济有望在政策支持下，进一步企稳回升。
- **风险因素：**国内政策推出不及预期，美欧经济衰退等。



## 目 录

|                              |   |
|------------------------------|---|
| 一、2月议息会议，加息幅度如期放缓至25基点 ..... | 3 |
| 二、上半年，美国通胀读数持续下行的概率较高 .....  | 4 |
| 三、市场已在交易降息预期 .....           | 7 |
| 四、人民币汇率或存在进一步升值空间 .....      | 7 |
| 风险因素 .....                   | 8 |

## 图 目 录

|                                                      |   |
|------------------------------------------------------|---|
| 图 1：北京时间2月1日晚，CME FedWatch 显示的2月加息25bp 概率超过99% ..... | 3 |
| 图 2：市场加息路径预期（截至2023年2月2日） .....                      | 4 |
| 图 3：2022年12月PCE指标进一步回落 .....                         | 4 |
| 图 4：历史上美国房价往往领先住房租金约16个月 .....                       | 5 |
| 图 5：核心服务项通胀率已出现回落迹象 .....                            | 5 |
| 图 6：需求降温是促进劳动力缺口弥合的关键 .....                          | 6 |
| 图 7：新增非农就业与工时指标进一步降温 .....                           | 6 |
| 图 8：2022年上半年通胀环比中枢明显高于下半年 .....                      | 7 |
| 图 9：美联储由加息转向降息的间隔通常在5-15个月 .....                     | 7 |
| 图 10：近期美元兑人民币汇率明显升值 .....                            | 8 |

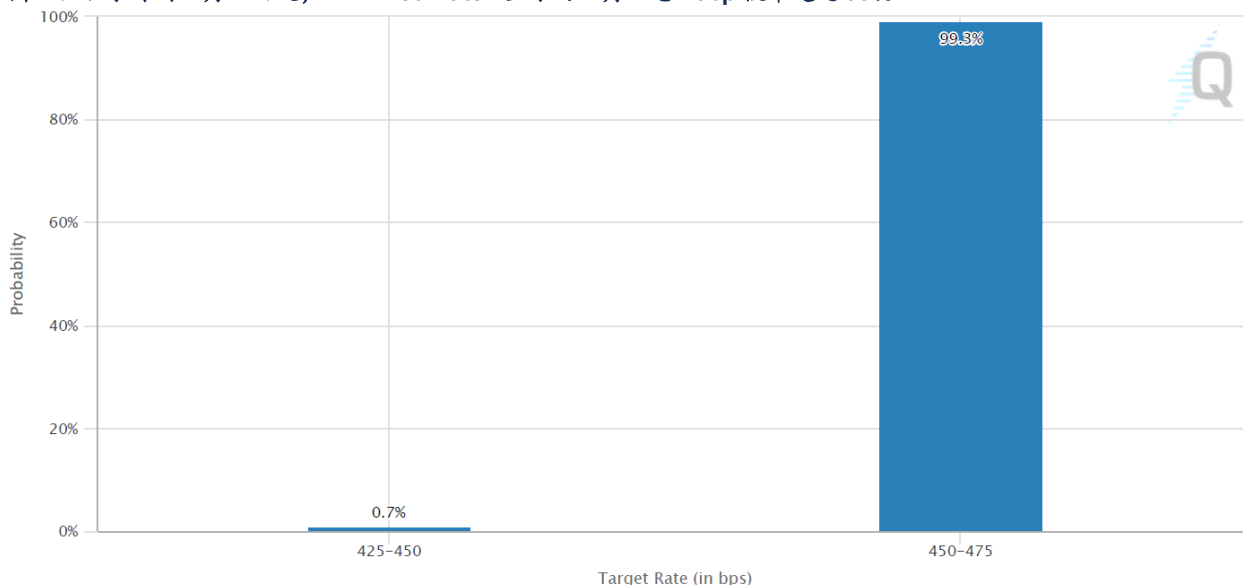
## 事件：

北京时间 2 月 2 日凌晨 3:00，美联储公布 2 月利率决议。凌晨 3:30，美联储主席鲍威尔召开新闻发布会。

## 一、2 月议息会议，加息幅度如期放缓至 25 基点

**2 月议息会议美联储如期加息 25bp。**自去年 11 月、12 月会议分别加息 75bp、50bp 以来，美联储加息步伐进一步放缓，幅度收窄至 25bp。随着美国 12 月通胀数据进一步回落，CPI 同比下降 0.6 个百分点至 6.5%、核心 CPI 同比下降 0.3 个百分点至 5.7%，2 月会议前市场基本一致预期加息幅度为 25bp。北京时间 2 月 1 日晚，美国 1 月 ADP 就业数据发布，新增就业人数仅为 10.6 万人，大幅低于预期，CME FedWatch 显示的加息 25bp 概率超过 99%。

图 1：北京时间 2 月 1 日晚，CME FedWatch 显示的 2 月加息 25bp 概率超过 99%



资料来源：CME，信达证券研发中心

从会议声明和鲍威尔在新闻发布会的讲话来看，美联储肯定了通胀回落所取得的进展，但政策立场并无松动。

一是会议声明中首次提到通胀已有所缓解 (inflation has eased)，但仍然处于高位 (remains elevated)。美联储依然在强调推动长期通胀率重返 2% 是首要目标 (overarching focus)，确认通胀持续下行还需要更加强有力 (substantially more evidence) 的证据。

二是鲍威尔明确将继续加息 (ongoing increases will be appropriate)，同时解释道，放慢加息速度有利于美联储评估政策紧缩对经济活动的影响，以更好地实现政策目标。

三是对于经济活动的评估，鲍威尔强调政策快速收紧所产生的效果尚未完全显现 (the full effects are yet to be felt)，包括通胀读数仍居高位，劳动力市场依然极度紧张 (extremely tight)。

基于会议所释放的信息，市场预计美联储将于 3 月会议再次加息 25bp，随后停止，最早或于今年 11 月首次降息。

图 2：市场加息路径预期（截至 2023 年 2 月 2 日）

| MEETING PROBABILITIES |         |         |         |         |         |         |         |         |
|-----------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| MEETING DATE          | 350-375 | 375-400 | 400-425 | 425-450 | 450-475 | 475-500 | 500-525 | 525-550 |
| 2023/3/22             | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 15.9%   | 84.1%   | 0.0%    | 0.0%    |
| 2023/5/3              | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 9.7%    | 57.7%   | 32.6%   | 0.0%    |
| 2023/6/14             | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 8.8%    | 53.2%   | 34.9%   | 3.0%    |
| 2023/7/26             | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 2.7%    | 22.6%   | 47.6%   | 25.0%   | 2.1%    |
| 2023/9/20             | 0.0%    | 0.0%    | 1.0%    | 10.1%   | 31.8%   | 39.2%   | 16.5%   | 1.3%    |
| 2023/11/1             | 0.0%    | 0.5%    | 5.1%    | 19.9%   | 35.2%   | 29.0%   | 9.7%    | 0.7%    |
| 2023/12/13            | 0.4%    | 4.8%    | 18.8%   | 34.1%   | 29.5%   | 11.0%   | 1.3%    | 0.1%    |

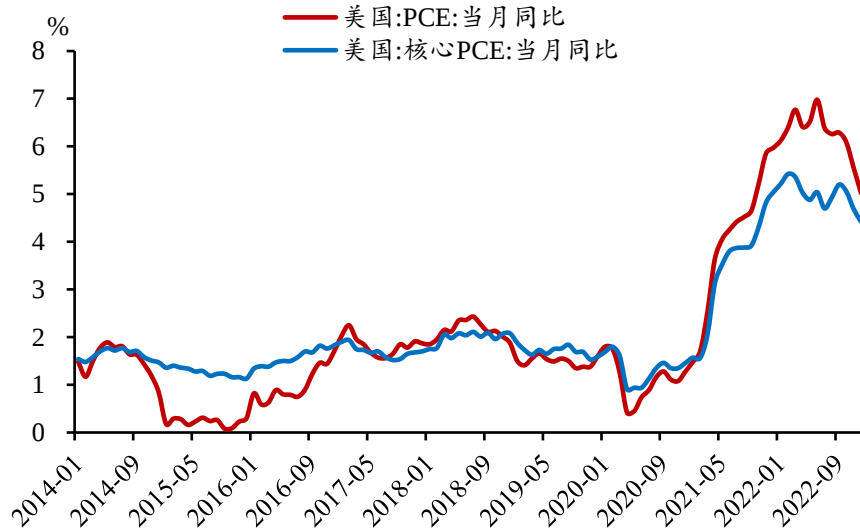
资料来源: CME, 信达证券研发中心

## 二、上半年，美国通胀读数持续下行的概率较高

上半年，美国通胀读数持续下行的概率较高。

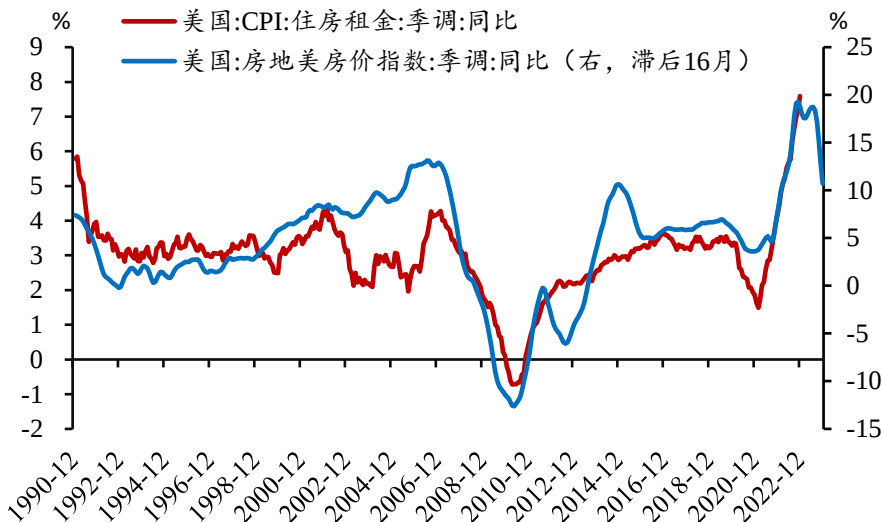
一是美联储重点关注的 PCE 指标出现进一步回落迹象。过去几个月，核心 PCE 一度在 5% 的位置连续横盘移动。但自 11 月以来，PCE 同比降幅明显有所扩大，12 月 PCE 当月同比较上月下降 0.52 个百分点至 5.02%，核心 PCE 同比较上月下降 0.26 个百分点至 4.42%，创下 2021 年 11 月以来新低。

图 3：2022 年 12 月 PCE 指标进一步回落



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

二是粘性较强的分项指标或即将进入下行通道。首先是住房租金项拐点或将至，一方面，历史经验显示美国房价往往领先住房租金约 16 个月。2021 年 7 月美国房地美房价增速见顶，按照房价与住房租金的领先规律，今年初住房租金增速或将见顶，随后有望转为下行。另一方面，随着美联储持续加息，美国住房抵押贷款利率抬升，房地产市场景气度持续回落。2022 年 12 月房地美房价增速录得 4.1%，较高点回落 15 个百分点以上。这意味新房租赁价格也在下降，随着租房市场租约到期、新合同签订，住房租金的通胀率有明确的下降趋势。

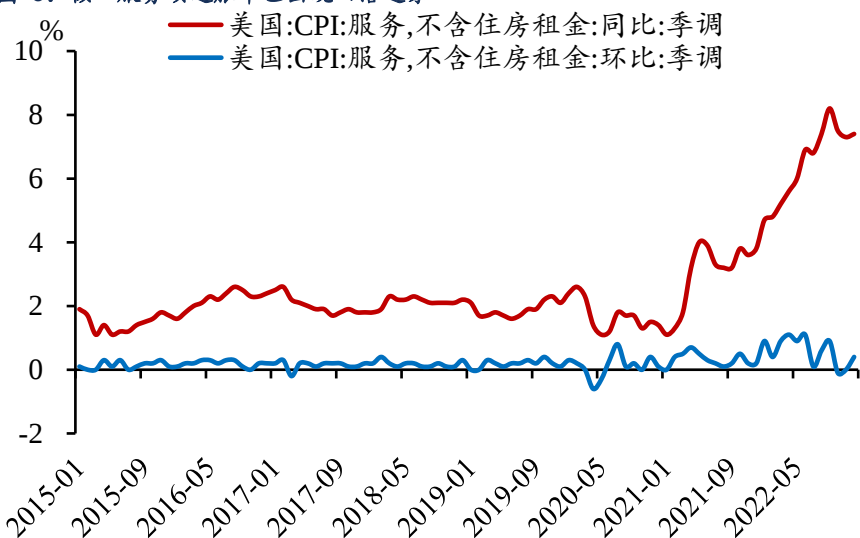
**图 4：历史上美国房价往往领先住房租金约 16 个月**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

其次是随着劳动力市场进一步软化，核心服务项也将趋于下降。核心服务项即不含住房服务在内的服务项，其中包括医疗保健、教育、运输服务等细项，权重约 28%，略低于住房租金项（权重约 32%）。截至 2022 年 12 月，核心服务项同比增速录得 7.4%，较 9 月增速高点下降 0.8 个百分点，已初步呈现降温趋势。这一分项受劳动力市场和工资涨幅的影响最为直接，参考图 6，当前用工需求仍高于劳动力供给，劳动力供需仍然存在缺口。但从最新指标上看，劳动力市场的紧张格局已出现一定松动：

- 1) 12 月新增非农就业人数仅 22.3 万人，创下 2019 年 12 月以来新低。大幅不及预期的美国 1 月 ADP 就业数据，似乎在预示着 1 月新增非农就业人数或进一步回落。
- 2) 12 月平均周工时进一步回落至 34.3 小时，创下 2020 年 4 月以来新低。
- 3) 12 月非农时薪同比增速录得 4.59%，较上月下降 0.21 个百分点，工资涨幅持续降温。

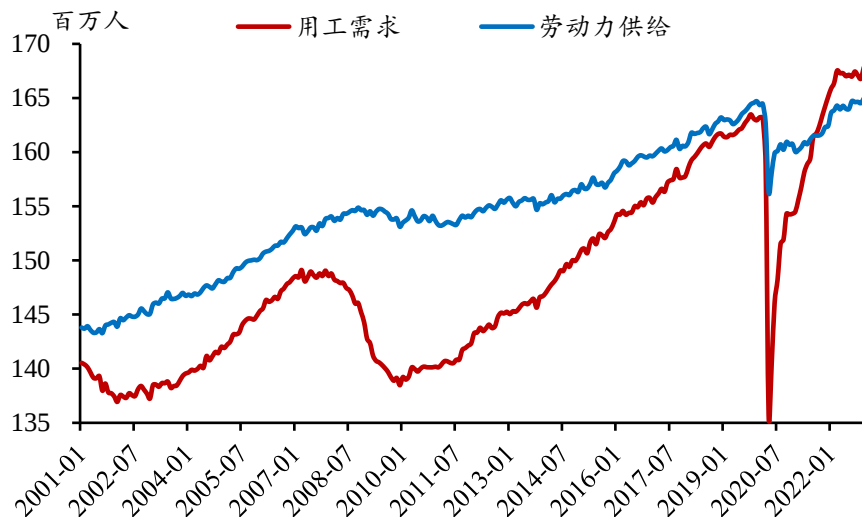
随着美国经济活动放缓、企业用工需求弱化，我们预计劳动力市场有望继续降温，带动工资增速下调，从而减轻核心服务项通胀压力。

**图 5：核心服务项通胀率已出现回落迹象**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心



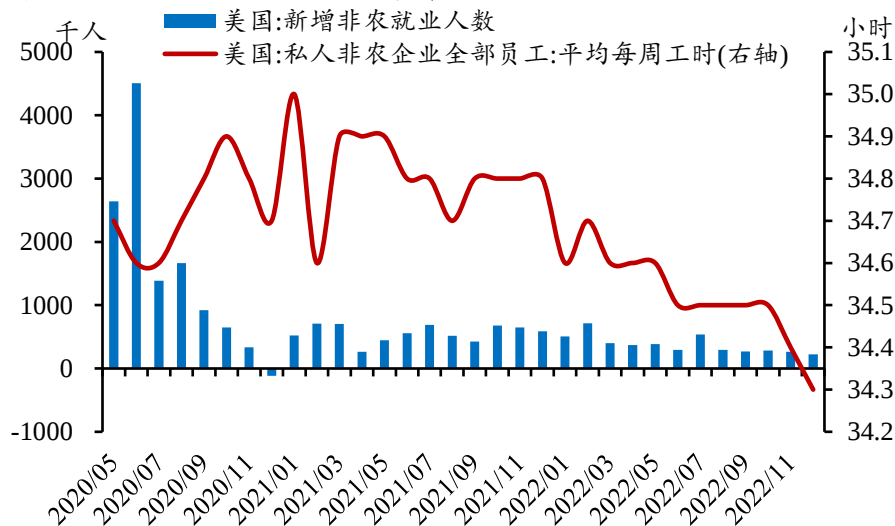
图 6：需求降温是促进劳动力缺口弥合的关键



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

注: 用工需求=职位空缺数+就业人数; 劳动力供给用劳动力人口来衡量

图 7：新增非农就业与工时指标进一步降温



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

下半年，美国通胀韧性或有所强化。一个重要原因，是下半年通胀同比指标的基数将再度走低。参考图 8，去年

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_51820](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_51820)

