

撰写日期：2023 年 2 月 23 日

证券研究报告--宏观策略专题报告

美联储加息是否存在“二次修正”的可能？

宏观策略专题报告

分析师：蔡梦苑

执业证书编号：S0890521120001

电话：021-20321004

邮箱：caimengyuan@cnhbstock.com

研究助理：郝一凡

邮箱：haoyifan@cnhbstock.com

销售服务电话：

021-20515355

相关研究报告

◎ 投资要点：

◆ 美联储“边走边看”、动态调整式的“短预期”与市场试图习惯性找出静态的“长预期”的矛盾导致不断出现“加息预期差”。强劲就业市场表现以及通胀的粘性使得此前市场乐观的偏鸽长预期进行了今年的“第一次修正”，建议未来在投资中做短预期调整。

◆ 想要掌握美联储加息节奏，不仅要判断通胀下行的速率，更要找出美联储结束加息、开启降息依赖什么样的经济数据“信号”？通过分析对比历史经验，结合当前美联储表态来看，本轮加息周期中，政策利率需要压制通胀增速达到“限制性水平”——即实际利率转正，才会停止加息。核心通胀需要降至 3%，才可能启动新一轮降息。

◆ “通胀-薪资”缺口消除，通胀下行阻力加大。关注“第二次修正”的风险。普通员工薪资增速保持较高水平的同时核心通胀已下行，前期由于“通胀大于薪资增速”而压制的消费服务需求可能释放，与此同时，工作时间的增加和员工周薪增速反弹共同带动总薪资回落速度减缓，需求释放概率提升，并造成后续通胀回落速度明显慢于美联储预期的可能。一旦此场景出现，美联储在下半年再度动态调整并提高利率终点和持续时长的可能性将增加，带来市场对今年加息预期的“第二次修正”。

◆ 对大类资产的影响：

“第一次修正”后，紧缩预期反弹，非美资产乐观预期将向下小幅修正。

若出现“第二次修正”，今年加息路径或从“平缓”转向“陡峭”，资产价格预期将进一步下修。更高的利率上限则会令非美资产价格预期进一步下修，且降息预期及估值压力逆转的拐点也可能延后；从长期看，也意味着未来美国经济下滑斜率更“陡峭”，市场波动风险加剧。

◆ 风险提示：美国通胀持续性超预期、美联储货币紧缩超预期

内容目录

1. 美联储“短预期”和市场“长预期”矛盾导致预期差	3
1.1. 美联储“边走边看”式的“短预期”与市场“长预期”的矛盾	3
1.2. 抗通胀依旧是美联储核心任务	4
1.3. 目前市场已进行加息预期的“第一次修正”	4
2. 美国通胀下行方向不变，核心通胀回落速度将慢于整体通胀	5
3. 通胀“碰上”高薪资增速，下行阻力加大	8
3.1. 劳动力供给缺口仍存，就业韧性较强	8
3.2. “通胀-薪资”缺口消除，通胀下行的阻力上升	11
4. 美联储加息预期是否会有“二次修正”？	13
4.1. 美联储结束加息、开启降息的“信号”在哪？	13
4.1.1. 政策利率压制核心通胀是加息停止的“底线”，即达到“限制性水平”	14
4.1.2. 通胀降至 3%，可能才是降息的起点	15
4.1.3. 不更“鹰”是为了寻找抗通胀和稳经济的“平衡点”	15
4.2. 关注“第二次修正”的风险	16
5. 对资产价格的影响	17
5.1. “第一次修正”的影响，预期的小幅下修	17
5.2. “第二次修正”导致更陡峭的经济、利率变化	18

图表目录

图 1: 12 月 FOMC 会议显示所有官员认为通胀不确定性较大，且普遍认为有上行风险	3
图 2: 12 月 FOMC 会议前瞻指引	4
图 3: 2 月 1 日市场利率峰值预期	4
图 4: 市场对美联储利率路径“预期差”的第一次修正	5
图 5: 黄金价格明显回落	5
图 6: 美债收益率再度上行	5
图 7: 1 月通胀下行速度放缓	6
图 8: 能源和住所分项上行	7
图 9: 核心服务尚未现下行拐点	7
图 10: 1 月通胀整体情况	8
图 11: 1 月新增非农就业和失业率均超预期	9
图 12: 新增私人非农就业分项数据	10
图 13: 劳动力市场尚未修复至疫情前期	10
图 14: 1 月非农员工平均工时明显上行	11
图 15: 1 月非农员工平均周薪上行	11
图 16: 非管理员工薪资增速较快	12
图 17: 低收入群体工资增速更快（12 个月移动平均）	12
图 18: 薪资维持较高增速或将加剧通胀的韧性	12
图 19: 居民贷款违约率处在历史低位	13
图 20: 60 年代后历次加息周期的实际利率与通胀关系	14
图 21: 核心通胀及联邦基金利率	15
图 22: 美联储 12 月 FOMC 会议上对经济、通胀的预测	15
图 23: 加息周期对经济的影响	16
图 24: 市场对美联储利率路径“预期差”的修正	17

2022年年底以来，市场对美联储加息放缓一直持乐观预期，导致和美联储的指引之间出现了明显的预期差。随着2月份美国公布了1月明显好于市场预期的非农就业、CPI数据之后，今年市场对加息预期出现了“第一次修正”。

去年以来，市场和美联储之间频繁出现加息的预期差，美国经济和通胀韧性不断超预期也导致市场预期不断修正。关于美国通胀和美联储加息预期，市场“屡屡犯错”的原因在哪？从当前的薪资、通胀结构看，未来通胀下行是否还会慢于市场预期？什么样的数据出现才是美联储停止加息以及开启降息的“信号”？美联储加息是否还有“二次修正”的风险？“预期差”修正对各类资产会带来什么影响？

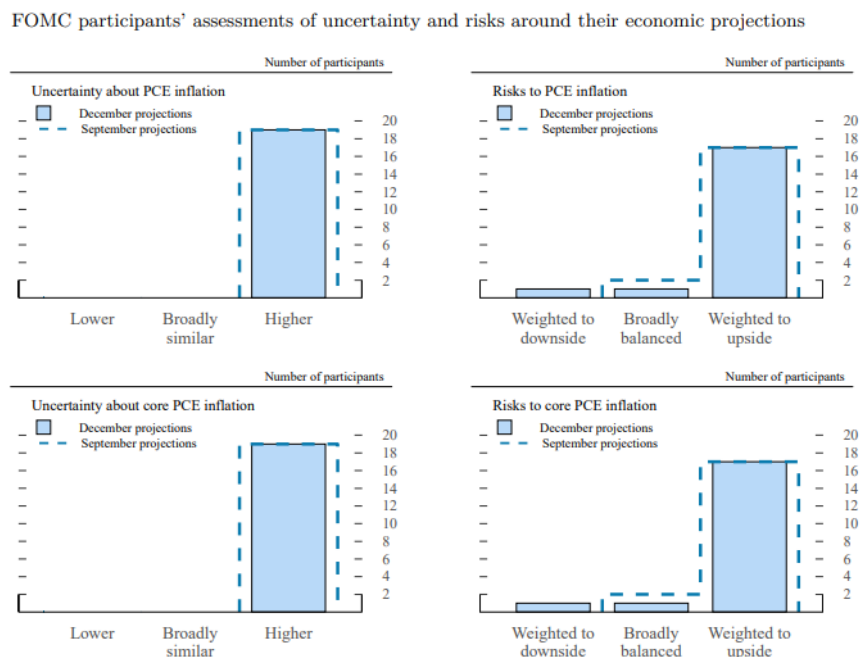
本文将就上述问题进行深入分析和探讨。

1. 美联储“短预期”和市场“长预期”矛盾导致预期差

1.1. 美联储“边走边看”式的“短预期”与市场“长预期”的矛盾

去年以来市场和美联储频繁出现预期差的核心矛盾就在于，美联储本轮抗通胀中，货币政策的调整是根据数据动态变化的，在控通胀进程中，**美联储认为数据预测的不确定性较高，需要根据实际数据的变化做短期的动态调整，因此更倾向于做“边走边看”、动态调整的“短预期”**。去年三季度以来，根据美联储议息会议纪要显示，所有美联储官员均认为通胀预测的不确定性较高，且绝大多数官员认为通胀上行风险更大。此外，美联储官员不止一次的强调货币政策的变化取决于更多数据表现。

图1：12月FOMC会议显示所有官员认为通胀不确定性较大，且普遍认为有上行风险



资料来源：FED，华宝证券研究创新部

但市场总是试图根据美联储的表态“预判你的预判”，从而找出静态的“长预期”并对此计价，而且带有偏乐观的倾向性，因而市场和美联储频繁产生预期差。而且当短期数据出现

连续的超预期变化导致预期偏离较多时，市场才被动调整，由于前期市场的充分定价被纠正，往往会加剧市场短期的波动风险。

1.2. 抗通胀依旧是美联储核心任务

从 2 月 FOMC 会议中，我们总结出三条主要线索：

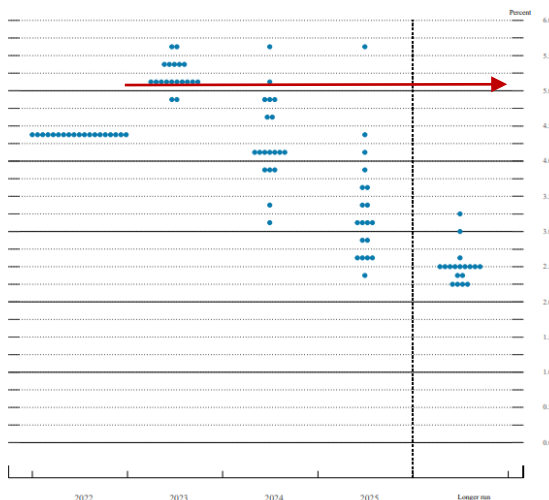
1、持续加息,后续重心转向终点利率的高度。对于未来的加息路径，联储最新的声明中将上次会议的“确定未来目标区间的增长速度（pace）”改为“确定未来目标区间的增长程度（extent）”。鉴于通胀仍处于高位，鲍威尔表示仍需要几次加息（a couple of more rate hikes）至限制性利率水平，同时表示仍然没到暂停加息的时点（obviously did not see a time to pause），而对于加息的终点，鲍威尔表示需等待价格的稳定下行（price move down steadily but not quickly）和劳动力市场的降温。

2、首提通胀放缓，后续通胀水平、薪资增速是决定美联储行动的关键指标。美联储声明中新增表述“通胀有所缓解，但仍居于高位”。鲍威尔会后表示在商品价格的拉动下，通胀有所缓解，但住房与非住房服务价格仍有待进一步下行。基于历史经验，美联储对于政策过早放松引发的通胀预期锚定保持高度警惕。

3、2023 年不会降息。鲍威尔在发布会上表示，由于缓和的全球环境、仍然非常强劲的劳动力市场以及政府的支持，经济软着陆仍有可能（certainly possible），预计经济以低水平增长（positive growth will continue in a subdued level）。鲍威尔表示如果经济如 SEP 预测实现软着陆，则 2023 年不会降息，若通胀超预期更快下降，则货币政策可能会有所反映。

去年 12 月议息会议后到今年 2 月初，市场与美联储一直存在明显的预期差，尽管美联储官员一直在释放偏鹰的信息试图纠正，但市场“不相信”。美联储 12 月议息会议的前瞻指引显示，多数官员认为 2023 年利率水平会升至 5.00-5.25%，还有很多官员认为应加息至 5.25% 以上，而且美联储主席鲍威尔认为不会降息。但市场预期却非常乐观，不仅认为一季度会停止加息，利率最高加到 4.75-5.00%，还预期四季度会降息 2 次。即使在 2 月初议息会议前后，美联储和市场之前的预期差仍然未被修正。

图 2：12 月 FOMC 会议前瞻指引



资料来源：FED，华宝证券研究创新部

图 3：2 月 1 日市场利率峰值预期

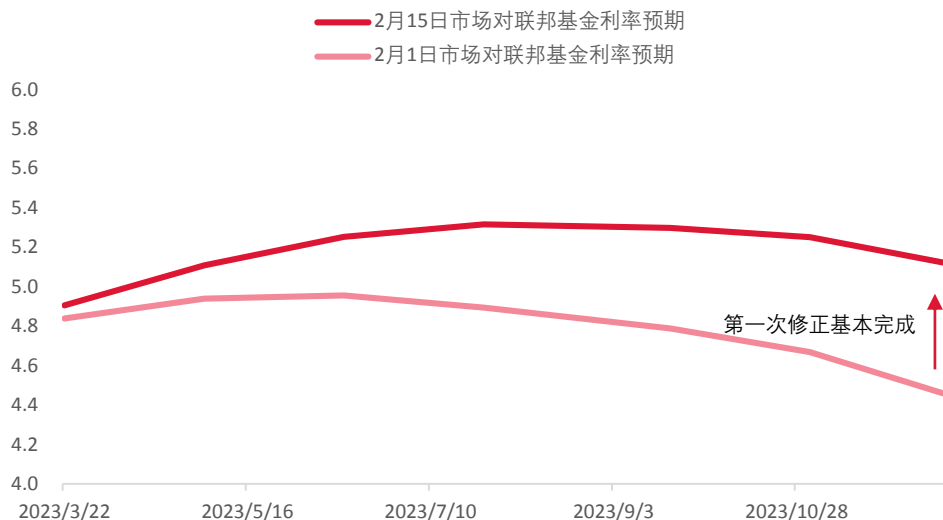
MEETING PROBABILITIES								
MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2023/3/22	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	14.4%	85.6%	0.0%	0.0%
2023/5/3	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	8.6%	56.9%	34.5%	0.0%
2023/6/14	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	8.0%	53.8%	36.0%	2.2%
2023/7/26	0.0%	0.0%	0.0%	2.0%	19.4%	49.4%	27.6%	1.7%
2023/9/20	0.0%	0.0%	0.8%	9.3%	32.0%	40.2%	16.7%	1.0%
2023/11/1	0.0%	0.4%	4.9%	20.2%	35.9%	28.9%	9.1%	0.5%
2023/12/13	0.4%	4.4%	18.3%	34.0%	29.8%	11.5%	1.6%	0.1%

资料来源：CME，华宝证券研究创新部

1.3. 目前市场已进行加息预期的“第一次修正”

在强劲的非农就业和 CPI 数据公布后，市场预期向美联储预期靠拢，进行预期差的“第一次修正”。

图 4：市场对美联储利率路径“预期差”的第一次修正



资料来源：CME，华宝证券研究创新部

我们在年度展望《春风吹又生——2023 年宏观策略展望》以及 2 月资产配置展望《主线缺位，波动上升——2023 年 2 月宏观策略月报》中就连续提及市场可能出现预期差修正风险，大致是市场预期向美联储预期修正。

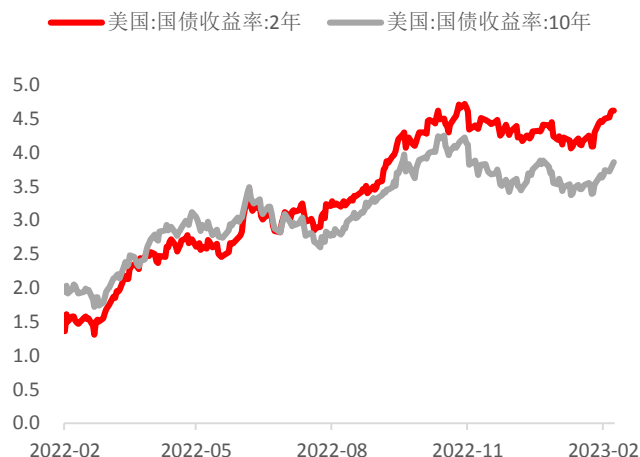
目前市场已基本完成了加息预期“第一次修正”——市场预期向美联储预期修正。无论是对美联储政策利率的预期还是美债、美元、黄金等资产价格在 2 月非农数据以来的表现，都在计价更高的加息终点，市场对年终的利率预期也与美联储此前预期相吻合。

图 5：黄金价格明显回落



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 6：美债收益率再度上行



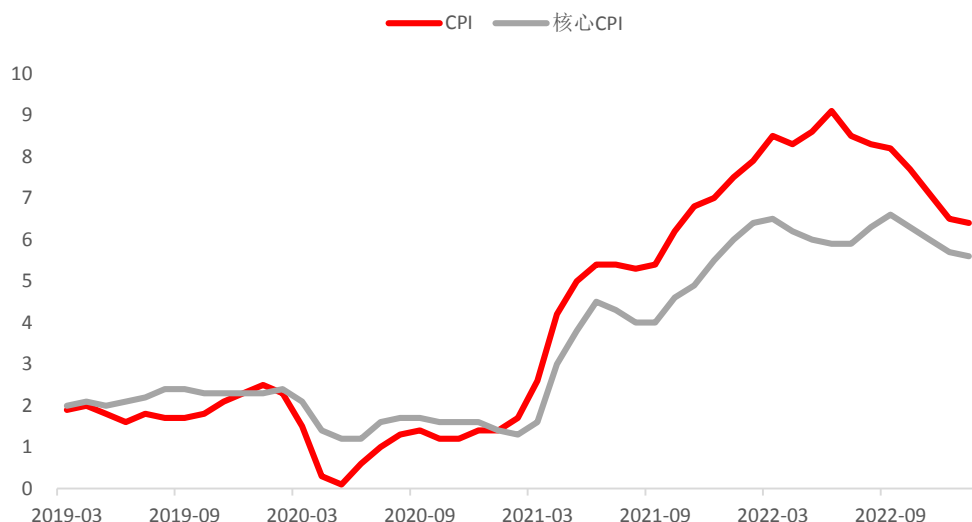
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

由于美联储货币政策节奏会根据数据变化做动态调整，当前市场也进行了预期修正。接下来需要考虑的就是，最新的数据变化又显示出哪些特征变化，是否会再度增加美联储未来调整加息节奏的压力？

2. 美国通胀下行方向不变，核心通胀回落速度将慢于整体通胀

1月美国CPI环比走高、导致同比回落速度低于市场预期。整体表现：美国1月末季调CPI同比6.4%（预期6.2%，前值6.5%），连续第7个月回落；核心CPI同比5.6%（预期5.5%，前值5.7%），连续第4个月回落。季调后的CPI环比0.5%（前值初值-0.1%，修正后0.1%，市场预期0.5%）；核心CPI环比0.4%（前值初值0.3%，修正后0.4%，市场预期0.4%）。

图7：1月通胀下行速度放缓

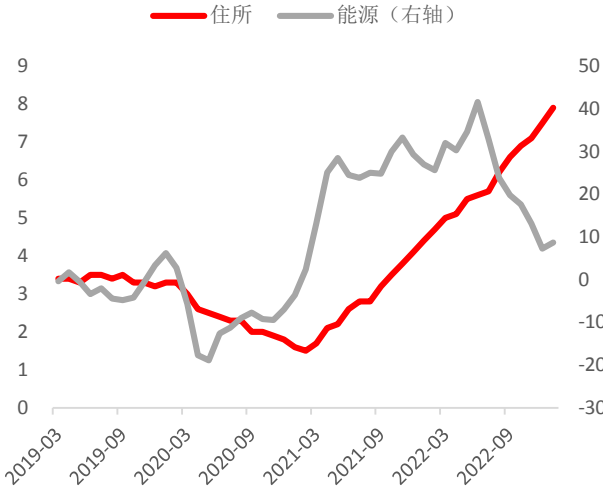


资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

分项来看，美国1月CPI增速高于预期，主要受能源和住所项拉动。能源价格走高是主要贡献，能源分项1月环比增2%（上月环比跌3.1%），作为前几个月通胀下行主要贡献之一的油价在2023年1月回升（汽油环比上涨2.4%，前值-7.0%），支撑整体通胀的超预期。住所分项同比上涨7.9%（前值7.5%），延续上涨趋势，房租价格韧性仍存，依旧是通胀的最大贡献项。环比来看，分项涨幅大于整体CPI的包括：燃气服务6.7%、汽油2.4%、医疗商品1.1%、交通运输0.9%、服饰0.8%、住所0.7%、外出就餐0.6%。

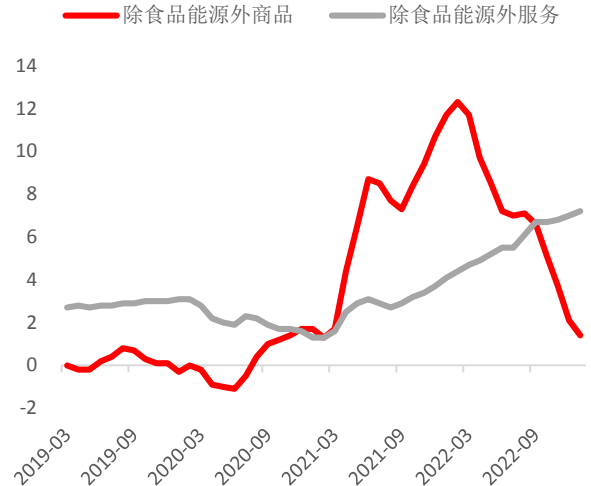
除能源外，商品通胀整体延续回落趋势，其中核心商品分项同比已降至1.4%的较低水平。而食物分项和核心服务增速依旧高于名义CPI增速。

图 8：能源和住所分项上行



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 9：核心服务尚未现下行拐点



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

CPI 权重的调整或将短期放缓 CPI 下行斜率。今年 2 月 14 日美国劳工局（BLS）将对 CPI 数据做出两项调整：一是将基于 2021 年的消费数据更新 2023 年的 CPI 分项权重；二是将调整计算新车销售指数的滤波模型。此次权重调整将增加住房租金在 CPI 中的比重约 1.74%，当前租金 CPI 增速仍处于高位筑顶阶段，该项权重的上调对 1 月通胀造成上行压力。虽然从整体上来看，CPI 权重调整对 CPI 的影响相对较小，不影响下行趋势，但或在一定程度影响 CPI 的下行斜率。

总体来看，1 月 CPI 主因环比抬升使得同比回落速度不及预期，再加上结构上以能源价格抬升为主，房租和服务型价格抬升不高。因此 1 月 CPI 降幅虽放缓，但这次数据也不至于彻底改变整体通胀回落的大方向。

图 10：1 月通胀整体情况

美国CPI分项	权重 (%)	同比 (%)			环比 (%)		
		2023年1月	2022年12月	2022年11月	2023年1月	2022年12月	2022年11月
CPI	100.0	6.4	6.5	7.1	0.5	0.1	0.2
食物	13.5	10.1	10.4	10.6	0.5	0.4	0.6
家庭食物	8.7	11.3	11.8	12.0	0.4	0.5	0.6
谷物和烘焙产品	1.2	15.6	16.1	16.4	1.3	0.1	0.9
肉, 禽, 鱼和蛋	1.8	8.1	7.7	6.8	0.7	0.8	0.0
乳制品及相关产品	0.8	14.0	15.3	16.4	0.0	0.2	1.1
水果和蔬菜	1.5	7.2	8.4	9.7	-0.5	-0.1	1.1
非酒精饮料和饮料材料	1.0	13.1	12.6	13.2	0.4	0.5	0.8
其他食物	2.3	13.2	13.9	13.9	0.7	0.7	0.2
非家庭食物	4.8	8.2	8.3	8.5	0.6	0.4	0.5
能源	6.9	8.7	7.3	13.1	2.0	-3.1	-1.4
能源商品	3.5	2.8	0.4	12.2	1.9	-7.2	-2.1
燃油	0.2	27.7	41.5	65.7	-1.2	-16.6	1.7
车用燃油	3.3	1.9	-0.9	10.8	2.3	-6.9	-2.2
汽油	3.2	1.5	-1.5	10.1	2.4	-7.0	-2.3
能源服务	3.4	15.6	15.6	14.2	2.1	1.9	-0.6
电力	2.5	11.9	14.3	13.7	0.5	1.3	0.5
公用燃气服务	0.9	26.7	19.3	15.5	6.7	3.5	-3.4
核心CPI	79.5	5.6	5.7	6.0	0.4	0.4	0.3
除食品能源外商品	21.4	1.4	2.1	3.7	0.1	-0.1	-0.2
服饰	2.5	3.1	2.9	3.6	0.8	0.2	0.1
新车	4.3	5.8	5.9	7.2	0.2	0.6	0.5
二手车和卡车	2.7	-11.6	-8.8	-3.3	-1.9	-2.0	-2.0
医疗商品	1.5	3.4	3.2	3.1	1.1	0.1	0.2
酒精饮料	0.8	5.8	5.8	5.5	0.4	0.7	0.6
烟草和吸烟用品	0.5	6.3	5.5	6.3	0.7	-0.1	0.7
除食品能源外服务	58.2	7.2	7.0	6.8	0.5	0.6	0.5
住所	34.4	7.9	7.5	7.1	0.7	0.8	0.6
主要住所租金	7.5	8.6	8.3	7.9	0.7	0.8	0.8
业主的等量房租	25.4	7.8	7.5	7.1	0.7	0.8	0.7
医疗服务	6.7	3.0	4.1	4.4	-0.7	0.3	-0.5
医师服务	1.9	2.7	3.0	3.1	-0.1	0.1	0.1
医院服务	1.9	3.6	4.4	2.9	0.5	1.3	0.0
运输服务	5.8	14.6	14.6	14.2	0.9	0.6	0.3
机动车保养与维修	1.1	14.2	13.0	11.7	1.3	1.0	1.3
机动车保险	2.5	14.7	14.2	13.4	1.4	0.7	1.0
机票价格	0.6	25.6	28.5	36.0	-2.1	-2.1	-1.6

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

根据 BLS 最新公布的 CPI 权重拆分来看，主要由食物（13.5%）、能源（6.9%）和核心 CPI（79.5%）三大项共同构成，其中核心 CPI 是由核心商品（21.4%）以及核心服务（58.2%）构成，住所分项（34.4%）是占比最大的单一项。

我们预计，通胀回落的大方向不变，主要原因：（1）在全球供应链恢复和企业主动去库存以及基数效应的大背景下，商品价格预计后续仍将继续维持低位；（2）考虑到房地产市场下行周期和房价疲软，CPI 中最大权重项房租回落或也只是时间问题，后续房租或将成为通胀回落的主要拉动力量之一。

但核心通胀回落速度或将慢于整体通胀，主要原因：（1）房租价格当前或基本接近触顶，但尚未转向下行趋势。（2）与工资就业等相关的服务类通胀以及食品分项回落的速度明显更

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_52545

