

美联储何时降息和通胀风险

——海外宏观周专题

作者

分析师：杨灵修
 执业证书编号：S0590523010002
 邮箱：yanglx@glsc.com.cn

联系人：王博群

邮箱：wangboq@glsc.com.cn

► 三大股指本周继续上涨，下个问题是何时降息

三大股指本周继续上涨，最近的5周美股都上行，其中道琼斯指数本周上涨2.42%，标普500上涨0.77%，纳斯达克上涨0.38%。在从2000年以来的周回报历史数据中，本周的回报道琼斯指数位于89%分位数上，标普500位于61%分位数上，纳斯达克位于51%分位数上。我们认为当下时点是一个美联储加息终点到衰退前的时间窗口，这样一个时段对于风险资产或较为有利，我们对近期美国股市的走势持乐观的态度。

► 美联储或难像2015年那样预防性降息

离本周期最近的2015年的加息周期里，美联储进行了预防性降息，降息的时间点较早。美联储或较难像2019年那样在失业率较低的时候就降息。最大的不同在于通胀的环境，2019年的时候核心PCE通胀还不到2%，降息并没有通胀压力，但是目前核心PCE通胀仍然有3.46%。

► 1972年周期过早降息是深刻的历史教训

降息过早的最大教训来自于1972年的周期，虽然美联储也曾将利率从1972年不到4%提升到了1974年超过12%，但是很快就降息并在1976年降到了5%以下。通胀在1976年一度降到了6%以下，但是在1980年再次上升到接近10%。美国经济在那个时代经历较长时间的滞涨。

► PCE通胀数据符合预期和但仍需关注住房相关的通胀风险

上周公布的PCE通胀数据符合市场预期，10月核心PCE物价指数同比增速从9月的3.7%回落至3.5%。职业预测者(Survey of Professional Forecasters)在4季度预测的2023年底的核心PCE通胀是3.5%，而美联储在9月经济预期概要(SEP)预测的2023年底的核心PCE通胀是3.7%。微调平均PCE通货膨胀率10月回落到3.64%，较9月下降0.2pct。目前不论是房价同比还是房租同比都明显低于当下的住房通胀，未来或可以拉动住房通胀继续下行。但是同时房价和房租似乎都有在高利率下企稳的态势，如果美联储过早降息，住房市场或成为通胀再次上行的风险因素。

风险提示：美联储鹰派超预期，通货膨胀超预期，经济冷却速度超预期。

相关报告

- 1、《10年期国债在加息周期后半段会如何走：——海外宏观周专题》2023.11.26
- 2、《通胀数据后美股强势反弹：理由和展望：——海外宏观周专题》2023.11.20

1. 三大股指本周继续上涨，下个问题是何时降息

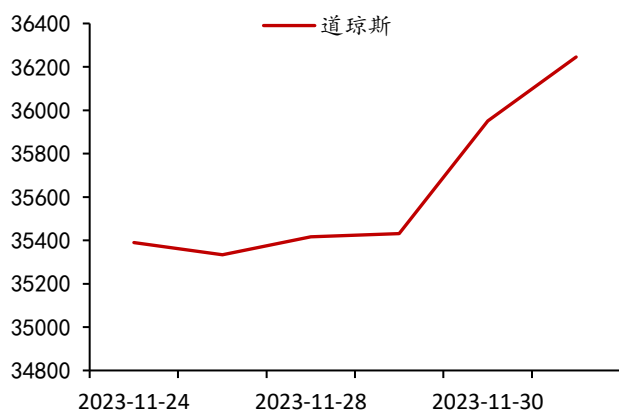
1.1 股市上行的动能延续

1.1.1 本周美股继续上行

三大股指本周继续上涨，最近的5周美股都上行，其中道琼斯指数本周上涨2.42%，标普500上涨0.77%，纳斯达克上涨0.38%。在从2000年以来的周回报历史数据中，本周的回报道琼斯指数位于89%分位数上，标普500位于61%分位数上，纳斯达克位于51%分位数上。11月整月三大指数因此也是强势反弹，道琼斯指数11月总共上涨8.77%，标普500上涨8.92%，纳斯达克上涨10.7%。

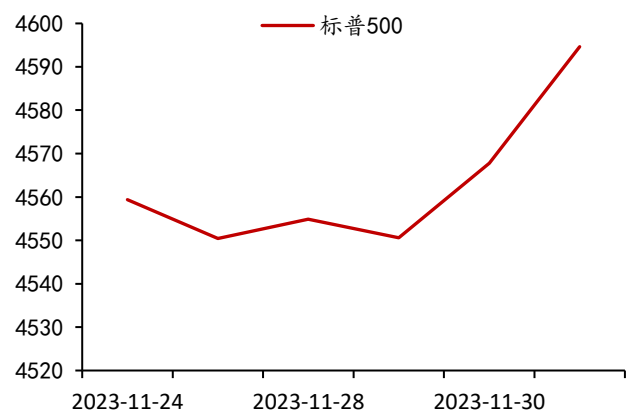
我们认为当下时点是一个美联储加息或到终点，而经济减速仅仅看到一些迹象，离衰退还有距离的时间窗口，这样一个时段对于风险资产或较为有利，我们对短期美国股市的走势持乐观的态度。

图表1：道琼斯指数



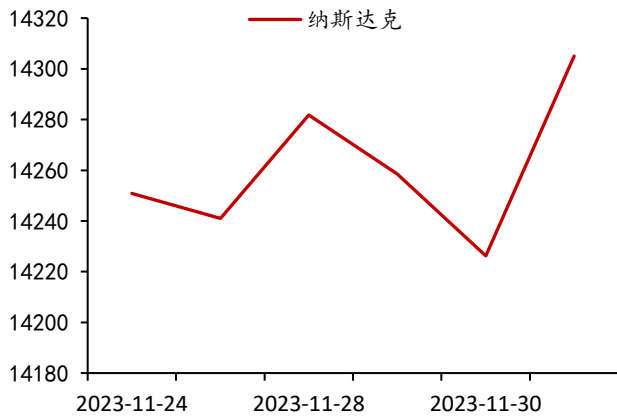
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表2：标普500指数



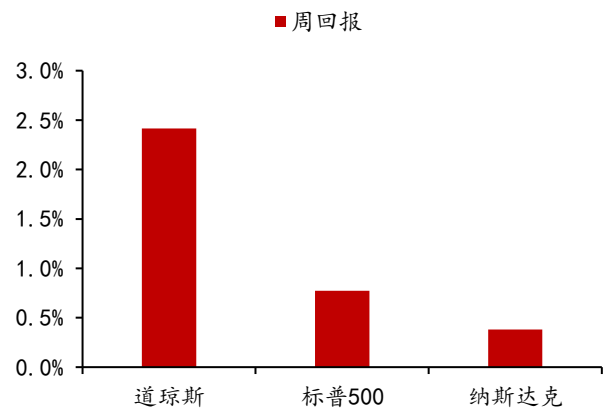
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表3: 纳斯达克综合指数



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表4: 三大股指周回报

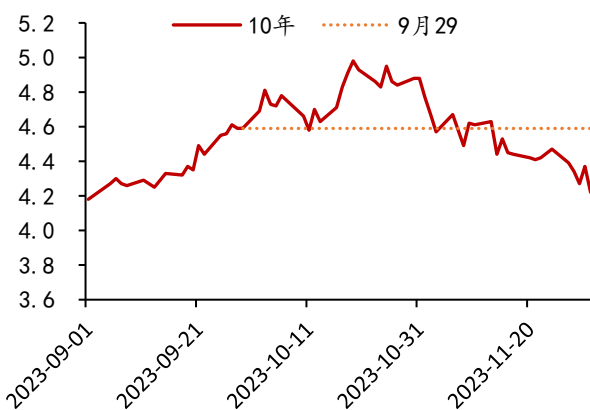


资料来源: Wind, 国联证券研究所

1.1.2 国债利率本周再次下行

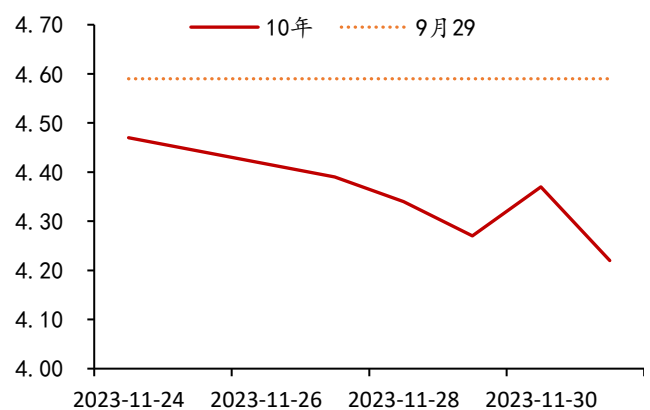
10年期美国国债利率本周较上周总共下行25个基点,到4.2%。如果从9月底观察,10年期国债在10月中达到高点,到11月初基本上回到了9月底的位置,现在仍然低于9月底的水平。我们认为在美联储或不会加息的条件下,10年期国债10月份的高点可能就是本轮周期的高点。10年期国债作为风险资产定价之锚的见顶回落,对于股价的分母端是个利好。

图表5: 9月以来10年前国债利率(%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表6: 近一周10年前国债利率(%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

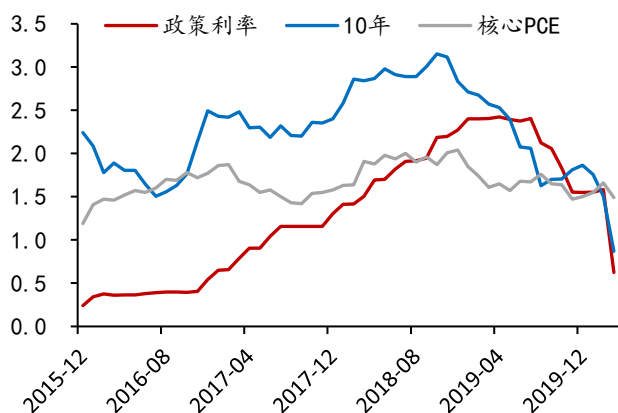
1.2 美联储可以像2015年那样预防性降息吗?

1.2.1 2015 年加息和 2019 年预防性降息

美联储本轮周期加息的顶点或已经到达，在当下这样的时间点，下一个关键问题就是美联储何时降息。同时，从最近的几个周期来看，国债利率或已见顶，10 年期和 2 年期国债的周期高点基本上都在政策利率达到最高点之前一段时间到达，领先政策利率见顶几个月时间，国债市场利率比较好地预期到的政策利率的见顶。

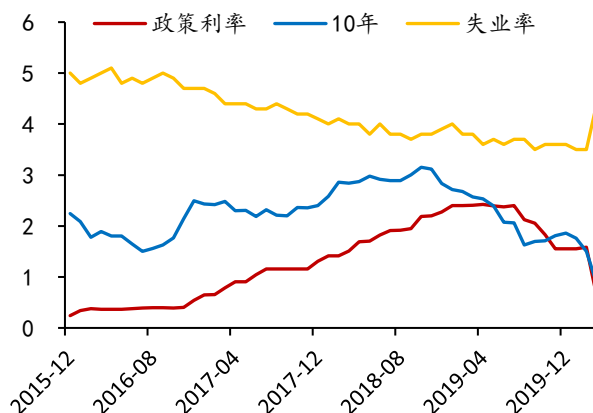
离本周期最近的 2015 年的加息周期里，美联储进行了可谓预防性降息，降息的时间点较早。美联储到 2019 年 8 月开始降息，开始降息的时候失业率为 3.7%，核心 PCE 通胀为 1.76%。目前的失业率已经超过了 2019 年降息开始时的失业率，但是美联储或较难像 2019 年那样在失业率较低的时候就降息。最大的不同在于通胀的环境，2019 年的时候核心 PCE 通胀还不到 2%，降息并没有通胀压力，但是目前核心 PCE 通胀仍然有 3.46%。

图表7：政策利率，10 年期国债和通胀(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

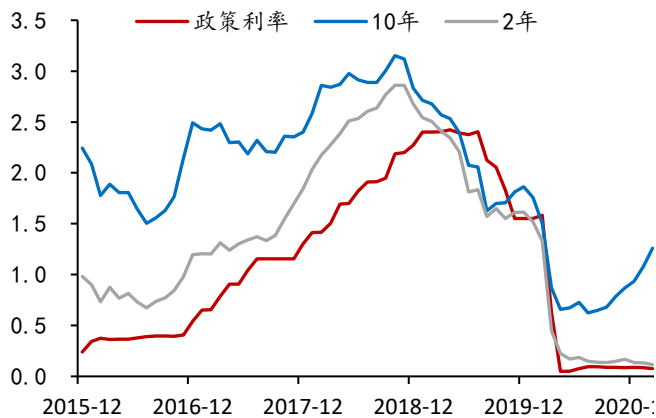
图表8：政策利率，10 年期国债和失业率(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

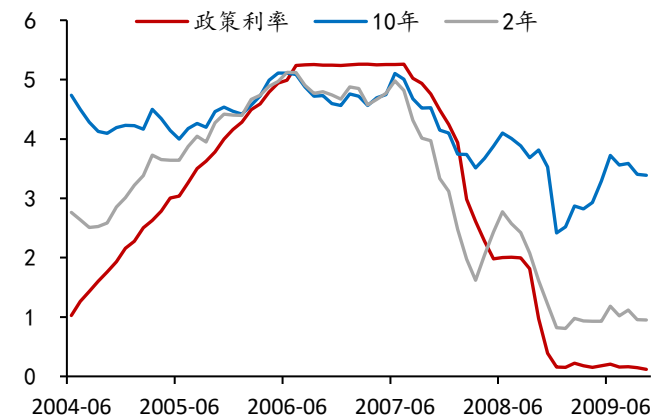
1.2.1 1972 年周期过早降息的教训

图表9：2015 周期政策利率和国债利率(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

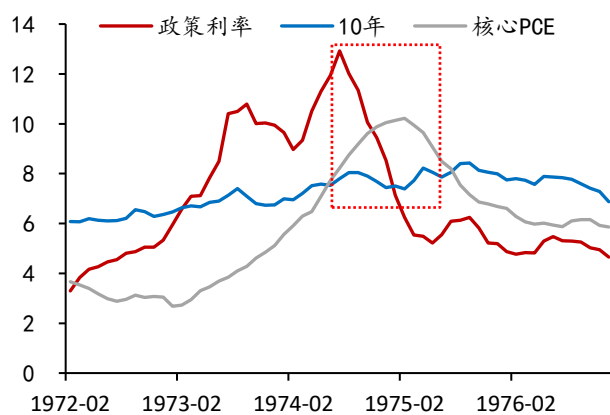
图表10：2004 周期政策利率和国债利率(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

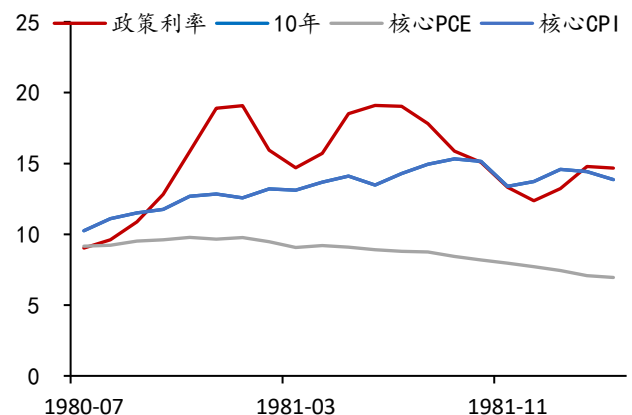
降息过早的最大教训来自于 1972 年的周期，虽然美联储也曾将利率从 1972 年不到 4%提升到了 1974 年超过 12%，但是很快就降息并在 1976 年降到了 5%以下。通胀在 1976 年一度降到了 6%以下，但是在 1980 年再次上升到接近 10%。美国经济在那个时代经历较长时间的滞涨。

图表11：1972 周期政策利率、国债利率和通胀(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表12：1980 周期政策利率、国债利率和通胀(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

通胀问题一直拖到 1980 年的周期，直到保罗沃克上台才解决。1979 年新的美联储主席保罗沃克宣誓就职，他上任后大幅提升了政策利率、控制货币增速以应对高企的通胀。在 1980 的周期里，政策利率的上行明显领先了 10 年期国债的上行，政策利率的上行可能出乎市场的意料之外，国债市场没有事先预期到沃尔克为了应对通胀

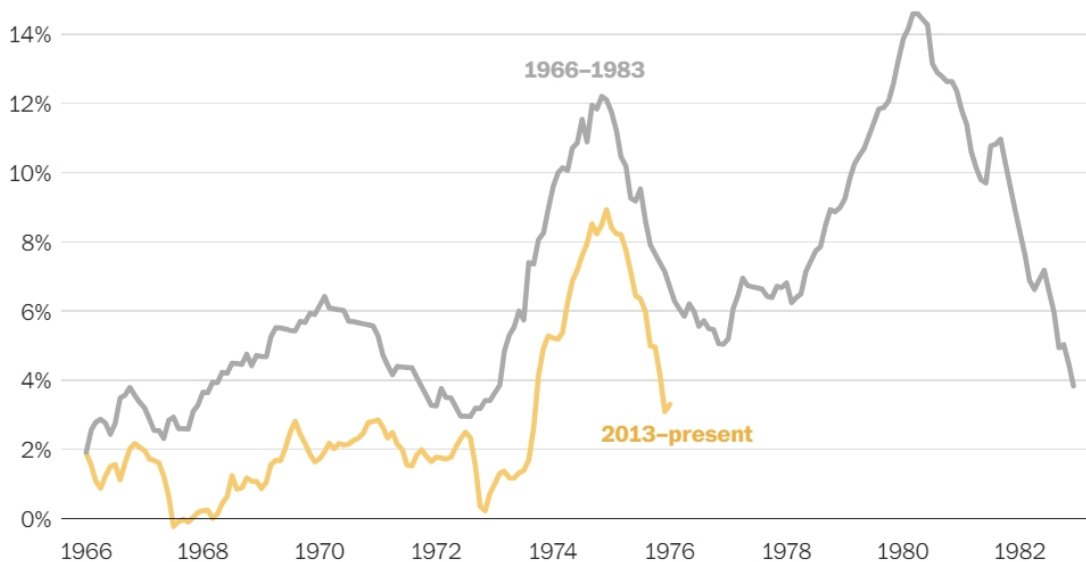
而愿意提升利率的决心。强力紧缩货币政策在让通胀下行的同时也让美国经济陷入衰退，失业率在 1982 年底高达 10.8%。

前财政部部长拉里·萨默斯(Larry Summers)在他的文章里面画了这样的一张图¹，把 2013 年以来的 CPI 走势和 1966 年的 CPI 走势画到一起，可以看到目前通胀的回落似乎像极了 70 年代大通胀时期通胀从 74 年开始回落的那部分轨迹。接下来通胀的走势会重蹈 70 年代的覆辙吗？风险在何处？回到历史，最大的风险或在于美联储过早降息。

图表13：当下 CPI 和历史上 60 年代 CPI 的对比(%)

The last decade of U.S. inflation mirrors 1966 to 1976

Consumer Price Index year-over-year percent change



Monthly data; seasonally adjusted.

Source: U.S. Bureau of Labor Statistics

THE WASHINGTON POST

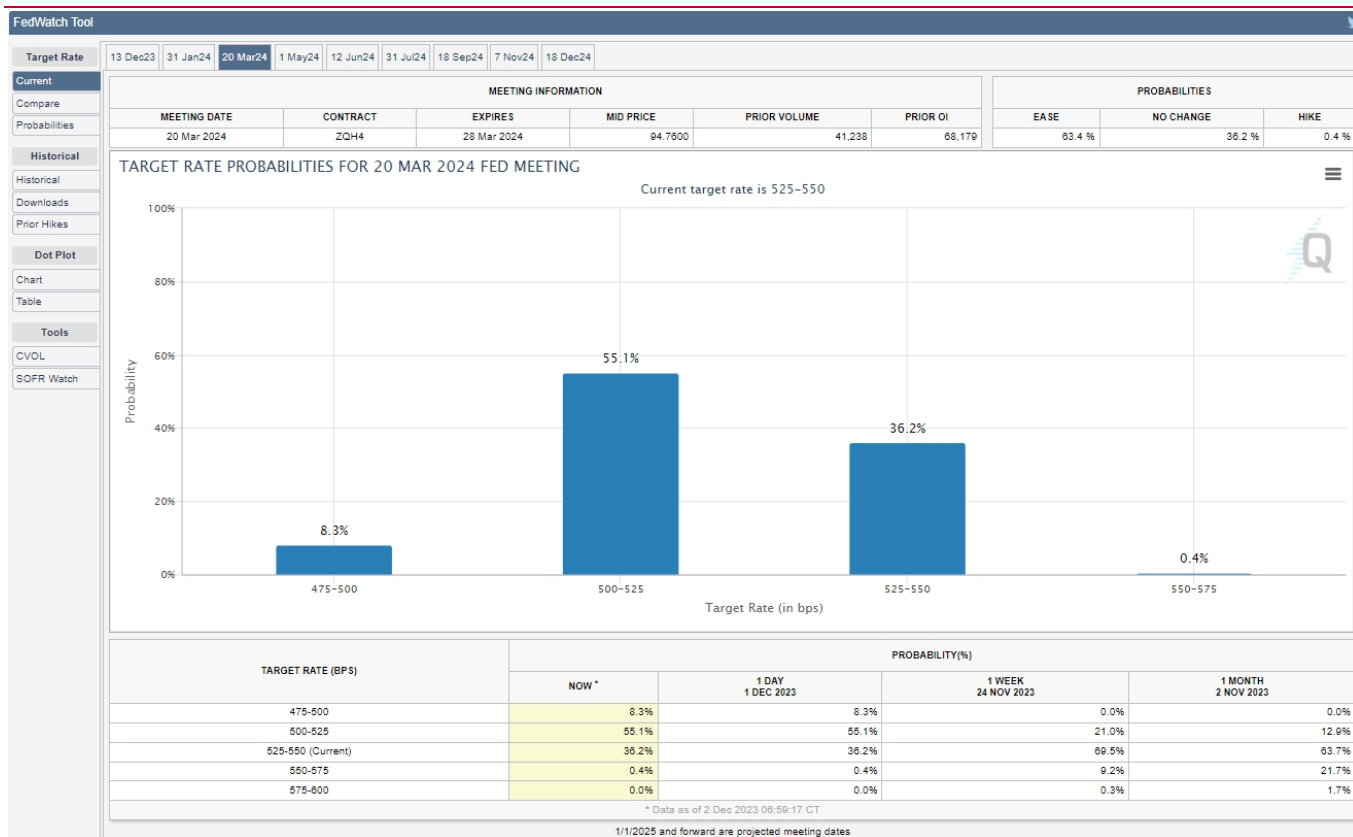
资料来源：华盛顿邮报，国联证券研究所整理

1.2.2 美联储降息时点的预期

目前联邦基金期货市场预期明年 3 月美联储降息的概率略大于 5 成。市场上不同机构对于明年美联储的降息预期之间差别比较大，即有预期降息很早降息幅度很大的，也有预期降息将较晚而且降息幅度或有限的。我们倾向于认为美联储降息或需要较为谨慎，若要避免重蹈 70 年代通胀失控的覆辙，或不会太早降息。

¹ <https://www.washingtonpost.com/opinions/2023/08/24/federal-reserve-jerome-powell-inflation/>

图表14：美联储明年3月会议降息概率

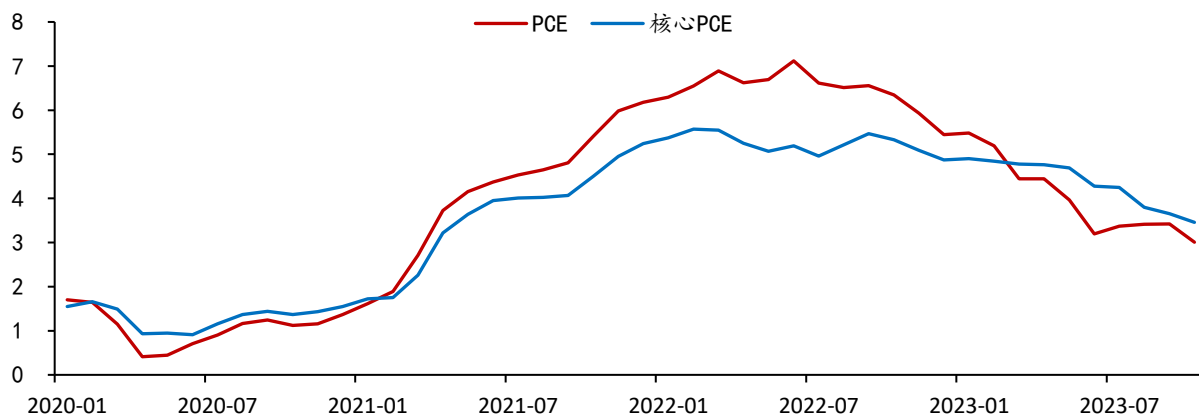


资料来源：CME，国联证券研究所整理

1.2.3 PCE 通胀数据和住房相关的通胀风险

上周公布的 PCE 通胀数据符合市场预期，通胀回落的路径也基本符合预期。10 月份剔除食物和能源后的核心 PCE 物价指数同比增速从 9 月的 3.7% 回落至 3.5%。职业预测者 (Survey of Professional Forecasters) 在 4 季度预测的 2023 年底的核心 PCE 通胀是 3.5%，而美联储在 9 月经济预期概要 (SEP) 预测的 2023 年底的核心 PCE 通胀是 3.7%。

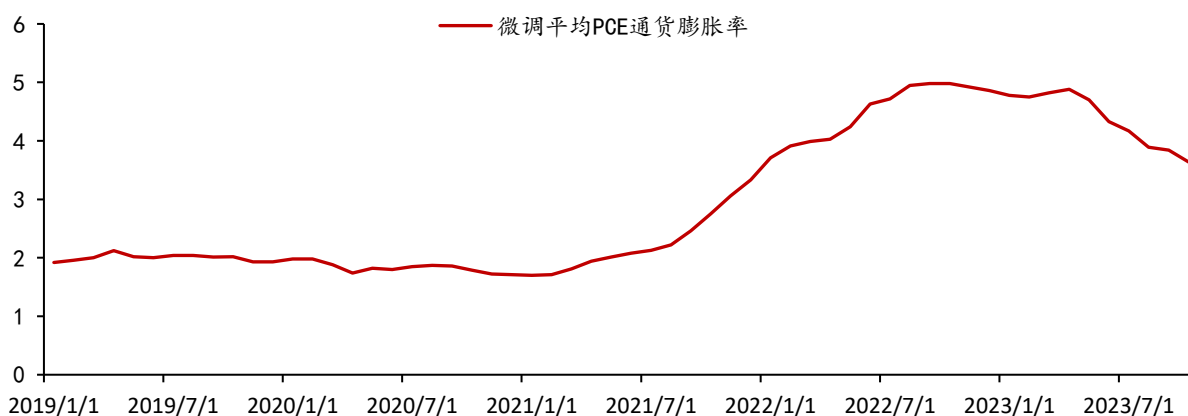
图表15: 美国 PCE 和核心 PCE 通胀 (%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所整理

达拉斯联邦储备银行制定的微调平均 PCE 通胀率是衡量个人消费支出价格指数 (PCE) 核心通胀的一种替代指标。该数据系列由达拉斯联储使用经济分析局 (BEA) 的数据计算得出。计算给定月份的微调后的平均个人消费支出通胀率包括观察个人消费支出各个组成部分的价格变化。单个价格变化按从“下跌最多”到“上涨最多”的升序排列, 光谱两端的某些最极端观测结果被剔除。然后将通货膨胀率计算为其余组成部分的加权平均值。微调削减后的平均通胀率是真实核心 PCE 通胀率的代表。由此产生的通胀指标已被证明优于更传统的“不包括食品和能源”指标作为核心通胀指标。10 月该指标回落到 3.64%, 较 9 月下降 0.2pct。

图表16: 微调平均 PCE 通货膨胀率 (%)



资料来源: Fred, 国联证券研究所整理

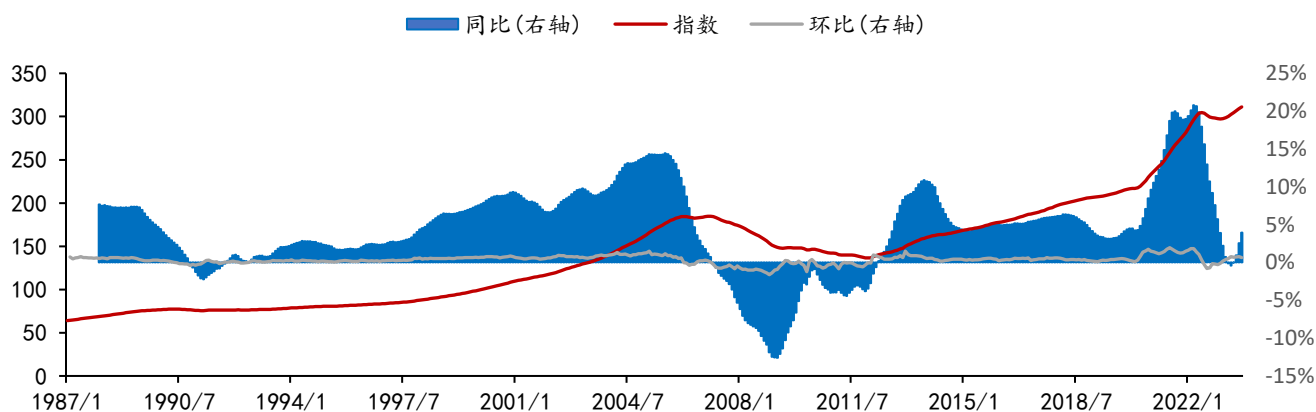
目前不论是房价同比还是房租同比都明显低于当下的住房通胀, 未来或可以拉动住房通胀继续下行。但是同时房价和房租似乎都有在高利率下企稳的态势, 如果美

联储过早降息，住房市场或成为通胀再次上行的风险因素。

从房价的走势来看，虽然在高利率下在 4 到 6 月出现了小幅的下行，但是最近房价已经开始企稳，并略有增长。S&P/Case-Shiller 美国房价指数同比从 4 月开始负增长，5 月同比负增长扩大到 0.4%，但 6 月缩窄到不到 0.1%，7 月同比实现了正增长，8 月同比增长扩大到 2.55%，9 月同比增长进一步扩大到 3.95%。

房价自 2022 年中的高点回落之后，最近又回到增长的轨道，环比增速在 2 月已经回正，虽然增速不快，但环比一直为正。如果降息过早的话，房价有进一步加速上行的风险。

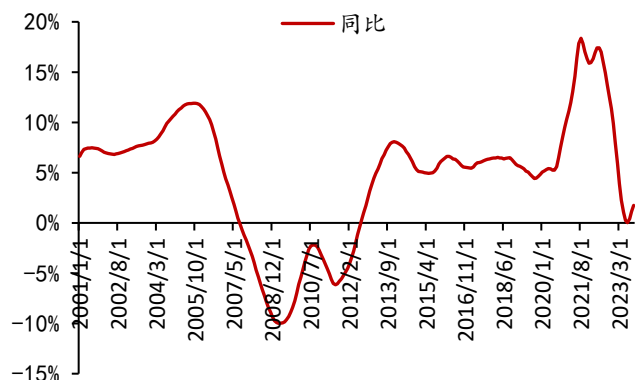
图表17: S&P/Case-Shiller 美国房价指数



资料来源: FRED, 国联证券研究所整理

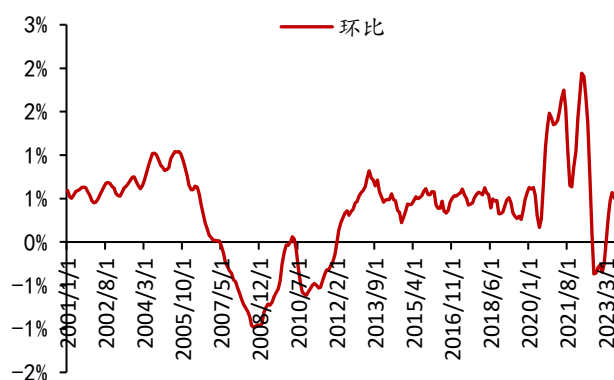
Zillow 房价指数显示的趋势是类似的。10 月 Zillow 房价指数同比增长 1.75%，同比增长在 7 月达到最低点 0.04%，最近开始略微回升；环比增长 0.26%，较 9 月下降 0.9%。

图表18: Zillow 房价指数同比 (%)



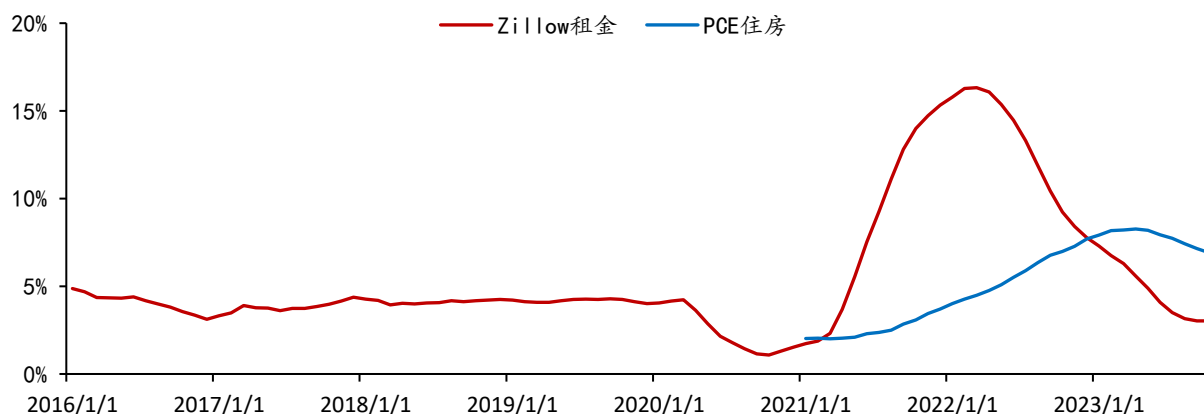
资料来源: Zillow, 国联证券研究所

图表19: Zillow 房价指数环比 (%)



资料来源: Zillow, 国联证券研究所

图表20: PCE 住房通胀和 Zillow 租金同比 (%)



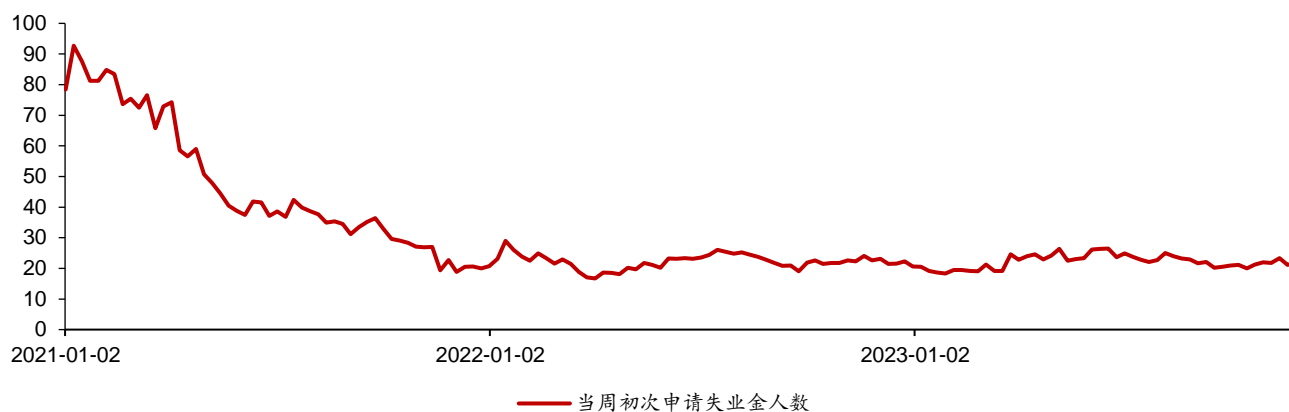
资料来源: Zillow, BEA, 国联证券研究所整理

美国最大的房地产在线信息平台 Zillow 的租金数据显示房租的同比增长 10 月已经回落到 3.03%，房租也已经下行，住房通胀未来大概率会跟随 Zillow 租金同比的回落趋势。

2. 其他的一些数据追踪

本周新公布的当周初次申领失业金的人数 21.8 万人，较上周上升 0.7 万人。

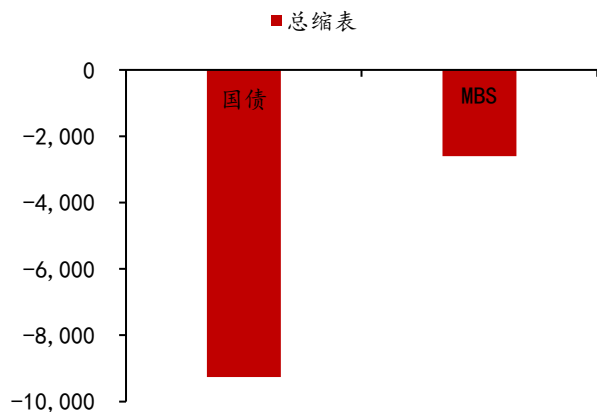
图表21：当周初次申请失业金人数(万人)



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

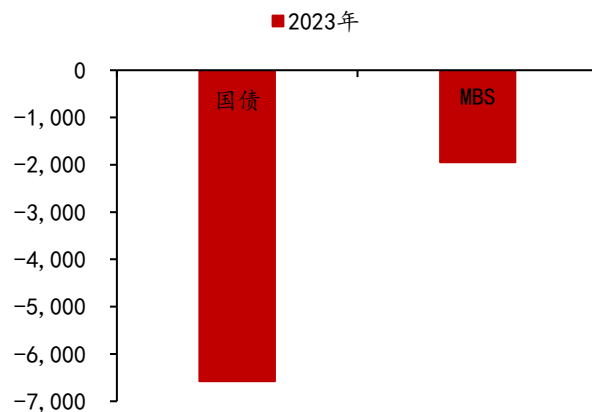
美联储从 2022 年 6 月起开始缩表，到 2023 年 11 月 22 日为止，美联储本轮总共的缩表规模约为 11867 亿美元，其中今年以来缩表 8520 亿美元。

图表22：总缩表规模(亿美元)



资料来源：Wind，国联证券研究所

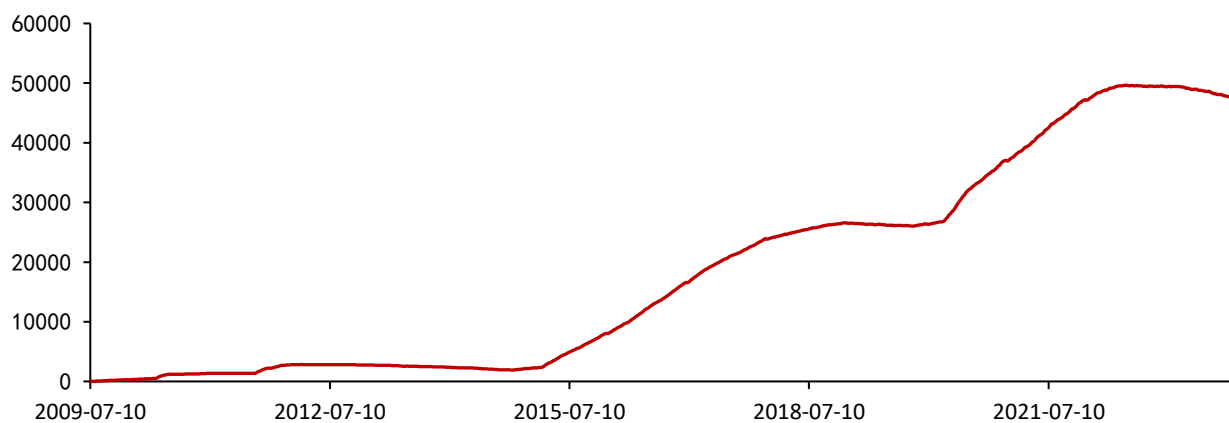
图表23：2023 年缩表规模(亿美元)



资料来源：Wind，国联证券研究所

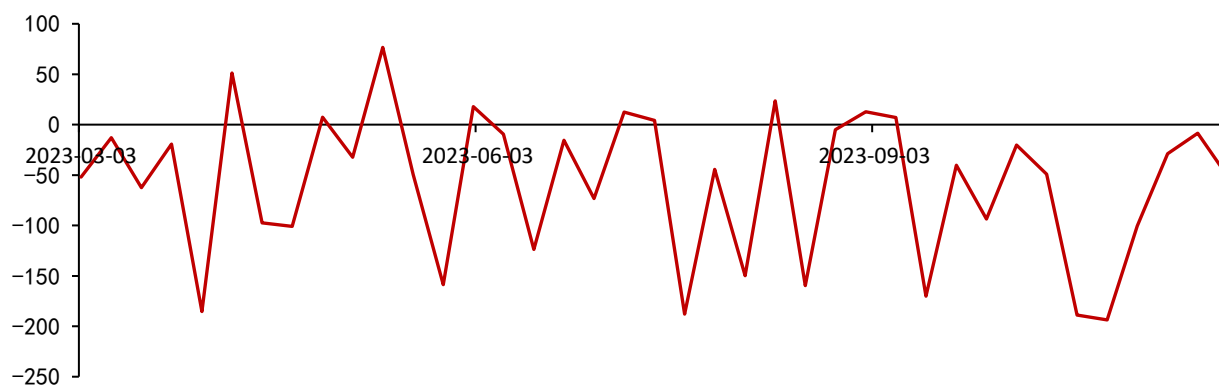
欧洲央行也已经开始缩减其持有的证券，到目前为止，欧洲央行持有的证券较峰值下降了 2272 亿欧元。

图表24：欧洲央行为货币政策目的持有的证券(亿欧元)



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

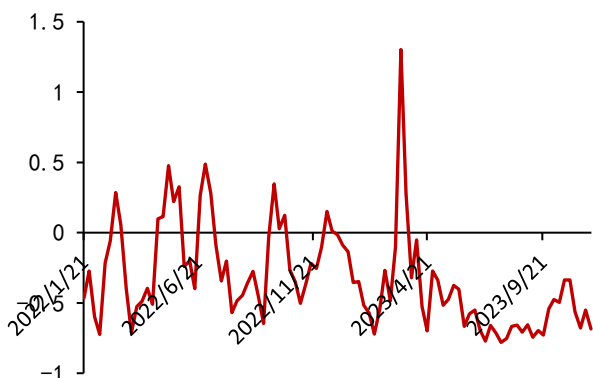
图表25：欧洲央行为货币政策目的持有的证券周变化(亿欧元)



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

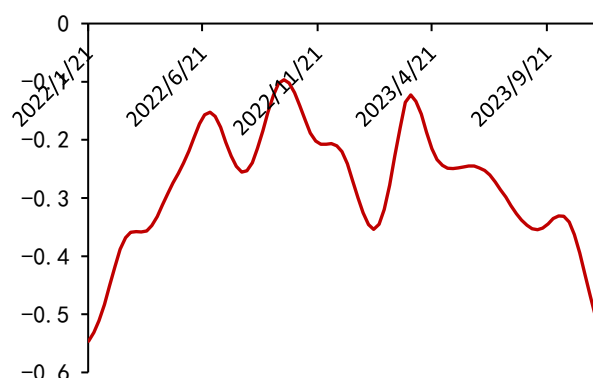
美国金融压力状况目前仍处于负数区间，金融压力仍较小。

图表26: 圣路易斯联储金融压力指数(%)



资料来源: FRED, 国联证券研究所

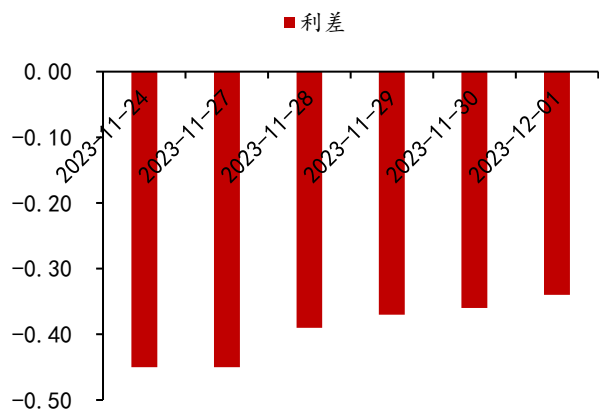
图表27: 芝加哥联储金融压力指数



资料来源: FRED, 国联证券研究所

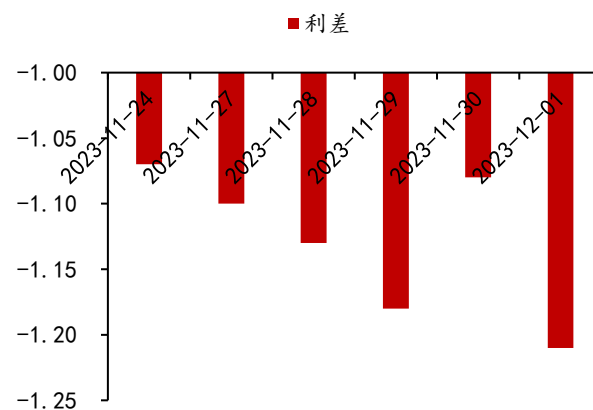
美国 10 年期和 2 年的利差本周略为收窄; 美国 10 年期和 3 个月的利差本周略为扩大。

图表28: 近一周美国 10 年-2 年国债利差(%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表29: 近一周美国 10 年-3 个月国债利差(%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

3. 风险提示

美联储鹰派超预期, 通货膨胀超预期, 经济冷却速度超预期。

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。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
	行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
		强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（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“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，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国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联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，国联证券及/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，国联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。

国联证券的销售人员、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。国联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。国联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，国联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，投资者应当考虑到国联证券及/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。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼
无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼
 电话：0510-85187583

上海：上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇二座25楼
深圳：广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心大厦45楼