

宏观点评 20240107

美国经济：3月降息值得加倍下注吗？

2024年01月07日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书：S0600523010001

shaox@dwzq.com.cn

■ 与中国经济历来在年初实现“开门红”不同，美国经济却时常遭遇“开门黑”。比如近二十年来看，美国经济在一季度的表现远逊于其他季度。那么，如果2024年美国再次经历“开门黑”，美联储3月降息值得加倍下注吗？未必，这可能是当前海外市场最大的风险——步子迈得太大，尤其是基本充分定价了3月降息的预期。我们认为风险点主要来自于两个层面：一是美国GDP数据在年初惯性偏弱的特征，容易导致对“开门黑”程度的误判；二是疫情后美国在结构上的变化，第一季度经济保留着“逆袭”的可能。

■ 一季度经济弱可能不是真的弱。尽管美国实际GDP环比折年率经过季节性调整，但是从历史平均来看，整个一季度仍然呈现偏弱的特征，2000-2022年间一季度实际GDP环比折年率平均较上季度下降0.54个百分点（图1-2）。因此容易使市场对年初经济走弱和降幅提前程度产生误判，尤其是当前一致预期美国经济将明显放缓的情况。

■ 什么信号才能说明经济真正走弱，触及美联储3月降息门槛？相比于GDP数据，美联储判断经济强弱和降息与否更重要的标准实际上是通胀和就业数据的走势。

通胀方面，根据美联储最新SEP对于2024年核心PCE同比增速2.4%的预测，意味着2024年全年核心PCE需保持每月平均0.2%的环比增速，如果考虑到3月提前降息后带来的通胀回升风险，那么1、2月核心PCE环比必须远低于0.2%（图3）。此外，3月降息也意味着美联储需要看到就业数据的大幅降温，预计使得1、2月平均新增非农保持在5-10万人左右。而这些在短期内实现难度、门槛过高，达成概率较低。

除此之外，尽管存在季节性下行的趋势，但美国经济一季度仍保留着“逆袭”的可能，我们认为这种可能性主要来自于三个方面：

■ 消费：对经济的支撑还没有“退坡”。当前居民消费能力依然较强，其一，居民实际工资水平不断上升，尽管加息周期下利率处于高位，但相对于物价的快速下行，名义工资韧性明显更足，导致当前居民实际购买力水平较高（图4）；其二，居民负债情况可控，房贷利率上升并未使居民实际偿债负担明显上升（图5）；其三，超额储蓄存量尚未消耗完毕，根据测算，当前美国超额储蓄仍然剩余5000亿左右，按照800亿/月的消耗速度，可供支撑到2024年5月份，在此之前消费都不会太差（图6）。

此外，居民消费意愿出现边际修复。在油价等物价下行以及消费能力的支持下，12月美国消费者信心指数快速恢复至69.7（前值61.3），展现出对未来较强的消费意愿（图7-8），消费的带动下对于一季度经济仍可抱有较高期待。

■ 制造业投资：高利率影响下保持较强韧性。一方面，耐用品订单仍然保持较高水平，并未出现明显下行趋势，受利率影响不明显（图9）；另一方面，库存投资作为GDP的重要分项，与美国GDP走势高度一致。但从库存周期上来看，本轮去库存节奏更加平缓，实际库存投资尚未出现明显下降，因此对经济下行产生一定对冲，使得短期经济具有韧性，预计实际库存同比二季度左右才会进入负增区间，届时才会对GDP产生明显下拉作用（图10-11）。

与此同时，制造业回流趋势仍在延续。拜登《基础设施投资和就业法案》、《芯片法案》等对制造业回流的带动作用仍十分强劲，使得制造业建设支出持续快速增长（图12），预计年初企业投资仍将有较好表现。

■ 地产投资：抵押贷款利率下行引领地产供需改善。年初以来地产整体呈现“供需双弱”的格局，利率的攀升使得购房需求持续低迷，抵押贷款购房指数持续走弱（图13），与此同时，地产商也在持续去库存（图14），地产投资相对低迷，导致房屋供给不足。

相关研究

《年初经济复苏仍呈分化态势——国内宏观经济周报》

2024-01-07

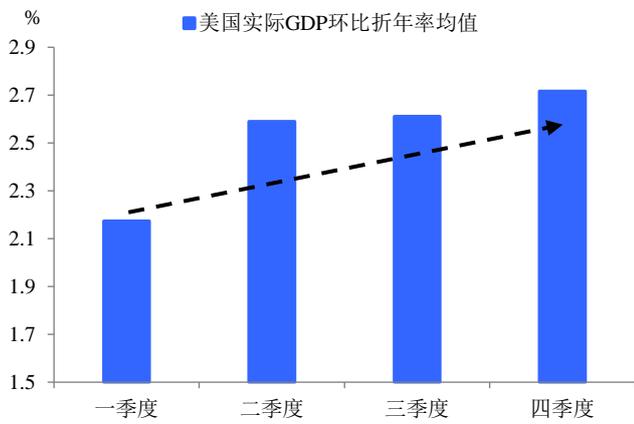
《12月非农：3月降息的“拦路虎”》

2024-01-06

但 11 月以来房地产市场持续释放积极信号，呈现出边际改善局面。随着降息预期的升温，抵押贷款利率脱离高点后快速下行，11 月成屋销售环比近半年来首次转正，需求端呈现回暖态势（图 15），并且传导至供给端，11 月新屋开工同比快速修复，建筑商信心指数低谷回升（图 16）。往后看，利率持续下行下，房地产需求有望进一步释放，带动地产投资的改善，这将是今年一季度 GDP 增速的重要抓手。

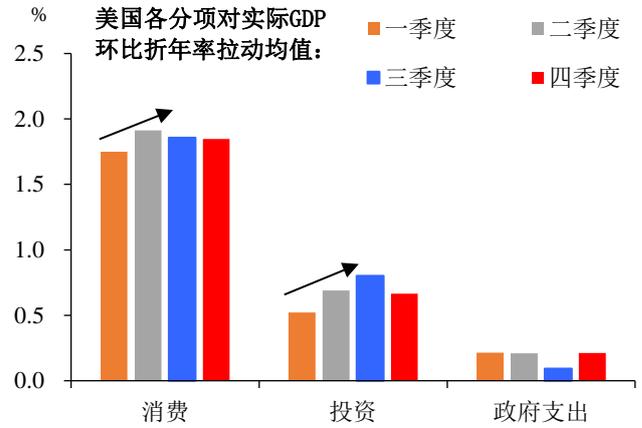
- **3 月降息门槛高、噪音大，我们认为要警惕市场步子迈得太大的风险。**
综上，当前时点尚未出现足够的经济走弱的证据来支撑降息，过于乐观的预期可能会面临市场剧烈回调风险。此外，我们也看到近期美联储在有意引导市场进行预期调整，12 月会议纪要以及部分美联储官员均在发言中强调“保持限制性立场”、“不会立刻降息”等，以扭转市场超前预期（图 17），在此基础上，美债收益率、美元指数在经过前期降息“噪音”导致的快速下行后也已经开始出现部分反弹。
- **风险提示：**全球通胀超预期上行，美国财政及货币政策不及预期，美国经济提前进入显著衰退，俄乌冲突局势失控造成大宗商品价格的剧烈波动，美国银行危机再起。

图1: 历史上美国一季度经济通常走弱



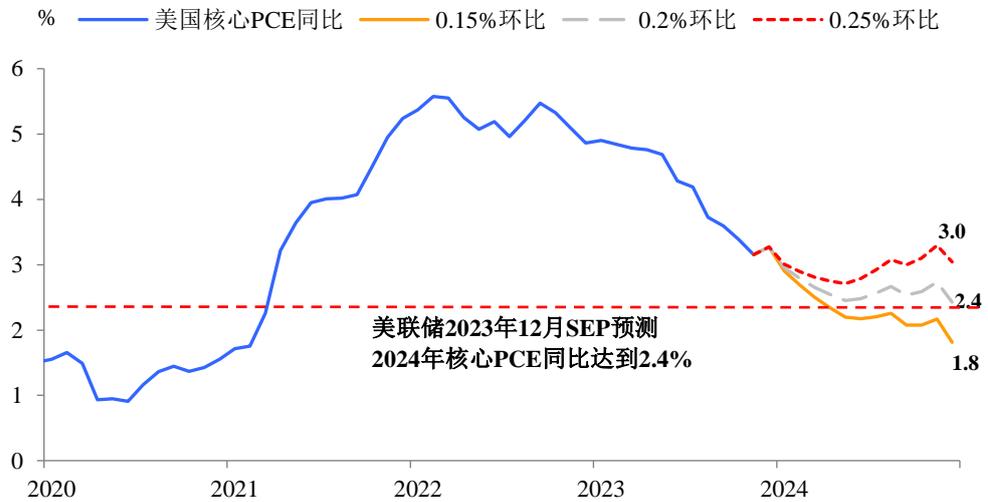
注: 数据采用 2001-2022 年平均, 剔除 2008-2009, 2021 年极端数据扰动
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 历史上一季度通常消费和投资走弱



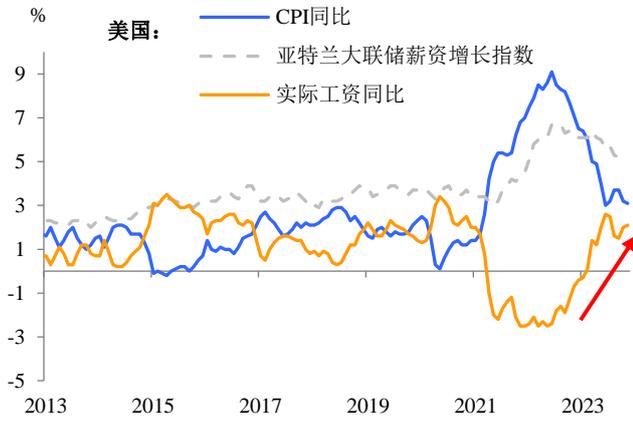
注: 数据采用 2001-2022 年平均, 剔除 2008-2009, 2021 年极端数据扰动
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 核心 PCE 维持平均每月 0.2% 的环比增速才能达到美联储 2024 年末 2.4% 的同比预期



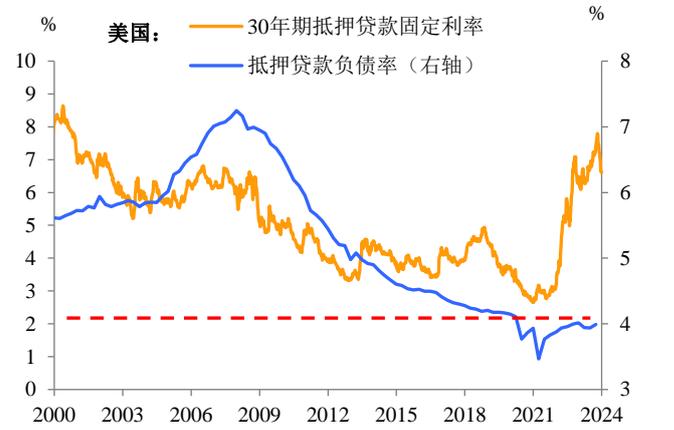
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 美国居民实际购买力在持续上升



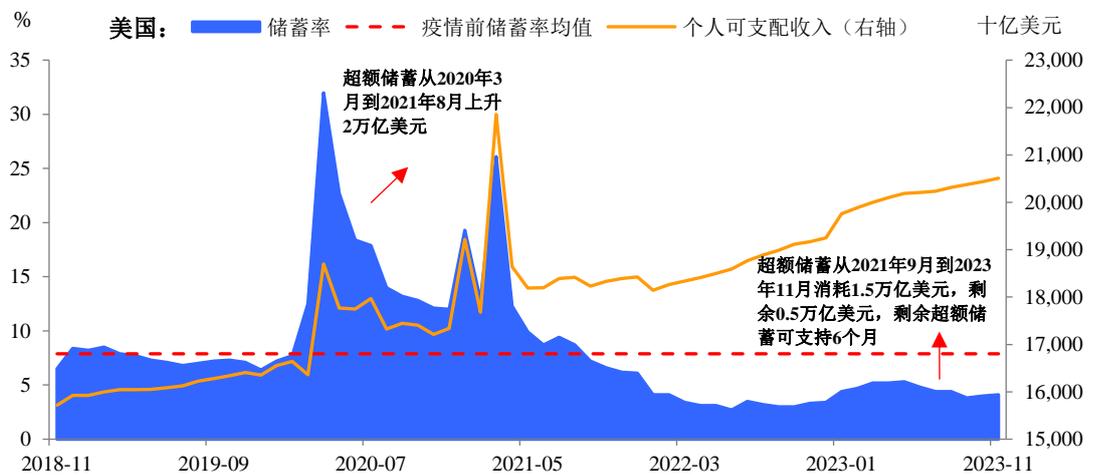
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 高利率下美国居民负债情况可控



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 美国超额储蓄可以支持到2024年5月



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7: 油价下跌



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图8: 美国居民消费情绪逐步修复



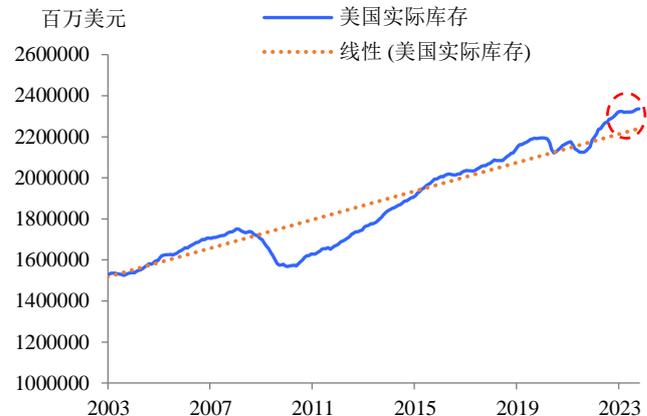
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图9: 美国耐用品订单受高利率影响小



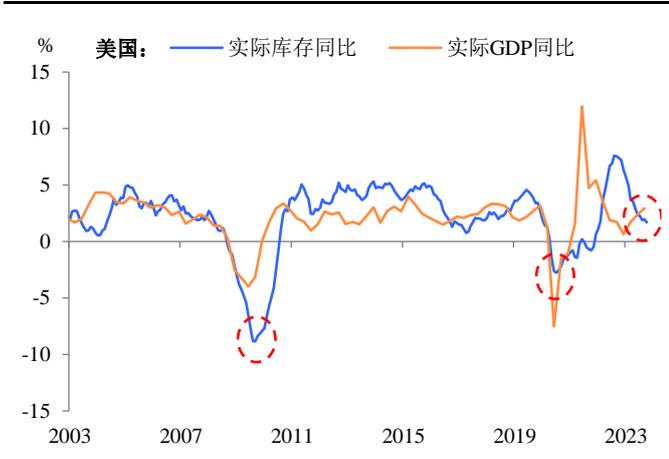
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图10: 本轮美国库存尚未出现明显回落



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图11: 去库存节奏偏缓一定程度对冲经济下行压力



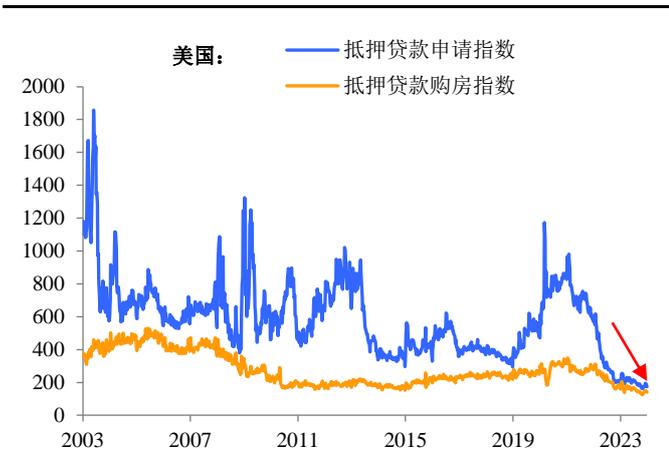
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图12: 三大法案支持下美国建造支出不断上升



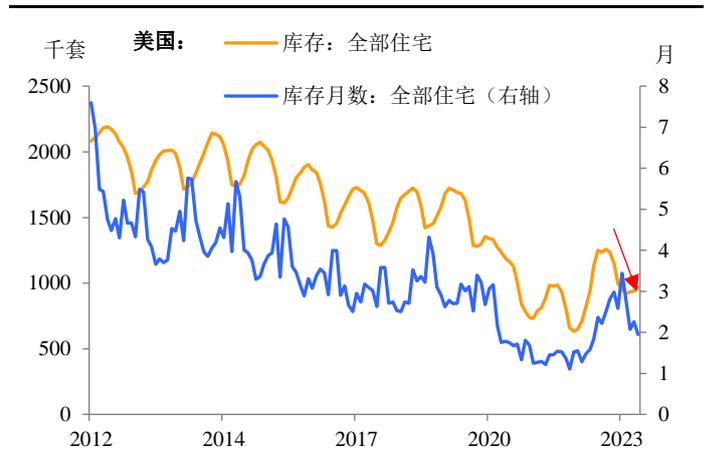
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图13: 高利率下抵押贷款申请指数持续低迷



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图14: 今年以来美国地产商持续去库存



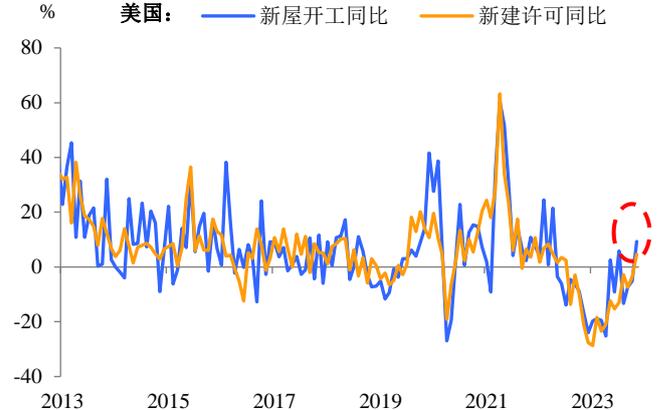
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图15: 11月美国房屋销售环比转正



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图16: 11月美国新屋开工超预期回升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图17: 美联储官员有意扭转过度降息预期

官员	日期	美联储官员表态
威廉姆斯	2023/12/15	目前并没有真正讨论降息, 关注利率政策是否处于正确位置, 不对利率走势进行猜测。经济和通胀仍然高度不确定, 如有需要, 美联储必须准备再次加息。
博斯蒂克	2023/12/15	降息不是迫在眉睫的事情, 但已指示工作人员开始制定可能的原则和门槛, 以指导降息过程。预计2024年将进行两次25个基点的降息, 第一次降息将在24年三季度进行, 前提是通胀预期的进展持续。
古尔斯比	2023/12/17	宣布抗通胀胜利为时过早, 不要过早打如意算盘。
戴利	2023/12/18	2024年降息可能是适当的, 美联储可能需要在2024年进行三次降息。
梅斯特	2023/12/18	市场对于降息预期“稍稍超前”于美联储, 下一阶段关键在于货币政策需要保持紧缩多久。
古尔斯比	2023/12/18	美联储不应根据市场反应来行动, 市场当前消化的降息幅度超过美联储预测。
博斯蒂克	2023/12/19	预计美联储将于2024年下半年降息两次, 美联储不能等到通胀率达到2%才降息, 否则通胀将“超调”。并不迫切退出限制性政策立场。
哈克	2023/12/20	美联储不会立即降息, 应维持利率稳定; 控制通胀的工作正朝着正确的方向发展但尚未完成, 通胀前景正在好转, 美联储不需要再加息了; 经济放缓速度快于数据所示, 许多因素可能阻碍软着陆。
巴尔金	2024/1/4	对通胀和经济状况的确信程度将决定利率路径, 进一步加息的可能性仍然存在, 软着陆“越来越有可能”, 但并非不可避免。

注: 时间截止至2024年1月5日;

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>