

宏观动态跟踪报告

如何看待美国降息预期“抢跑”？

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

范城恺 投资咨询资格编号
S1060523010001
FANCHENGKAI146@pingan.com.cn

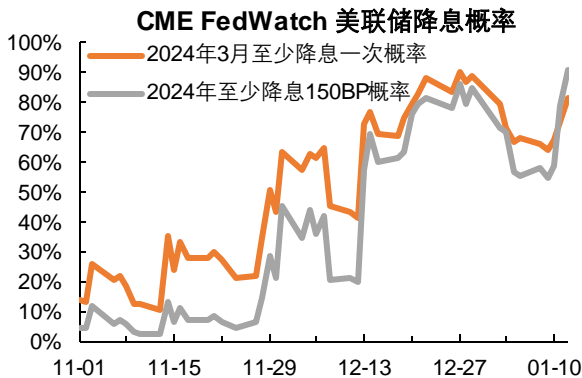


平安观点：

- 近一个月，市场押注 2024 年美联储降息幅度远超其最新经济预测，且最早或于 3 月开启首次降息。我们倾向于认为，市场在对美联储降息节奏和幅度的判断上可能“犯错”。以下是四类可能的“预期差”：
- 1、经济慢降温。市场降息预期抢跑或包含了对美国“经济衰退”的押注。但我们认为，相比经济意外走弱，美国经济更可能呈现较强韧性：首先，2023 年四季度美国经济仅适度降温，未必预示经济持续走弱。GDPNow 模型（截至 1 月 17 日）预计四季度美国 GDP 环比折年增长 2.4%。其次，关于高利率对经济的滞后影响，借鉴历史经验时需格外谨慎，因本轮美国经济周期有诸多不同。最后，相比经济增长，美国就业市场更不容易降温。
- 2、“去通胀”遇阻。市场对大幅降息押注离不开对美国通胀前景的乐观判断。但我们认为，美国通胀进一步回落的空间不足：一方面，服务通胀居高不下。截至 2023 年 12 月，美国 CPI 核心商品近 6 个月平均环比年化率走低至 -2.4%，核心服务（不含住房租金）则高达 5.7%。另一方面，供给改善空间或也有限。本轮全球供应链压力指数（GSCPI）和 PPI 同比对美国 PCE 通胀率分别有 6 个月和 3 个月左右的领先性，目前两大前瞻指标均已触底回升。理论上，美国菲利普斯曲线未必能回到疫情前的水平，而更可能长期上移（即相同失业率水平对应的通胀更高）。
- 3、流动性不紧。市场猜测美联储可能为避免“流动性危机”而提早降息，但我们认为不然：首先，有担保隔夜融资利率（SOFR）的波动加大，除季节性因素外，或与银行定期融资计划（BTFP）的使用有关，而后者即将于 2024 年 3 月到期。其次，美联储隔夜逆回购（ON RRP）规模虽较快下降，但并不一定意味着准备金紧缺。最后，即便流动性出现压力，美联储也可以考虑提早放缓 QT，而无需降息。事实上，近期美债利率下行，令金融市场条件转松，反而弱化了美联储提早降息的必要性。
- 4、美联储“放鹰”。12 月议息会议后，市场对美联储降息信号或存过度解读。美联储可能主动“放鹰”以修正市场降息预期：1）纠正过度宽松的金融条件。2）夯实“软着陆”信心。美联储适度推迟降息，反而能够传递政策对美国经济的信心。3）捍卫美联储独立性。拜登政府和美联储都有实现物价稳定的愿望，美联储所受“政治压力”有限。
- 未来一段时间，“宽松预期”仍有较大修正空间，警惕“紧缩交易”的阶段上演，届时美债利率与美元指数可能保持高位或阶段上行，美股承压。
- 风险提示：美国经济超预期下行，美国通胀超预期回落，美国金融风险超预期上升等。

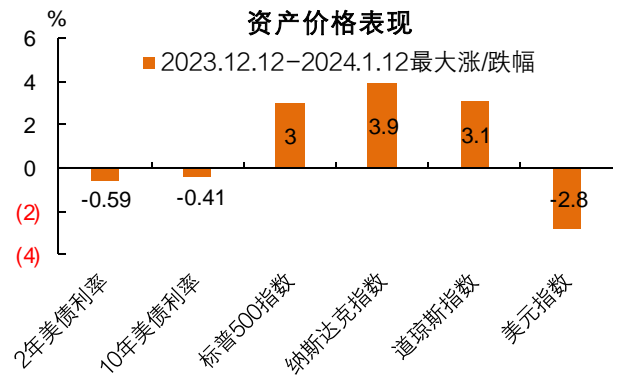
近一个月，市场押注 2024 年美联储降息幅度将大幅超过其最新经济预测，且最早或于 3 月开启首次降息。2023 年 12 月 13 日，美联储最新经济预测显示，2024 年末政策利率中值为 4.6%，距当前利率水平有 75BP 降息空间。CME 数据显示，2023 年 12 月 13 日至 2024 年 1 月 12 日，利率期货市场认为 2024 年降息 150BP 及以上的概率由 20% 上升至 91%，认为 3 月至少降息一次的概率由 41% 上升至 81%。在此期间，2 年和 10 年期美债收益率最低分别降至 4.14% 和 3.79%，最大降幅分别达到 59BP 和 41BP；美股三大指数最大涨幅达到 3.0-3.9%；美元指数最深下跌 2.8% 至 100.9。

图表1 近一个月市场降息预期大幅升温



资料来源: CME, 平安证券研究所

图表2 近一个月市场上演“宽松交易”



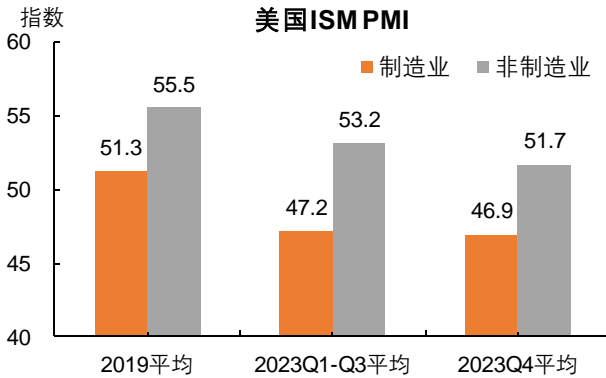
资料来源: Wind, 平安证券研究所。注: 美债利率为变动值

我们观察，市场降息预期的“抢跑”可能有多方面原因：市场对美国经济的韧性有所怀疑，对通胀回落的前景较为乐观，对流动性风险抱有警惕，以及对美联储释放的降息信号产生遐想等。不过，美联储大幅降息、美国经济“软着陆”和“完美去通胀”，似乎是不可能三角。我们倾向于认为，市场在降息节奏和幅度的判断上可能“犯错”：一是，相比经济意外走弱，美国经济更可能呈现较强韧性；二是，美国通胀进一步回落的空间不足，通胀反复风险客观存在；三是，流动性压力或不足以迫使美联储提早降息；四是，市场对美联储降息信号可能存在过度解读，低估了货币政策的定力与独立性。

1、经济慢降温

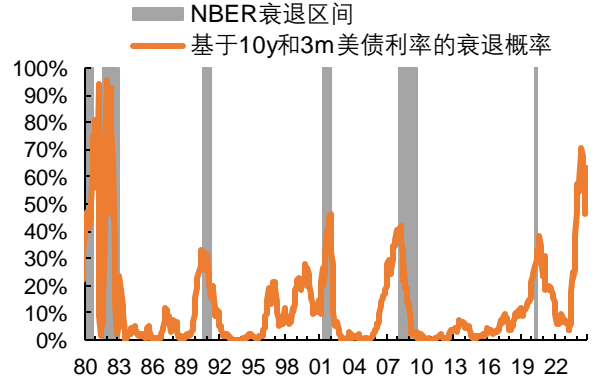
市场降息预期抢跑或包含了对美国“经济衰退”的押注。当前，市场对美国经济的走向仍有分歧，其中不乏比较悲观的看法。一方面，2023 年四季度美国经济降温信号增多，比如：ISM 制造业 PMI 均值由前三季度的 47.2 下降至四季度的 46.9，非制造业 PMI 也由 53.2 下降至 51.7；美国续请失业金人数由前三季度平均 173 万人，上升至四季度平均 184 万人，创 2021 年四季度以来最高。另一方面，市场对于高利率带来的滞后影响仍抱有警惕。据纽约联储测算，基于 10 年和 3 个月美债利率倒挂幅度与经济衰退的领先相关性，截至 2023 年 12 月数据，美国经济在 2024 年衰退的概率仍高达 50-70%。截至 2023 年 12 月，德意志银行（0.6%）、摩根大通（0.7%）等市场机构预计 2024 年美国经济增速不高于 1%，弱于美联储最新预测的 1.4%。美国咨商会在 2024 年 1 月的最新预测是，2024 年美国经济增速 1.2%，但其中二、三季度 GDP 环比连续萎缩、陷入“技术性衰退”。

图表3 2023Q4 美国经济景气回落



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表4 基于美债利率的美国经济衰退概率仍高



资料来源: 纽约联储, 平安证券研究所

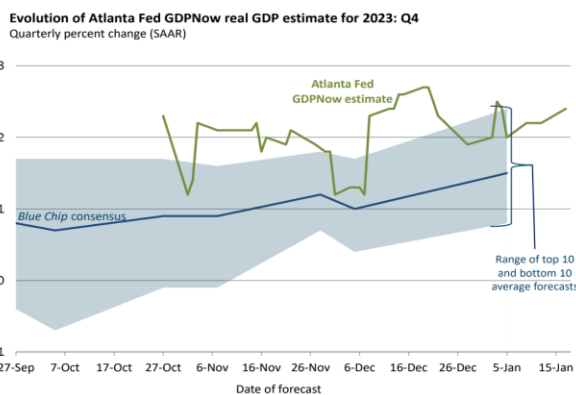
但我们认为，相比经济意外走弱，美国经济更可能呈现较强韧性。

首先，2023年四季度美国经济仅适度降温，且未必预示美国经济会持续走弱。1月17日公布的2023年12月零售销售环比增长0.6%、同比增长5.6%，好于市场预期。据亚特兰大联储GDPNow模型，基于截至1月17日公布的数据，预计四季度美国GDP环比折年增长2.4%，大致处于潜在增长水平。事实上，12月8日以来，该模型预测值基本保持在2%以上。此外，美联储1月17日公布的褐皮书显示，自2023年11月末以来，“大多数地区经济活动（几乎）没有变化”。

其次，关于高利率对美国经济的滞后影响，借鉴历史经验时需格外谨慎。本轮美国经济周期有诸多不同之处，包括大手笔的财政刺激、地产周期的错位开启、“再工业化”的政策加持等（参考报告《2024年美国经济发展：转弯与转型》）。此外，高利率对经济的影响是“滞后”还是“提前”，仍有争议。房地产是普遍认为的利率敏感型行业。截至2023年三季度，在美联储停止加息、酝酿转向之际，美国实际住宅投资环比转正、同比连续两个季度跌幅缩窄，地产投资或提前步入复苏。

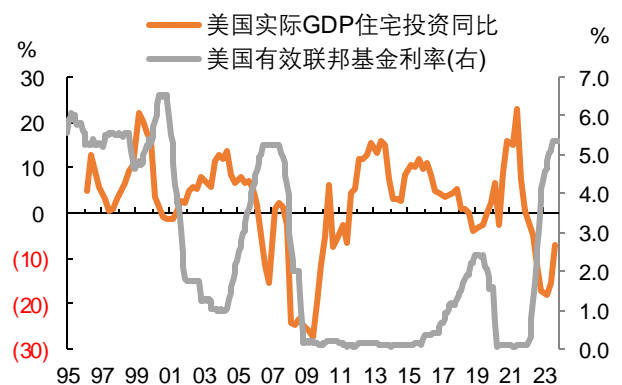
最后，但也是最关键的，相比经济增长，美国就业市场看起来更不容易降温。截至2023年12月，美国失业率仍低至3.7%。虽然就业需求出现降温，2023年四季度新增非农合计49.4万、低于第三季度的66.3万，但劳动力供给出现退步，四季度劳动力人口累计减少44.6万，劳动参与率跌至近10个月新低，这令美国就业市场更加“供不应求”。

图表5 GDPNow 模型预计四季度美国 GDP 环比增长 2.4%



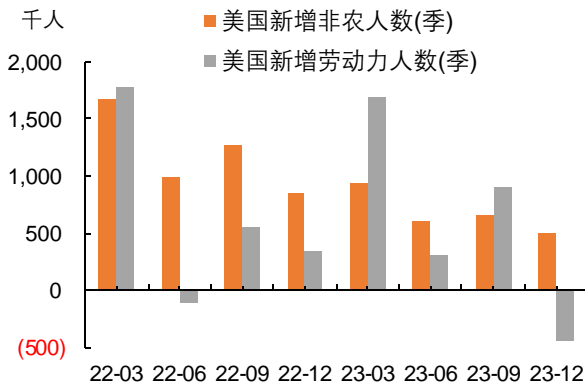
资料来源: 亚特兰大联储, 平安证券研究所

图表6 美国住宅投资同比增速已经见底



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表7 美国 2023Q4 劳动力人口负增长



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表8 美国劳动参与率回落



资料来源: Wind, 平安证券研究所

近期还有一些新的数据，引发我们对美国经济前景以及货币政策选择的思考。

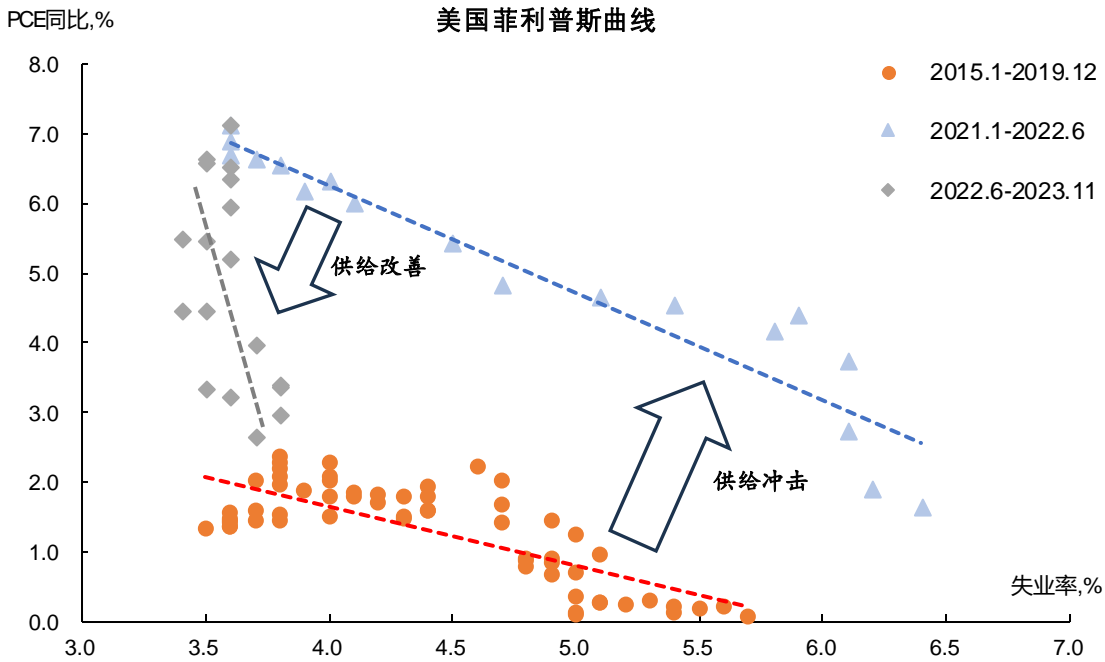
一方面，新财年美国财政或不退坡，美国经济前景获得更多支撑。1月7日，据美国路透报道，美国国会两党就一项总额达1.6万亿美元的支出协议达成一致，其中7040亿美元用于非国防支出。虽然这只是2024财年预算的一部分，用于避免政府停摆，但据穆迪分析，该部分的规模与2023财年基本持平，暗示国会两党的预算谈判较为顺利，新财年预算不太可能大幅缩减。新的协议公布后，穆迪上修2024年美国经济增长预测0.1个百分点。

另一方面，欧央行无视疲弱的经济，持续打压市场降息预期。1月15日公布数据显示，德国2023年四季度GDP同比下滑0.3%、全年同比萎缩0.3%。而数据公布当日，欧央行官员继续给市场的快速降息预期泼冷水。1月17日，欧央行行长拉加德称首次降息或在夏季，晚于此前市场预期的2024年4月左右。即便面对如此疲弱的经济，欧央行仍坚持“放鹰”，暗示经济下行在货币政策决策框架中扮演的角色相对有限。我们认为，美国经济降温对货币政策的影响，或也不宜高估。

2、“去通胀”遇阻

市场对大幅降息的押注离不开对美国通胀前景的乐观判断。由于供给扰动的存在，过去两年需求与通胀的相关性减弱，美国菲利普斯曲线（通胀与失业率的负相关性）暂时失灵。这就带来一种乐观情形，即使经济增长和就业市场不降温，美国通胀也可能因供给改善而继续回落，实现“完美去通胀”。一种最乐观的猜测是，美国通胀能够在2024年内就回落至2%以下，从而“去通胀”（disinflation）触发美联储大幅降息。高盛在2023年12月的报告认为，美国核心PCE在2024年回落至2%以下是“一种可信的结果”。

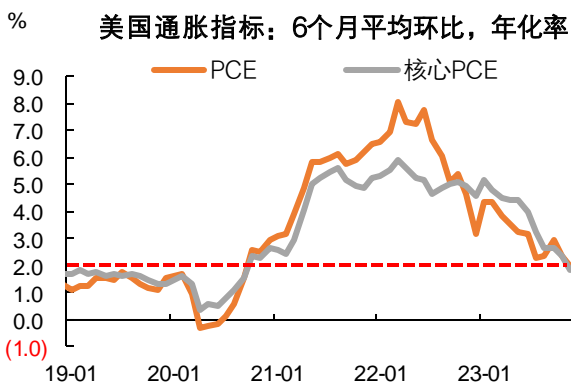
图9 美国菲利普斯曲线受供给冲击而上移，又因供给改善而下移且陡峭，但未必能恢复至疫情前水平



资料来源: Wind, 平安证券研究所

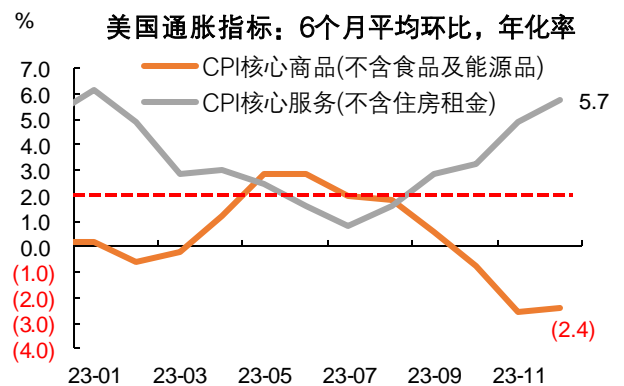
但我们认为，美国通胀进一步回落的空间不足。美国通胀在 2023 年下半年加速回落，PCE 和核心 PCE 在近 6 个月的平均环比年化率已经分别回落至 2% 和 1.9%，但这一趋势或难延续。一方面，服务通胀居高不下。近一年，美国商品和服务价格走势大幅背离，商品价格大幅降温，服务通胀仍然顽固。截至 2023 年 12 月，美国 CPI 核心商品（不含食品及能源相关商品）近 6 个月平均环比年化率走低至 -2.4%，核心服务（不含住房租金的其他服务）则高达 5.7%。这一走势既反映出商品和服务消费需求的分化，也反映了供应链修复促进商品价格回落、但对服务价格影响不大。

图10 美国 PCE 在近半年的环比年化率已回到 2%



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图11 美国商品通胀大幅降温，服务通胀仍然高企



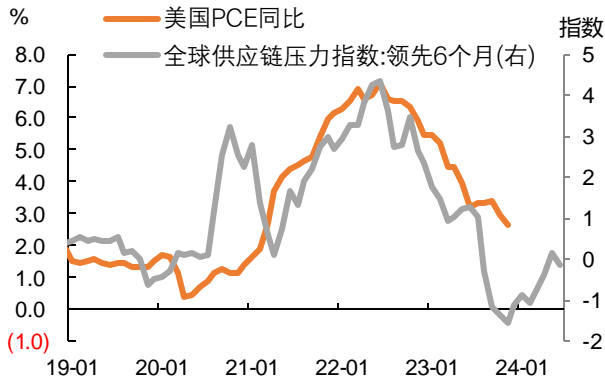
资料来源: Wind, 平安证券研究所

另一方面，供给改善空间或也有限。本轮全球供应链压力指数（GSCPI）和 PPI 同比对美国 PCE 通胀率分别有 6 个月和 3 个月左右的领先性。目前，两大前瞻指标已经走过下降最快阶段，出现触底回升迹象，预示成本驱动型的通胀回落空间不足。我们的基准假设认为，2024 年美国 PCE 和核心 PCE 环比平均为 0.2% 左右，略高于 2023 年下半年（0.15-0.17%）水平，

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

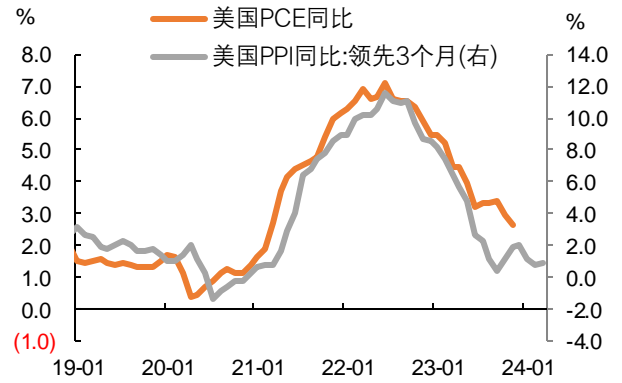
继而同比增速将保持在 2% 以上。从理论视角看，美国菲利普斯曲线未必能回到疫情前的形态，而更可能长期上移（即相同失业率水平对应的通胀更高）。美国通胀继续顺利回落，隐含的假设是供需关系能够回归疫情前水平。但是在后疫情时代，劳动力冲击、能源转型、国际供应链重整、以及通胀预期的“自我实现”等诸多因素，可能令美国通胀中枢长期抬升。

图表12 全球供应链压力有所反弹



资料来源: Wind, 平安证券研究所

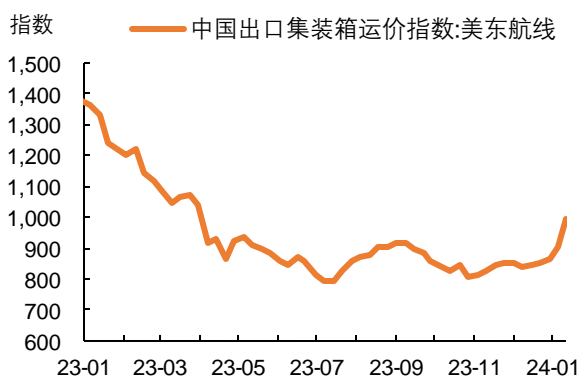
图表13 美国 PPI 同比或已触底



资料来源: Wind, 平安证券研究所

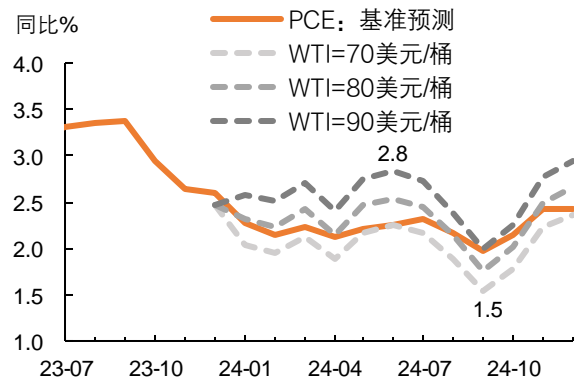
而且，未来供给扰动、通胀反复的风险不能排除。物价由供给和需求共同决定，而供给因素不受货币政策的直接控制，客观上面临着不确定性。事实上，近一个月全球供应链扰动更加频繁。红海危机持续发酵，令国际供应链成本上升。虽然红海危机直接影响从亚洲和中东向欧洲的海运通道，但更广泛的成本压力已经显现并波及美国。截至 1 月 12 日当周，中国出口集装箱运价指数（美东航线）在近一个月上涨近 20%。此外，油价波动不会改变美联储降息的大方向，但可能影响降息的时点和幅度。我们测算，假设 2024 年 WTI 油价波动区间为 70-90 美元/桶，则美国 PCE 通胀率可能对基准情形产生 -0.4 至 0.5 个百分点的偏离。从风险管理角度，美联储也需对首次降息更为谨慎，因若提早降息，但不巧随后发生新的供给冲击令通胀回升，美联储降息决策势必引发诟病。正如 1 月 16 日美联储理事沃勒称，虽然美联储距离 2% 这一通胀目标“近在咫尺”，但在明确通胀将持续下降以前都不应急于降息。

图表14 美国海运成本出现上行压力



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表15 油价波动对美国 PCE 通胀率产生一定影响



资料来源: Wind, 平安证券研究所。注：基于 2000 年以来油价与通胀率的 OLS 相关性测算

3、流动性不紧

除了经济与通胀表现外，市场还猜测美联储可能为避免“流动性危机”而提早降息。近期美联储对何时停止缩表（QT）的讨论增多，市场对流动性压力的关注上升。一些市场指标也释放了流动性压力的信号：有担保隔夜融资利率（SOFR，反映

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

隔夜借贷成本的综合指标)波动加大,美联储隔夜逆回购(ON RRP,美联储回收冗余流动性的工具)规模快速下降,以及银行定期融资计划(BTFP,美联储针对于银行危机的救助工具,银行可通过债券抵押而获得较低成本的短期资金)即将于2024年3月到期等。

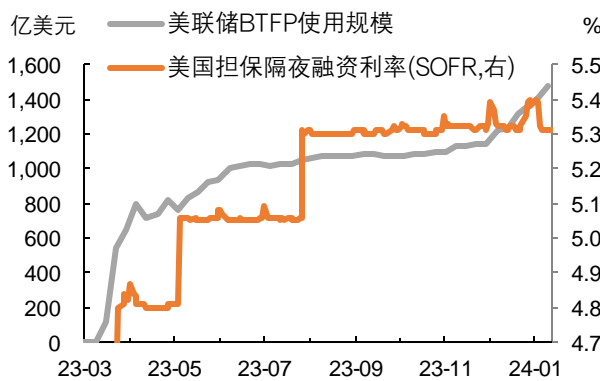
但我们认为,当前的流动性压力并不足以迫使美联储提前降息。

首先,没有充足证据表明国债流动性会持续紧张。SOFR的波动有一定季节性特征(通常在月末或月初短暂走高,或受机构行为影响),此外由于BTFP临近到期且存在套利空间(目前BTFP利率为4.9%左右,低于准备金利率的5.30%和SOFR的5.33%左右),机构增加BTFP的使用、增加债券抵押,继而暂时加大了债券流动性压力与SOFR跳升风险。

其次,ON RRP规模下降并不一定意味着准备金紧缺。即使ON RRP下降至0,只要联邦有效基金利率(EFFR)保持稳定而不过快上行,就说明银行准备金仍然充裕。事实上,目前美国银行体系3.4万亿美元的准备金,约为2018-19年水平的两倍,且2023年3月BTFP启动以来还有上升趋势,暗示美联储距离放缓QT仍有较长的路(参考报告《2024年美国经济与市场展望:转弯与转型》)。

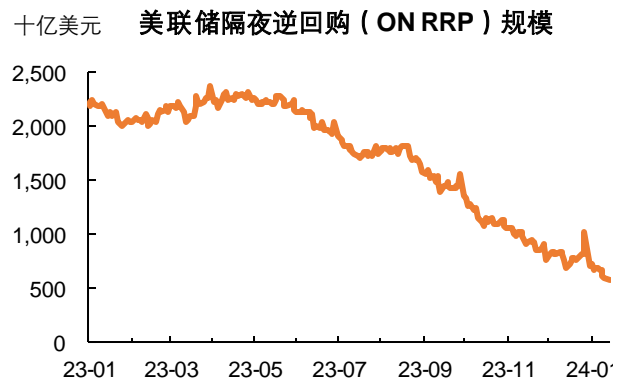
最后,也是很重要的一点,即便流动性出现压力,令准备金提前接近“充足(ample)”状态(即美联储认为需要放缓QT的水平),美联储也可以考虑较早放缓QT,而无需降息。正如达拉斯联储主席洛根1月6日讲话表示,美联储可以较早放缓QT,以确保QT更加可持续、降低过早停止QT的概率。但其同时提到,不应该排除再次加息的可能性。可见,美联储的利率决策和资产购买安排某种程度上是可以相对独立地操作的。

图表16 近期SOFR波动加大,或与BTFP使用有关



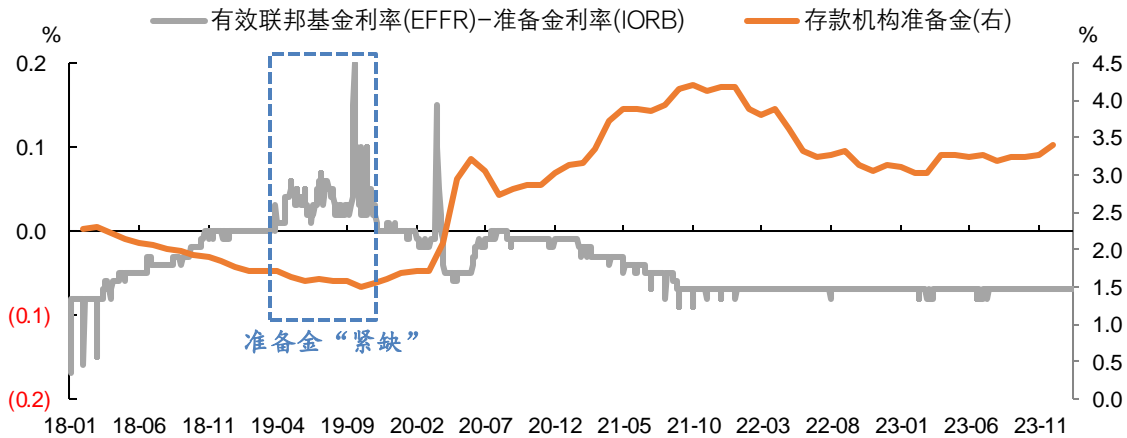
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表17 美联储隔夜逆回购规模较快下降



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表18 本轮美国存款机构准备金规模远高于2018-19年，或不会过快“紧缺”



资料来源：Wind, 平安证券研究所

事实上，自市场降息预期发酵以来，美债利率下行，令金融市场条件转松，反而弱化了美联储提早降息的必要性。2023年12月13日美联储会议以来，截至2024年1月12日，10年美债收益率下降24BP至3.96%，期间曾跌破3.8%、创2023年7月以来新低；2年美债收益率更大幅下降59BP至4.14%，创2023年5月以来新低。截至2024年1月5日，芝加哥联储调整后的全国金融状况指数下降至-0.52，为2022年2月（俄乌冲突爆发前）以来新低，足以说明美国金融市场条件大幅转松。美联储曾经因美债利率上行过快而暂停2023年11月的加息；如今美债利率已然明显下行，美联储提早降息的必要性或也相应下降。

4、美联储“放鹰”

美联储在9月的经济预测预计2024年仅降息50BP，而市场认为或降息100BP。美联储在12月议息会议上尝试向市场预期靠拢，点阵图预计2024年降息75BP，鲍威尔讲话也没有刻意避免谈论降息。此后，市场一度押注实际降息幅度为150BP左右。市场似乎从美联储经济预测与发言中获取了新的“信息”，继而大幅调整了对利率走向的判断。但市场预期走得如此之远，可能并非美联储所乐见。

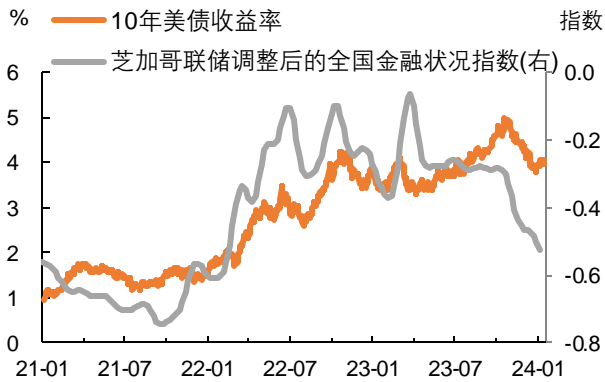
未来一段时间，美联储可能出于种种原因主动“放鹰”，以修正市场降息预期：

一是，纠正过度放松的金融条件。美联储一直强调，金融市场条件应该符合其紧缩的政策立场。如果美联储判断当前的金融环境过快转松，则可能需要展现更强的政策定力。考虑到，如果美联储3月降息，那么市场很容易猜测美联储在之后的会议上持续降息、全年大幅降息，美联储引导市场预期的难度会加大。

二是，夯实“软着陆”信心。市场有观点认为，美联储释放降息信号，可能是看到了市场并未广泛关注到的衰退迹象。但美联储显然不会如此“平白无故”地加剧市场的恐慌情绪，这也与美联储加强与资本市场沟通的一贯做法相悖。

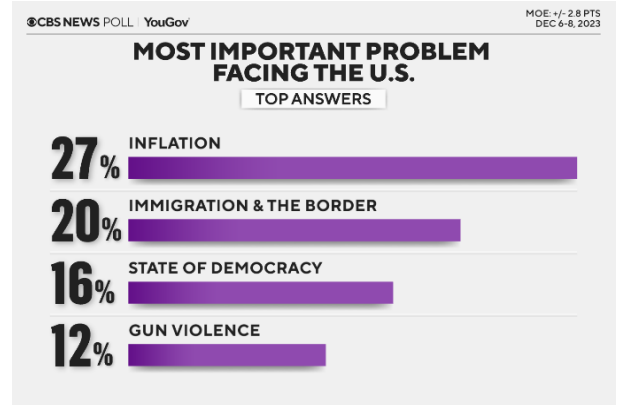
三是，捍卫美联储独立性。2024年是美国大选年，市场猜测拜登政府可能施压美联储尽快降息，维护经济金融稳定，帮助其赢得“高利率厌恶人群”的选票。但不要忘记，鲍威尔领导的美联储有过捍卫美联储独立性的光荣历史，曾在2018年不顾时任总统特朗普施压，坚持年内完成4次加息。更何况，截至2023年12月，CBS New 民调显示“通胀”仍被认为是美国面临的最重要问题。某种程度上，拜登政府和美联储都有实现物价稳定的愿望，意味着美联储所受“政治压力”可能有限。

图表19 近期美债利率明显下降，金融条件快速转松



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表20 民调认为“通胀”仍是美国最重要的问题



资料来源: CBS News, 平安证券研究所

总而言之，当前市场对美联储降息的预期可能走得过远。需要指出的是，我们并不怀疑 2024 年美联储具备一定“预防式降息”的空间。基准情形下，预计美联储全年降息 75BP 左右，首次降息或在二季度（参考报告《2024 年美联储利率政策展望》和《2024 年美国经济与市场展望：转弯与转型》）。本周以来，市场降息预期已经出现松动。截至 1 月 17 日，CME 利率期货市场认为 3 月至少降息一次的概率减少至 61%，对全年降息幅度的判断减少至 125BP 左右。未来一段时间，需警惕“紧缩交易”的阶段性上演，届时美债利率与美元指数可能保持高位、甚至阶段上行，美股也可能因估值压力而阶段承压。

风险提示：美国经济超预期下行，美国通胀超预期回落，美国金融风险超预期上升等。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）
- 推 荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）
- 中 性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）
- 中 性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2024 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120

北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层
邮编：100033