

宏观点评 20240131

美联储：“用嘴降息”到降息的距离

2024年01月31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

相关研究

《1月PMI：“正在路上”的降息》

2024-01-31

《美国四季度经济表现如何--海外宏观经济周报》

2024-01-28

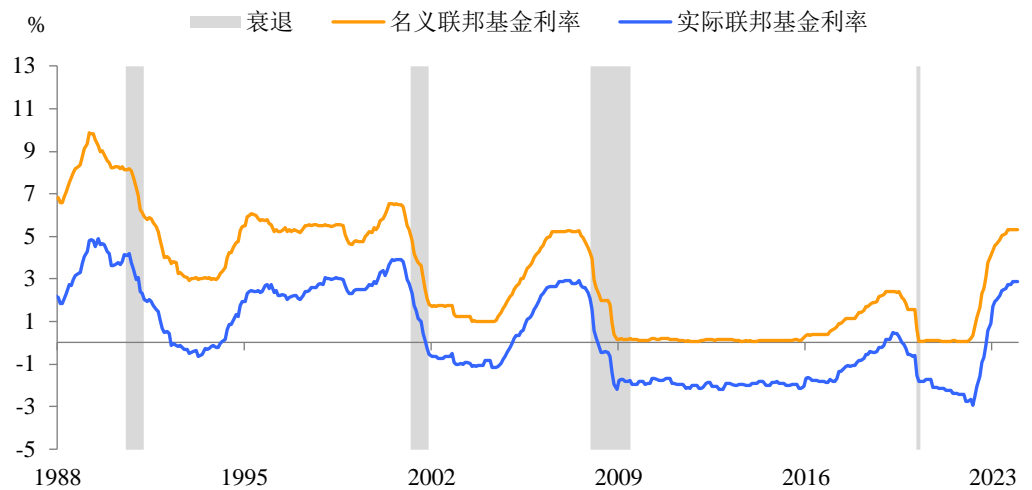
- **美联储1月预计不会降息，不过我们认为这其实是延续去年12月“用嘴降息”之术。**由图1，非危机状态下的降息在历史上并不常见，而大多降息都是危机引发的被迫降息。尤其是过去的两次给我们留下了深深的烙印：2020年疫情冲击下美联储迅速将利率降低至0；以及十几年前美国房地产泡沫被刺破后引发了大衰退，随后的大幅降息。可见很多年以来美联储典型的降息要么是因为大危机，要么是经济出现了大幅放缓。然而本次开启降息的辩论将不再是过去“常态化”的情况，反而与90年代降息的原因更为类似—预防式降息。
- **具体来看，本次会议预计主要有以下三点值得关注：**
- **一是不再进一步加息。**声明中可能删除“任何额外的紧缩”的说法，转为使用“政策根据需要采取行动”，暗示政策向正常化转向，接下来更可能的是降息而非加息。
- **二是并未弱化通胀风险，尤其是核心通胀。**本次会议虽然承认了“通胀持续缓解”，但考虑到住房外的核心通胀尚未提供更多放缓证据，至少需要看到薪资通胀拉动更多下行，才能让美联储“有信心”地认为通胀会稳定地回落至2%。
- **三是对金融条件的“含糊其辞”。**美联储承认了近期金融条件的宽松，不过同时仍旧对早期信贷收缩对经济的拖累有所担忧。
- **由此来看，美联储从“用嘴降息”到降息仍有距离，降息的急迫性并不高。今年降息的关键在于通胀：一个是现实通胀水平，另一个则是对通胀的预期水平。**而其背后反映出的实则是对实际利率的控制。那么距离降息还有多远？我们认为有如下三个条件需要同时被满足：
- **核心PCE（6个月年化）降至2%。**从2023年来看，核心PCE环比6个月移动平均维持在0.2%-0.3%良性放缓的趋势上。通过美联储近期更关注的3个月和6个月核心PCE的变化，根据我们的测算（按照良性放缓的环比增速），2024年上半年美国6个月年化核心通胀的很可能小幅反弹，转而在2024年下半年才能回落至美联储合意的水平上。鉴于此，我们认为核心通胀的放缓还需要更多时间才能交出让美联储满意的“成绩单”。
- **除了基准情形下需要核心通胀的良性放缓之外，薪资和通胀预期也是能否顺畅地打开降息大门的关键：**
- **薪资增速回落至3.5%。**鲍威尔2023年10月曾公开表示，3.5%的薪资增速于2%的通胀目标相符合的。目前来看，就业市场供需失衡的矛盾确实有所缓解，不过衡量劳动力紧张程度的指标仍然处于历史较高水平，新增非农就业人数也持续高增，工资增速回至合意水平难度较大。因此除非员工工资水平大幅走低，否则美联储首次降息的时间将从二季度往后延长。
- **长期通胀预期被稳定的锚定。**这一预期能否被很好的稳定是判断通胀回落是暂时性还是持续性的重要证据。从当前来看，无论是密歇根调查，还是纽约联储对于未来通胀预期的中位数，都在稳步下降。如果未来这一预期持续低于3%，稳步向2%的水平靠拢，这将有助于“安抚”美联储对长期通胀预期失控的担忧，从而顺利的打开对降息的讨论。
- **由此可见在美联储降息的条件下，只有通胀预期稳定这一条件被满足。美国经济在上半年衰退概率低、核心通胀回落较为缓慢的情况下，达到在2024年3月就条件的概率极低。**不过考虑到3月往往发生“意外”，美联储“防风险”需求可能让委员会不得不采取宽松举措。即便是不降息，降低缩表速度也意味着在逐步给通往降息的道路上清扫障碍。
- **风险提示：**全球通胀超预期上行，美国经济提前进入显著衰退，巴以冲突局势失控，美国银行危机再起金融风险暴露。

图1: 历次美联储降息的典型范式是出现危机或者经济大幅放缓

日期	前瞻指引表述	降息类型	降息时利率水平
1995-07	“由于1994年初开始的货币紧缩， <u>通货膨胀压力已经减轻到可以容纳货币条件的适度调整程度。</u> ”	预防式	6.0%
1998-09	“（亚洲金融危机）冲击可能会减弱美国国内需求的势头，尽管通胀压力受控，但为应对经济的进一步衰弱， <u>对宽松采取谨慎态度，降低联邦基金利率25个基点是合理的。</u> ”	预防式	5.5%
2001-01	“美联储的行动是基于销售和生产进一步减弱的情况，以及消费者信心下降、金融市场紧张、高能源价格削弱家庭和企业购买力的背景下采取的。 <u>委员会认为风险主要倾向于可能在可预见的未来导致经济疲软。</u> ”	危机式	6.5%
2007-09	“今天的行动旨在避免金融市场动荡对经济的广泛不利影响，促进长期适度增长。”	危机式	5.25%
2019-07	“鉴于全球发展对经济前景的影响以及通胀压力的影响，委员会决定将联邦基金利率目标区间下调至2.25%至2%。委员会对经济活动、劳动力市场以及通胀能否对应2%的目标这一前景仍存在不确定性。”	预防式	2.5%
2020-03	“冠状病毒的爆发对包括美国在内的许多国家的社区造成了伤害，并扰乱了经济活动。 <u>该病毒在短期内拖累经济活动，并对经济前景构成风险，委员会决定下调联邦基金利率的目标区间”。</u>	危机式	1.75%

数据来源：美联储官网，Bloomberg，东吴证券研究所

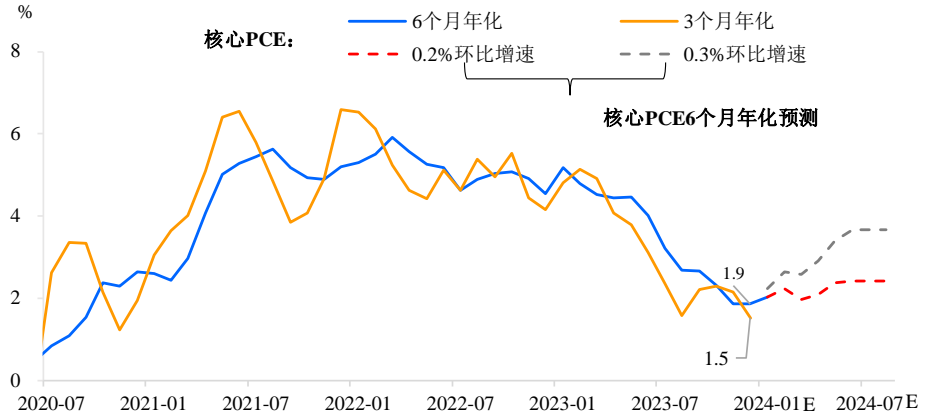
图2: 当通胀下降时，即使名义利率保持稳定，实际利率也会上升



注：实际利率根据是联邦基金利率-专业预测者调查（费城联储）得出的未来一年通胀预期值计算得出；

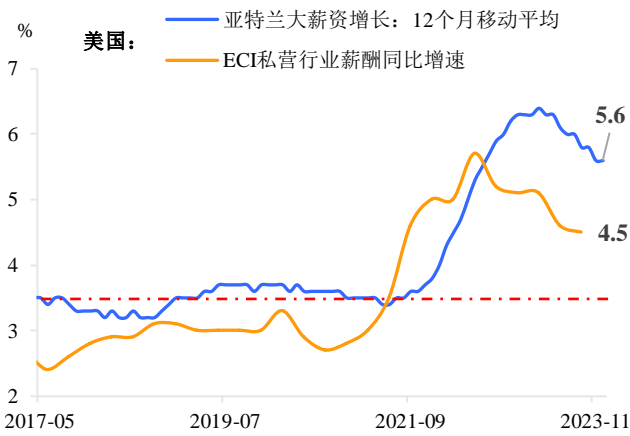
数据来源：费城联储，Wind，东吴证券研究所

图3: 核心 PCE 的 6 个月年化同比或在上半年反弹



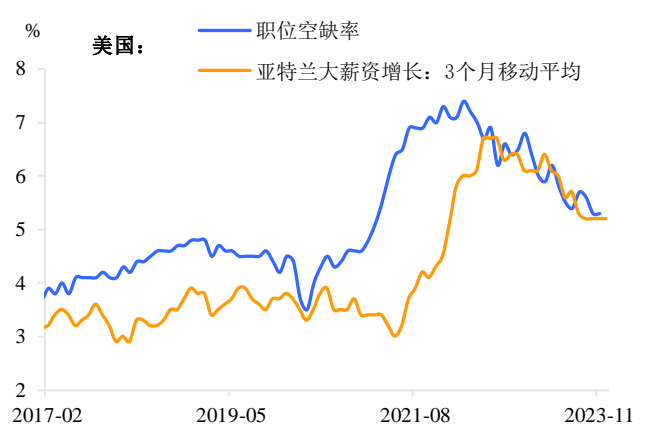
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 薪资增速较通胀目标对应的合意水平仍有距离



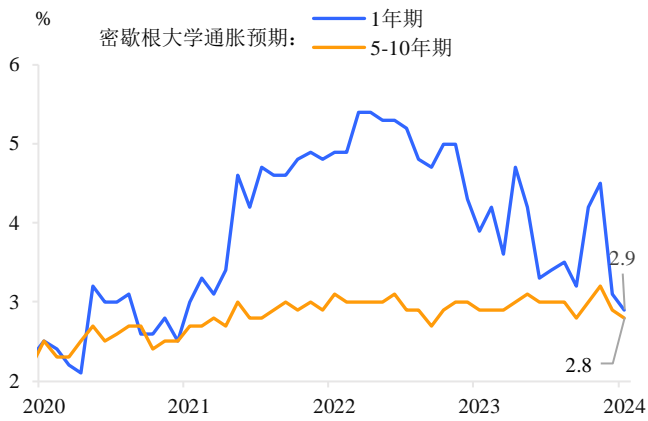
数据来源: Wind, Bloomberg, 东吴证券研究所

图5: 职位空缺率的再次上涨意味着薪资更难回到 4%



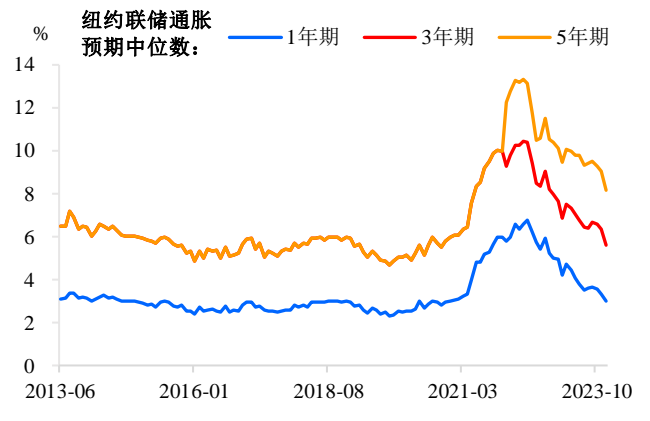
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 密歇根大学短期及长期预期稳定回落



数据来源: Wind, Bloomberg, 东吴证券研究所

图7: 纽约联储通胀预期中值快速回落



数据来源: Wind, Bloomberg, 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>