



## 宏观研究报告

2024年2月21日

周浩

+852 2509 7582

[hao.zhou@gtjas.com.hk](mailto:hao.zhou@gtjas.com.hk)

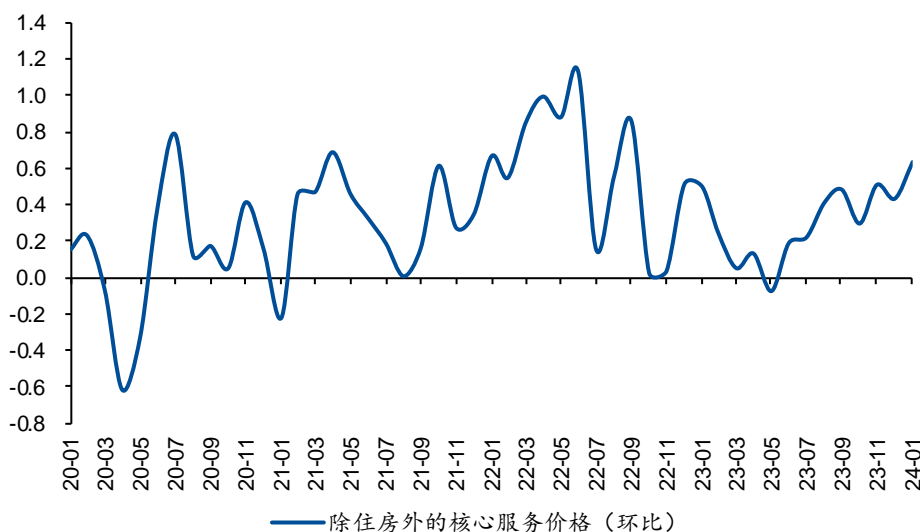
孙英超

+852 2509 2603

[billy.sun@gtjas.com.hk](mailto:billy.sun@gtjas.com.hk)

## 如何判断本轮美国降息周期？

美国核心通胀再度抬升，并影响市场预期

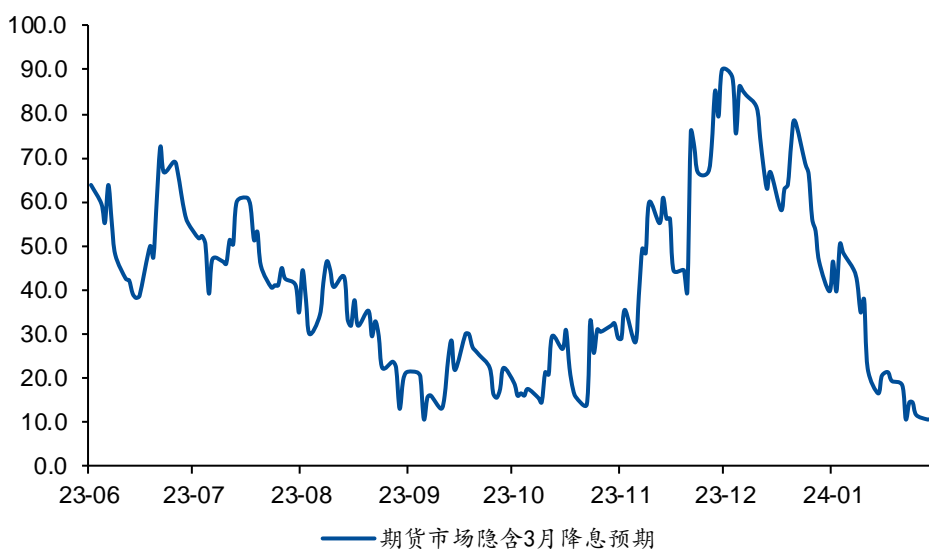


数据来源：彭博, 国泰君安国际

- 伴随着 10 年美债收益率的回升，从去年 11 月开始的第一轮降息交易偃旗息鼓。由于美国经济数据表现抢眼，市场开始重新调整对于降息的预期。从目前的市场共识来看，市场认为美联储在 3 月份降息的概率在 10% 左右，并将第一次降息的时点推迟至 6 月的议息会议。
- 我们对于今年的降息交易的看法，主要观点是“一个确定，两个不确定”。具体而言，“一个确定”是指降息的方向是确定的，“两个不确定”中的第一个不确定是降息的节奏，而第二个不确定是降息的影响。
- 基于经济表现大概率会超预期，即美国在 2024 年的增速大约在 2% 的情形下，我们应该如何判断今年的降息节奏和幅度呢？首先，如果美国经济再度达到 2% 的增速，并保持大约 3% 的核心通胀率，那么这样的经济表现并不是我们熟知的。
- 从这样的经济基本面出发，我们可以基本确定的是，美国的货币政策需要保持长期的限制性，这意味着终点利率的水平大约会在 3% 以上，甚至会达到 3.5%。如果这一判断大致成立，那么本轮降息的幅度会在 200 个基点左右，即降息 8 次。
- 接下来需要判断的是降息的节奏。首先可以大致明确的是，降息肯定会在今年上半年开启，美联储有绝对的动力去 kick off 本轮降息，并将未来的不确定性留给未来。
- 短期而言，市场需要等待的是下一个确定性，即本轮周期的首次降息，在这样的确定性下，逢高入手美债，并逢高做空美元，应该是胜率更高的交易。

伴随着 10 年美债收益率的回升，从去年 11 月开始的第一轮降息交易偃旗息鼓。由于美国经济数据表现抢眼，市场开始重新调整对于降息的预期。从目前的市场共识来看，市场认为美联储在 3 月份降息的概率在 10% 左右，并将第一次降息的时点推迟至 6 月的议息会议。全年而言，市场认为降息的幅度为 90 个基点，与美联储点阵图给出的 85 个基点的降息预期基本重合。

图 1: 市场推后首次降息的时点



数据来源: 彭博, 国泰君安国际

很显然，市场的降息预期已经被无情打压。与此同时，美股仍然表现强劲，这也意味着美国经济的表现仍然被期待，从这个角度而言，市场需要厘清的降息问题，其实不仅仅在利率本身，更需要理解美国经济的中长期状态。

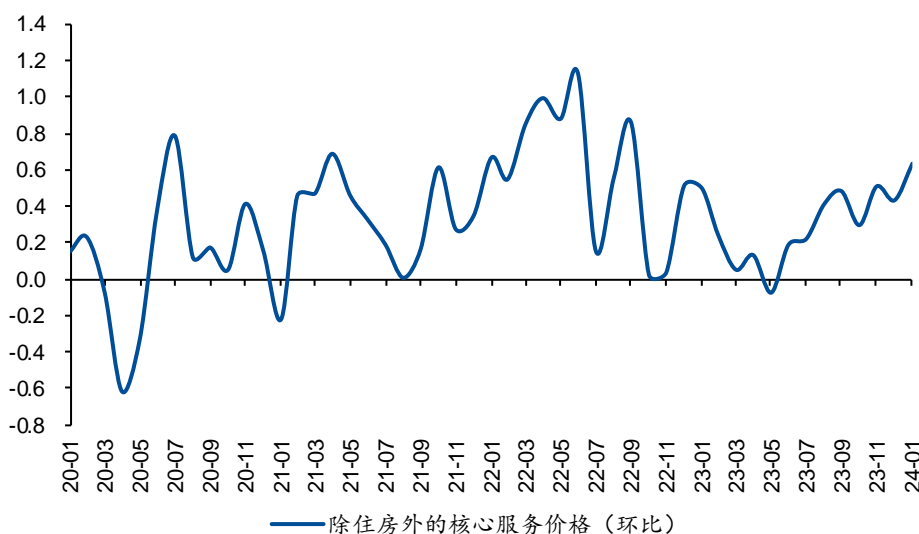
我们对于今年的降息交易的看法，主要观点是“一个确定，两个不确定”。具体而言，“一个确定”是指降息的方向是确定的，“两个不确定”中的第一个不确定是降息的节奏，而第二个不确定是降息的影响。

目前而言，第一个不确定已经被充分演绎，市场在大幅调低今年的降息预期，在很大程度上也开始认可未来的降息路径可能并不如想象中流畅和流利。美联储和市场重新回到同一条跑道，在很大程度上也意味着大家对于未来的不确定性，并没有因为分歧的弥合而出现降低；反而意味着未来的路，其实只能如鲍威尔一直强调的“data dependent”。

降息的第二个不确定，是降息对于通胀的影响。这听起来有些无厘头，但 1 月份美国通胀突然超预期上行，在很大程度上意味着我们对于本轮通胀的认知仍然存在着大量的未知。从通胀在过去几个月的表现来看，市场对于通胀中枢的长期抬升，应该保持一定的敬畏，而贸然预测核心通胀率会将至 2% 甚至以下，其实并不是成熟的做法。

基于经济表现大概率会超预期，即美国在 2024 年的增速大约在 2% 的情形下，我们应该如何判断今年的降息节奏和幅度呢？首先，如果美国经济再度达到 2% 的增速，并保持大约 3% 的核心通胀率，那么这样的经济表现并不是我们熟知的。这意味着美国经济将连续两年超越潜在增速——目前这一水平大约在 1.7% 左右——换个角度来说，美国经济的潜在增速可能需要被重新审视，如果通胀长期保持在 3% 左右，那么潜在增速上行的可能性则更大。由于对潜在增速的研究需要事后验证，因此目前我们难以得到答案。

图 2：美国核心通胀再度抬升



数据来源：彭博，国泰君安国际

从这样的经济基本面出发，我们可以基本确定的是，美国的货币政策需要保持长期的限制性，这意味着终点利率的水平大约会在 3% 以上，甚至可能会达到 3.5%。如果这一判断大致成立，那么本轮降息的幅度会在 200 个基点左右，即降息 8 次。

接下来需要判断的是降息的节奏。首先可以大致明确的是，降息肯定会在今年上半年开启，美联储有绝对的动力去 kick off 本轮降息，并可以将未来的不确定性留给未来。因为降息如果没有开启，那么所有的可能的影响都无法通过现实来得到解答。从这个角度而言，到底是 3 月、5 月还是 6 月降息，其实意义并不大。美联储在上半年必有一降，甚至并不能排除 3 月降息的可能性。

真正的问题是今年下半年，如果今年降息 3 次，那么 9 月和 12 月降息的概率最大，因为这两次会议美联储会公布新的经济预测，基于新的季度预测来作出相对重要的决议，这也符合往来的惯例。但如果今年降息为 3-4 次，那么可以确定的是，12 月之前还会有一次降息，而 11 月份会议往往有承上启下的功能，发生降息的概率也会比较大。

如果以上的判断基本成立，那么市场会如何应对呢？不幸的是，如果今年有 4 次降息，而 2 次发生在第四季度，那么市场可能会面临较长时间的痛苦等待，而真正的大规模行情可能要到年底才会开启。而明年上半年，大概率还会发生 2 次左右的降息，这也就意味着本轮降息的主要进程会在未来 12-15 个月之内完成。

市场的定价节奏也基本可以确定，以 10 年美债利率为例，今年上半年发生的第一次降息前后，会带来今年利率的低点。而真正的交易热潮，可能会落在今年的第四季度。如果今年降息 100 个基点，那么 2 年美债利率会在年底走向 4.3%-4.5% 的水平，但 10 年美债利率则大概率会较为坚挺，不排除 2 年和 10 年的利差会转正。伴随着明年的进一步降息，2-10 年的利差也有机会重新拉大，并逐步找到新的常态。

短期而言，市场需要等待的是下一个确定性，即本轮周期的首次降息，在这样的确定性下，逢高入手美债，并逢高做空美元，应该是胜率更高的交易。

### 个股评级标准

参考基准:香港恒生指数/纳斯达克综合指数

评级区间:6至18个月

评级	定义
买入	相对表现超过 15% 或公司、行业基本面展望良好
收集	相对表现 5%至 15% 或公司、行业基本面展望良好
中性	相对表现-5%至 5% 或公司、行业基本面展望中性
减持	相对表现-5%至-15% 或公司、行业基本面展望不理想
卖出	相对表现小于-15% 或公司、行业基本面展望不理想

### 行业评级标准

参考基准:香港恒生指数/纳斯达克综合指数

评级区间:6至18个月

评级	定义
跑赢大市	相对表现超过 5% 或行业基本面展望良好
中性	相对表现-5%至 5% 或行业基本面展望中性
跑输大市	相对表现小于-5% 或行业基本面展望不理想

### 利益披露事项

- 分析员或其有联系者并未担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。
- 分析员或其有联系者并未持有本研究报告所评论的发行人的任何财务权益。
- 国泰君安国际控股有限公司及其附属公司并未持有本研究报告所评论的发行人的市场资本值的1%或以上。
- 国泰君安国际控股有限公司及其附属公司在过去12个月内没有与本研究报告所评论的发行人存在投资银行业务的关系。
- 国泰君安国际控股有限公司及其附属公司没有为本研究报告所评论的发行人进行庄家活动。
- 没有任何受聘于国泰君安国际控股有限公司及其附属公司的个人担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。没有任何国泰君安国际控股有限公司及其附属公司有联系的个人为本研究报告所评论的发行人的高级人员。

### 免责声明

本研究报告并不构成国泰君安证券(香港)有限公司(“国泰君安”)对购入、购买或认购证券的邀请或要约。国泰君安与其集团公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

国泰君安的销售人员,交易员和其他专业人员可能会口头或书面提供与本研究报告中的观点不一致或截然相反的观点或投资策略。国泰君安的资产管理和投资银行业务团队亦可能会做出与本报告的观点不一致或截然相反的投资决策。

本研究报告中的资料力求准确可靠,但国泰君安不会对该等资料的准确性和完整性做出任何承诺。本研究报告中可能存在一些基于对未来政治和经济状况的某些主观假定和判断而做出的前瞻性估计和预测,而政治和经济状况具有不可预测性和可变性,因此可能具有不确定性。投资者应明白及理解投资之目的和当中的风险,如有需要,投资者在决定投资前务必向其个人财务顾问咨询并谨慎抉择。

本研究报告并非针对且无意向任何隶属于或位于某些司法辖区之内之人士或实体发布或供其使用,如果此等发布、公布、可用性或使用会违反该司法辖区内适用的法律或规例、或者会令国泰君安或其集团公司因而必须在此等司法辖区范围内遵守相关注册或牌照规定。

©2024 国泰君安证券(香港)有限公司版权所有,不得翻印

香港中环皇后大道中181号新纪元广场低座27楼

电话:(852) 2509-9118 传真:(852) 2509-7793

网址:www.gtjai.com