

# 宏观点评 20240222

## 美联储：若隐若现的再加息？

2024年02月22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

■ 美联储开始公开唱衰“降息论”了，该不该担心再加息的“意外”？周四凌晨公布的1月联储议息会议纪要多少要让市场“捏把汗”——“大多数与会者关注到货币政策转向太快的风险（Most participants noted the risks of moving too quickly to ease the stance of policy）”，这一唱衰“降息论”的行为背后至少透露了两层信号：**降息不会太快开启，而停止加息可能也并非“板上钉钉”**。略显默契的是，**2月以来市场的表现也开始逐渐不再反映软着陆和美联储即将转向的叙事**——美债收益率大幅上涨，而股市却表现坚挺。

那么，如何评估美联储再加息的隐忧？我们认为可能至少要满足三个方面的条件（就业、通胀和增长），而这三个条件目前看来门槛不低。今年降息的时点和空间确实存在不确定性，但是重启加息的概率目前看来并不大。

■ 美联储重回加息的可能性有多大？我们认为可以从**2023年美联储的超预期加息中获得一些洞见**。2022年12月美联储议息会议点阵图暗示2023年整体将加息3次，而市场由于衰退担忧，政策预期则更加“激进”——6月停止加息、7月开始降息。最终的结果是2023年美联储加息4次，最后一次加息在7月，并且全年没有降息。

■ 回顾2023年上半年美国经济和市场环境，顶着市场的衰退预期和美国硅谷银行的破产，**美联储超预期加息的“底气”在哪？**我们认为可能来自于**三个方面重要的经济条件**：

■ 其一，每月新增非农持续稳定保持在20万人乃至30万人以上，甚至部分月份超过50万人，就业市场需求高、韧性强；

■ 其二，核心通胀环比增速未出现明显退坡趋势，持续位于0.3%之上，核心通胀随时面临加速风险；

■ 其三，美国实际GDP季度环比折年率位于2.5%附近，2022年三四季度甚至一度达到2.6%和2.7%，经济表现尤为强劲。

■ 因此从以上三个方面来看，**今年再次加息的兑现门槛不低**。虽然1月的就业和通胀数据都超预期了，但是背后多少都有些季节性、天气和统计变化的噪音，我们对未来一至两个季度内，美国经济能够在就业、增长和通胀方面持续保持“强劲”持有疑虑：

■ **短期数据扰动，就业市场仍在逐步降温**。对于就业市场来说，1月超预期新增非农数据的持续性存疑，一方面，年初非农数据通常会受到天气以及数据口径调整等影响，存在较大噪音；另一方面，多项劳动力市场指标仍指向需求持续降温，职位空缺数呈现不断下行趋势、招聘率也已经低于疫情前水平；此外，供给缺口逐渐愈合，劳动力参与率稳步修复，劳动力市场供需正在走向平衡。自2021年以来，每年新增非农就业的中枢逐渐下降，2023年跌至25.5万人，而疫情前的2016年至2019年这一中枢都在20万以下。

■ **经济虽仍有韧性，但高利率和财政脉冲放缓的滞后影响将会拖累后续经济的表现**。虽然去年四季度美国经济再次交出亮眼答卷，显示经济的韧性。但从历史来看，在季节性和气候等影响下，一季度美国经济通常会略有下行，并且随着美国居民超额储蓄的下滑，消费对于经济的支撑作用将明显减弱，最新GDPnow显示一季度消费对于实际GDP贡献已经从最初预测的2.4%下调至1.8%，消费退坡仍在进行。而可能更重要的是去年3、4季度对经济形成有效支撑的积极财政，今年将成为重要拖累，利率higher for longer的滞后影响在今年也会有所体现。

■ **但三个因素中，通胀的不确定可能是最大的**。截至2023年12月美国核心PCE同比下降至3%以下，根据我们的路径演绎，如果要在3月或5月议息会议前使得核心PCE同比反弹至3%以上，触发美联储加息考

### 相关研究

《节后LPR的“降”心独具》

2024-02-20

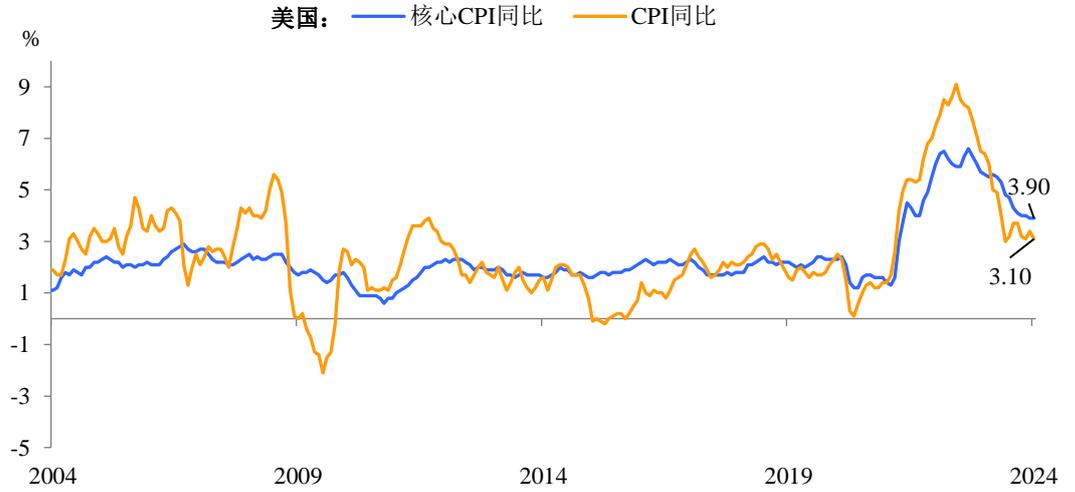
《春节错位下的1月通胀数据》

2024-02-19

虑，那么其月均环比增速要分别稳定保持在 0.5%或 0.4%，难免有些不切实际。而且即便通胀有可能在年中超预期反弹，由于其他两个条件并不成熟，影响的可能更多是降息的推迟，而不是加息的重启。

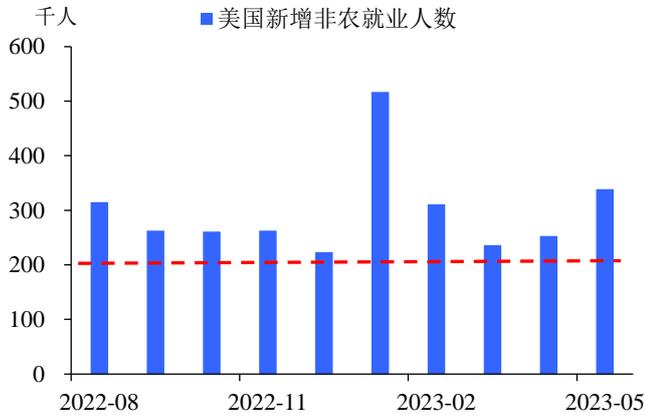
- **风险提示：**全球通胀超预期上行，美国经济提前进入显著衰退，巴以冲突局势失控，美国银行危机再起金融风险暴露，美联储超预期降息。

图1: 美国 1 月通胀数据超预期



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

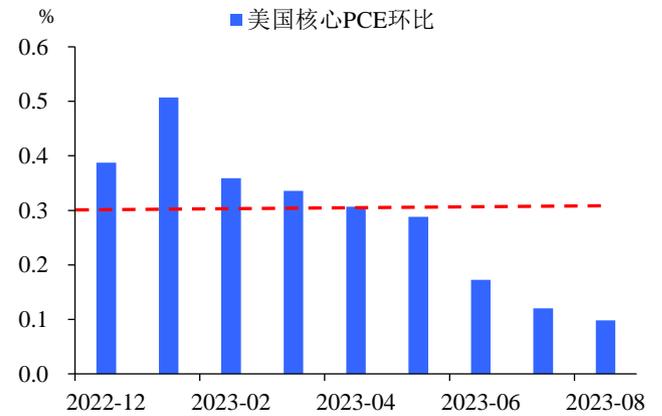
图2: 新增非农保持每月 20 万人以上



注: 新增非农数据为初值。

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 核心 PCE 环比增速达到 0.3% 以上是关键门槛



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 美国劳动力市场需求逐渐降温



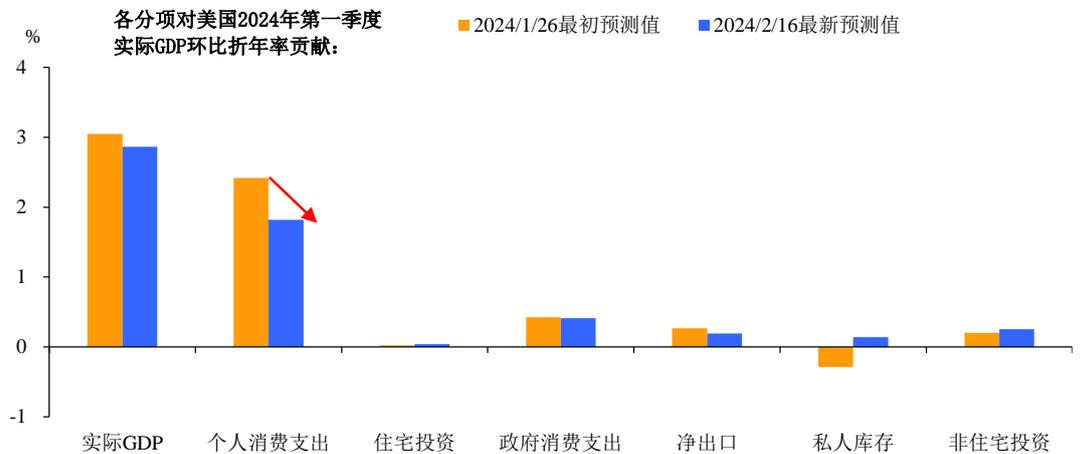
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 劳动力参与率逐步恢复至疫情前水平



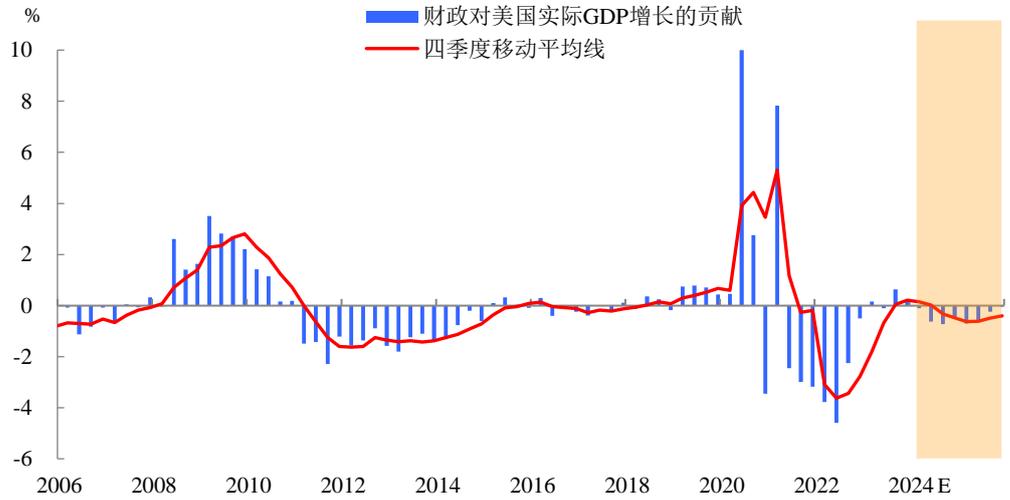
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 消费对于美国 GDP 贡献正在减弱



数据来源: CEIC, 东吴证券研究所

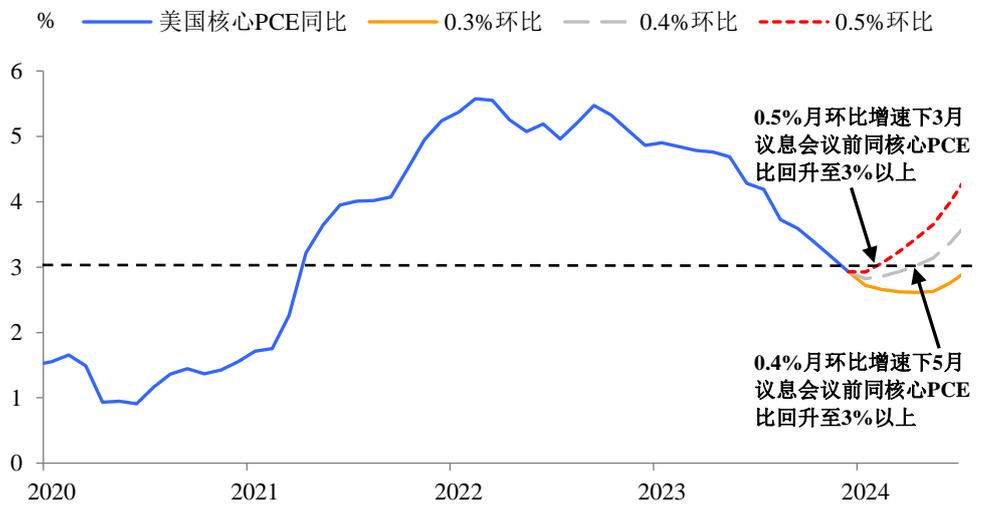
图7：2024年财政恐将成为经济重大拖累



注：黄色阴影部分为预测值。

数据来源：Hutchins Center，东吴证券研究所

图8：美国核心PCE同比演绎路径



注：2024年为预测值。

数据来源：Bloomberg，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>