

探讨美联储降息的多重演绎路径

---短期与中长期的通胀框架

核心观点:

鲍威尔暗示降息在路上，但目前的市场预期存在哪些风险？年初市场的降息预测较为激进，一度为3月进行首次降息，全年最多可能降息7次。不过，随着劳动市场、通胀和经济数据展现超预期的韧性，当前的主流预测已经变为6月首次降息，全年累计4次共100BP，也有部分意见认为存在2024年不降息的风险。令市场松了一口气的是，鲍威尔在3月6日的国会听证中表示“适时在今年某个时候开始缓和限制性的货币政策”。虽然如此，近期强于预期的数据令投资者不得不考虑一些问题：（1）什么因素可能导致美联储在2024年降息幅度不及预期？（2）美联储2024年不降息的概率有多大？通胀隐忧之下，降息时点和幅度可能发生什么变化？

可能导致降息不及预期的短期因素：居住成本相关的统计问题可能是导致通胀回落不及预期的最直接的风险，核心服务价格在劳动供需缺口下的粘性短期保持，但最终回落，意外的冲突对能源价格的扰动也应警惕，食品和核心商品无需过度忧虑。通胀在前三季度曲折下行的趋势仍在，但四季度可能回升并向3%靠拢，这也易导致美联储的降息幅度更加克制。CPI统计修订了业主等价租金的分项权重，增加了涨价幅度更明显的“独户住宅”占比，这也直接导致2024年1月3.1%的CPI同比增速显著超过2.9%的市场预期。在目前的地产供需格局下，预计业主等价租金（OER）的环比增速可能在2024年小幅高于主要居所租金，为通胀更顺畅的下行制造小幅阻力。

值得关注的中长期因素中，债务影响可能最为明显：如有证据表明美国老龄人口退休加剧并带动储蓄率下行、政治因素导致（计划）立法通过大量新增关税、地缘政治冲突长期持续并提升大宗商品成本、美国财政支出再度超预期扩张，则2024年的降息幅度可能也会被这些中长期因素所限制。**老龄化方面，**（1）在不考虑技术进步的情况下，老龄抚养比的上升对总产出的负面贡献不利于低通胀的保持；（2）部分研究认为老龄化导致储蓄率降低，而储蓄可能被转换为需求和流动性，增加通胀。（3）持续的超额退休使美国劳动缺口闭合十分缓慢，偏高劳动需求下薪资和通胀形成循环。**逆全球化方面，**特朗普潜在的“回归”与其关税政策是重要担忧。中长期框架中目前最明显的压力来自于拜登政府新公布的财政计划，白宫预计2024和2025年赤字率仍高达6.6%和6.1%。而贫富差距、生产力与经济扩张和绿色低碳等问题影响尚不突出。

美联储2024年不降息的概率有多大？降息的幅度和时点可能发生什么变化？不降息的概率目前很低，在鲍威尔等重要官员表态会在某一时点降低政策利率的基础上，美联储的“实际利率”框架和泰勒规则也并不支持联邦基金利率在通胀继续放缓的基础上保持高位。但如果通胀出人意料的大幅反弹引发不降息，10年期美债收益率在赤字率不低的基础上可能再度挑战5%，美元指数回升超过105，美股也面临更长期高利率下的业绩压力。考虑到通胀数据中居住成本对通胀降低形成的阻碍、劳动市场和核心服务价格粘性略强于预期、白宫计划的财政支出力度和赤字率仍然较强，我们维持美联储在二季度末进行首次降息的判断，但将全年降息次数修正为3次75BP。在年中进行首次降息后，美联储可能在有充分数据观察时间的9月和12月进行第二和第三次降息；而如果四季度CPI快速回升至3%以上，核心CPI仍未降至3%附近，则美联储可能选择在12月不降息，全年仅降息2次。

分析师

章俊

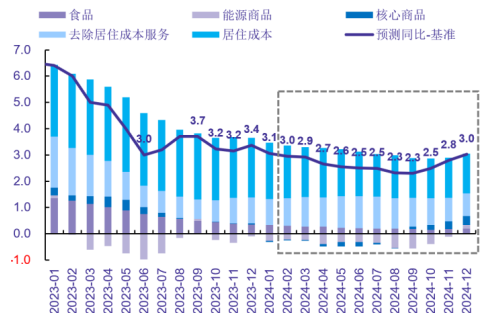
☎：010-8092 8096

✉：zhangjun_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070003

研究助理：于金潼

图：去通胀进程仍令美联储较为谨慎（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

风险提示

1. 美国市场流动性意外紧张的风险
2. 美国财政力度意外放缓的风险
3. 大选年政治不确定性的相关风险

一、 鲍威尔证词表示美联储年内仍会降息，但可能存在哪些意外？

美联储主席鲍威尔在3月6日的国会听证中表示“如果经济的发展大致符合预期，那么可能会适时在今年某个时候开始缓和限制性的货币政策……但经济和通胀持续朝2%目标持续靠拢并不是确定的。”¹这表明尽管美联储对去通胀进程心存疑虑，其依然有很高概率在2024年降低联邦基金利率。虽然如此，近期强于市场预期的经济增长、劳动市场和通胀数据令投资者不得不考虑一些问题：（1）什么因素可能导致美联储在2024年降息幅度不及预期？（2）美联储2024年不降息的概率有多大？通胀隐忧之下，美联储的降息时点和幅度可能发生什么变化？下文将对以上问题做出探讨。

图1：美联储官员发言显示短期不会降息，但年内货币转向终将到来

时间	发言官员	2024票委(粉色)	主要内容
2024/3/8	美联储主席 鲍威尔		美联储距离获得开始降息所需的对通胀下降的信心“不远了”。“我认为我们处在正确的位置，我们正等待着对通胀率持续向2%迈进有更大的信心。当我们获得这种信心时，开始缩减政策限制性将是合适的，这样我们就不会把经济推向衰退。我们离它不远了。”
2024/3/8	美联储理事 鲍曼		美国经济还没有到应该降息的地步，虽然基线情境仍是通胀下降且最终降息，但仍不能排除进一步收紧货币政策的可能性。
2024/3/8	克利夫兰联储银行 梅斯特		美联储今年能降息，但现在还没有采取行动的紧迫性。
2024/3/7	美联储主席 鲍威尔		从目前的情况看，美国经济陷入衰退的风险很小，鉴于无法确保通胀会取得进一步进展，目前仍不清楚美联储何时可以降息以支撑当前的经济扩张。未就任何降息时间表作出承诺，承认存在美联储因等待太久才降息导致经济受损的风险，但也不希望过早放宽信贷条件，导致通胀重新加速。“如果经济及发展大致符合预期”，今年晚些时候降息“可能是合适的”。
2024/3/7	旧金山联储银行 戴利		美国货币政策处于“良好位置”，美联储面临的挑战是调整政策，以确保既不会维持利率太久，也不会降息太早。
2024/3/7	明尼亚波利斯联储银行 卡什卡利		今年年初以来更强劲的经济数据可能会使美联储今年只适宜降息两次，甚至可能只有一次。
2024/3/5	亚特兰大联储银行 博斯蒂克		鉴于经济和就业市场“繁荣发展”，美联储没有降息的紧迫压力。存在通胀维持在联储2%目标之上的风险，也有被“被压抑的繁荣”推高的风险。美联储在今年年底前降息两次、每次25个基点可能是合适的。然而，美联储正在“如履薄冰”，以确保当前的经济实力不会演变为“泡沫”和新一轮通胀。
2024/3/4	美联储理事 沃勒		即将就资产负债表的最终规模做出的决定不会影响抗通胀战役或政策利率的变化。“资产负债表计划是为了使流动性水平保持正确，它们并不暗示利率政策的立场，利率政策的重点是影响宏观经济和实现我们的双重使命。”
2024/3/4	美联储理事 库格勒		美国经济有望实现通胀下降、而劳动力市场保持健康的“软着陆”，通胀预期仍然锚定，联储避免了出现新物价螺旋式上升的情况。“在劳动力市场没有明显恶化的情况下，我们将看到在通胀放缓方面持续取得进展。”
2024/3/4	芝加哥联储银行 古尔斯基		住房通胀的定价压力强于预期继续扰乱人们的预测，美联储必须密切监测该数据。
2024/3/1	克利夫兰联储银行 梅斯特		通胀正朝着美联储2%的目标靠拢，只要这种情况持续下去，同时劳动力市场有所降温但保持健康，预计美联储今年将降息三次。
2024/3/1	亚特兰大联储银行 博斯蒂克		最新的PCE价格指数数据表明，通胀率重返美联储2%目标利率的道路将是不平坦的。如果经济发展如他所料，他认为美联储“将在夏季”开始降息。
2024/2/29	纽约联储银行 威廉姆斯		尽管在实现美联储的2%通胀目标方面仍有一段距离，但今年仍可能降息，具体时间取决于未来出炉的数据。“今年晚些时候”可能会开启降息进程。今年通胀将降至2%-2.25%，明年将降至2%。
2024/2/29	波士顿联储银行 柯林斯		美联储可能需要在今年晚些时候开始降息。最近高于预期的就业和通胀数据意味着，美联储让通胀率回归2%目标的道路“可能依然崎岖不平”。美联储在对政策做出任何改变之前应该“花时间”评估数据，以确保实现美联储的两大政策目标。
2024/2/28	美联储理事 鲍曼		不急于下调美国利率，尤其是考虑到通胀面临的上行风险可能会阻碍进展，甚至导致价格压力重新加速。“过早降低政策利率可能导致未来需要进一步提高政策利率，才能在更长一段时间内推动通胀回到2%。”如果有必要，她仍愿意提高政策利率。
2024/2/26	纽约联储银行 威廉姆斯		尽管1月通胀和劳动力市场数据强于预期，但预计美联储仍将在“今年晚些时候”降息。通胀向2%目标回落的进程可能“有些崎岖不平”，但总体而言，通胀和更广泛的经济正朝着“正确的方向”前进。预计决策者将于下月开始深入讨论放缓通胀7.63万亿美元资产负债表的问题。
2024/2/23	费城联储银行 哈克		货币政策方面的下一步行动是降息，5月降息是可能的，但可能性不大，预测在今年下半年开始降息。无论美联储采取什么行动，都将是数据驱动，“我认为降息已经不远了，再给我们几次会议的时间吧。”
2024/2/23	美联储副主席 杰斐逊		将会关注一系列经济指标，以确定是否降息时机已到，而不是专注于单一指标。对美联储在将通胀率降至2%的目标方面所取得的进展保持“谨慎乐观”态度。
2024/2/23	美联储理事 库克		随着通胀缓解和劳动力市场正常化，经济面临的风险已经变成“双面”，但现在还不是降息的时候。一旦数据让人们更加确信通胀趋缓是可持续的，“在某些时候”，美联储将能够降息。

资料来源：Reuters，中国银河证券研究院

二、 什么因素可能导致美联储降息幅度不及预期？

当前市场预期美联储在6月进行首次降息，全年降息4次累计100BP²。在2024年度展望《鲸落·潮生》中，我们认为美联储的货币政策框架中有重要的五因子，在价格稳定和就业最大化的基础框架下，美联储货币反应公式中的因子还包含经济增长、金融稳定和财政可持续性。而在五因子中，价格稳定无疑占据了最大的权重，也依然是左右美联储货币政策方向的“舵手”。因此，分析影响通胀变动的短期与中长期因素可以找出促使通胀明显反弹（至3%以上）的情形。

鉴于本轮通胀是一场“供需不平衡”造成的大通胀，我们依然从供需角度分析影响通胀的因素，并将这些因素划分为短期和中长期。短期方面，可以将通胀分解为食品、

¹ Testimony by Chair Powell on the semiannual Monetary Policy Report to the Congress – Federal Reserve Board

² CME FedWatch Tool – CME Group

能源、核心商品、居住成本和核心服务，进而通过供需情况推测对居民消费价格指数的影响。潜在的中长期因素则主要包括人口结构的变化、逆全球化（关税的变动和地缘政治问题）、贫富差距、创新性生产力对经济产出的带动、债务和财政方向等。

从短期框架来看，居住成本相关的统计问题是导致通胀回落不及预期最直接的风险，核心服务价格在劳动供需缺口下的粘性短期保持但终将回落，意外的冲突对能源价格的扰动也应警惕，食品和核心商品无需过度忧虑。通胀在前三季度曲折下行的趋势仍在，但四季度可能回升并向 3% 靠拢，这也易导致美联储的降息幅度更加克制。从中长期框架考虑，如果有证据表明美国老龄人口退休加剧并带动储蓄率下行、美国政治因素导致（计划）立法通过大量新增关税、地缘政治冲突长期持续并提升大宗商品成本、美国财政支出再度超预期扩张，则 2024 年的降息幅度可能也会因这些中长期因素受到限制。中长期框架中目前最明显的压力来自于拜登政府公布的财政计划，白宫预计 2024 和 2025 年赤字率仍高达 6.6% 和 6.1%。

图 2：通胀的短期和中长期分析框架与重点因素



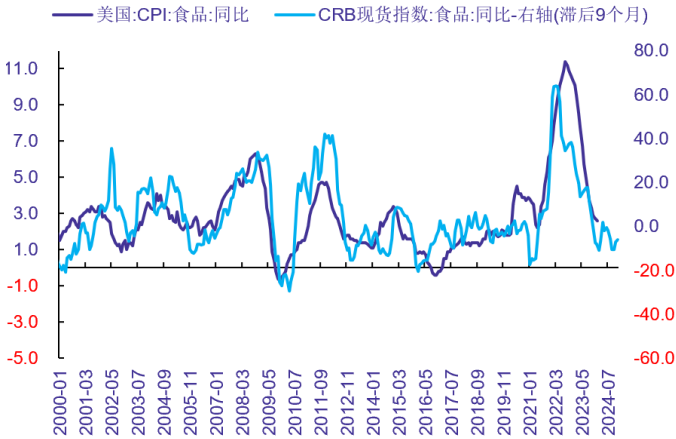
资料来源：中国银河证券研究院

1. 通胀的短期框架中，居住成本仍值得警惕，服务虽具粘性但终将弱化

短期因素方面，居住成本的统计问题仍是最大的风险，意外冲突对能源价格的干扰需要警惕，食品成本可能阶段性小幅回升但压力有限，商品价格预计保持低位，服务在劳动市场弱缓和的情况下仍将逐步降低，但粘性偏强。

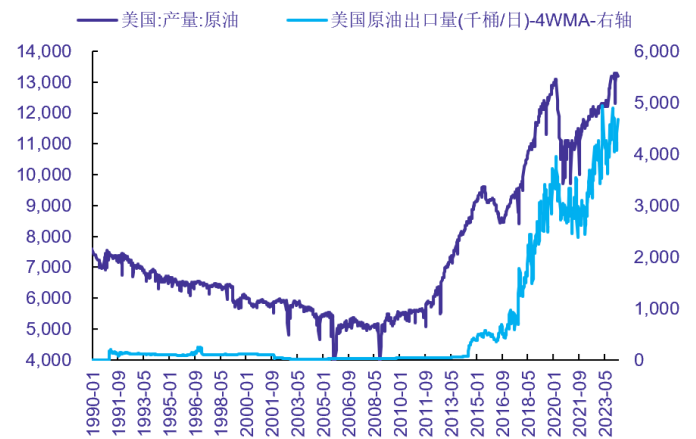
食品方面，由于供需较难直接观测，领先于 CPI 和 PCE 食品成本的价格指数可以较好预测未来的趋势。从联合国粮农组织（FAO）和 CRB 现货食品指数来看，食品 CPI 增速在一季度至年初可能存在从 2.5% 向 3% 反弹的可能，随后仍将向 2.5% 靠近。领先价格指数近期依然在 2016 年以来的正常范围内波动，暗示食品供需相对稳定，并不存在大幅反弹的基础。

图 3：食品价格可能阶段小幅回升，整体压力不大（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

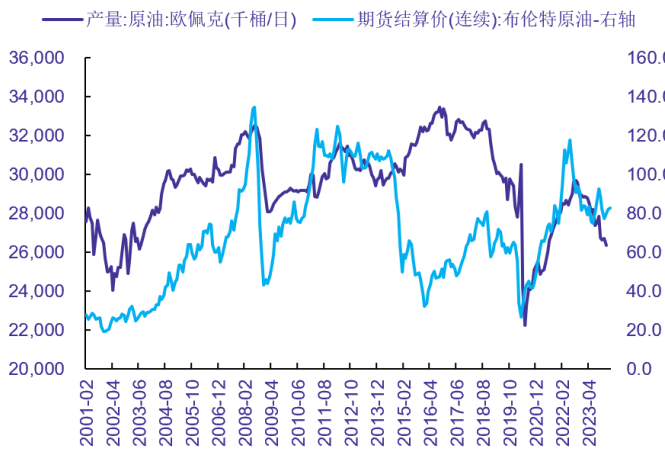
图 4：美国原油产量与出口量处于高位



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

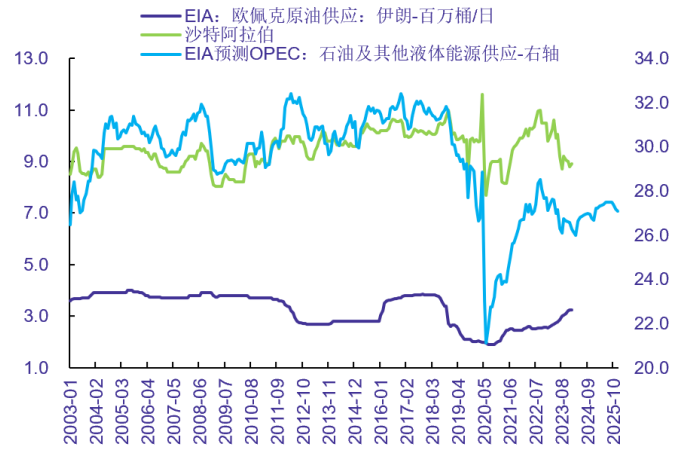
能源方面，可以将需求端分为美国、欧元区和新兴市场国家，将供给端分为美国和 OPEC+ 国家。需求端依然保持相对弱势的状态：一方面，美国经济在高实际利率环境下工业仍处于弱势，出行平稳；欧元区经济活动则更加低迷。另一方面，新兴市场国家内生性恢复力量有限，也需要外需的提振。因此，供给端对能源价格影响更加突出，在不考虑地缘政治冲突扩大推升油价的情况下，我们预计布伦特原油价格年内仍主要在 75-90 美元/桶的范围内波动。供给上，美国原油产出与出口处于较高水平，近期 OPEC 主要依靠沙特阿拉伯主动减产以降低供给，而伊朗延续增产，俄罗斯则宣称二季度小幅减产³。整体上，在需求偏弱、供给可能难以进一步降低的情况下，能源通胀短期压力有限。不过，如果地缘政治问题突然加剧，则要对能源价格提高警惕。

图 5：欧佩克延续减产，希望维持原油价格



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 6：沙特是减产主力，但未来原油供应可能回升

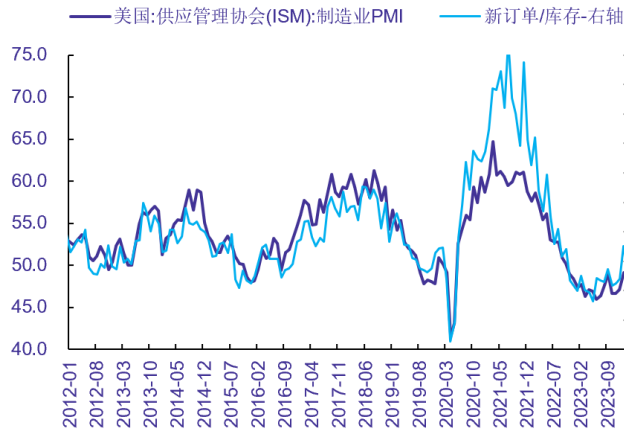


资料来源：CEIC，中国银河证券研究院

商品方面，在供应链通畅的情况下供给较为充足，但美国需求仍受到高利率的限制，尽管商品类个人消费支出朝疫情前的水平稳定，在薪资增速缓慢回落的基础上也较难显著回升。美国 ISM 制造业新订单数据也显示商品需求端的改善较为克制。总体上，主要商品在供给充裕的情况下环比增长幅度有限，在主要价格类别中最不需要担忧。

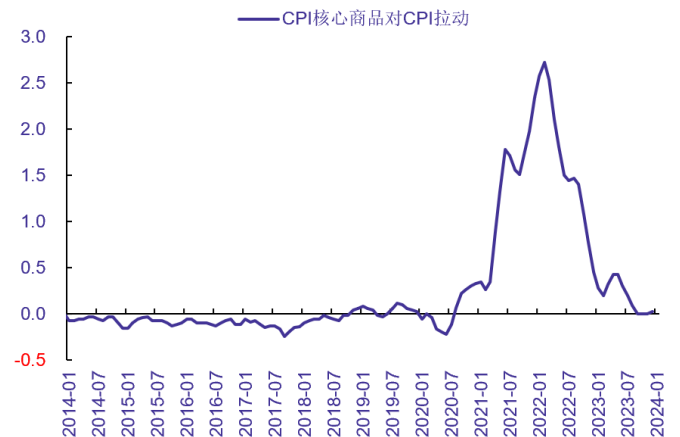
³ Russia says to deepen oil output cuts while easing export limits | Reuters

图 7：制造业需求改善幅度短期仍较为有限



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

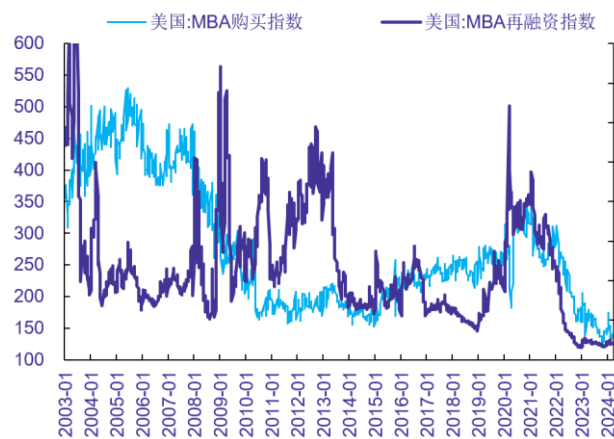
图 8：商品对通胀的拉动率回归较低位置（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

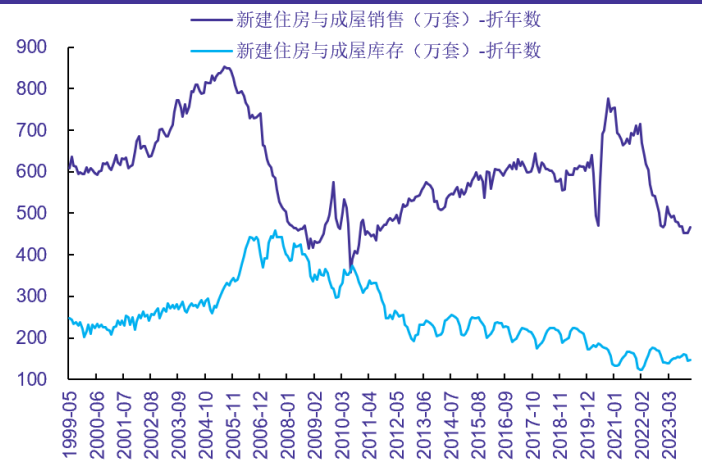
居住成本最值得注意，在考虑价格指数统计滞后效应的情况下，美国住房市场供需双弱推升价格的格局可能导致**业主等价租金（OER）高于市场租金项**，而居住成本总体自**2024年四季度起也存在环比加速的可能**。具体来看，美国住房市场的销售和贷款数据均反映高利率下需求偏弱，但更低的供给导致较低的成交量伴随着高价格。自2023年起，CPI修订了业主等价租金的分项权重，增加了涨价幅度更明显的“独户住宅”占比，这也直接导致了2024年1月3.1%的CPI同比增速显著超过2.9%的市场预期⁴。在目前的地产供需格局下，我们预计OER项环比可能在2024年持续小幅高于主要居所租金（一般在0.1%以内），为通胀更顺畅的下行制造小幅阻力。最后，由于居住成本大约滞后市场房价和租金指数15个月左右，在市场指数同比增速基本于2023年二季度触底回升的情况下，2024年四季度居住成本同比回升的压力也可能再度带动CPI向3%靠近。

图 9：美国地产需求偏弱



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

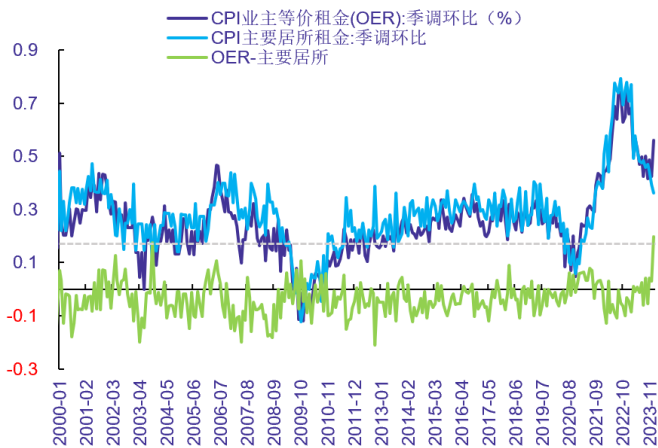
图 10：供给更加紧张，导致房价偏高



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

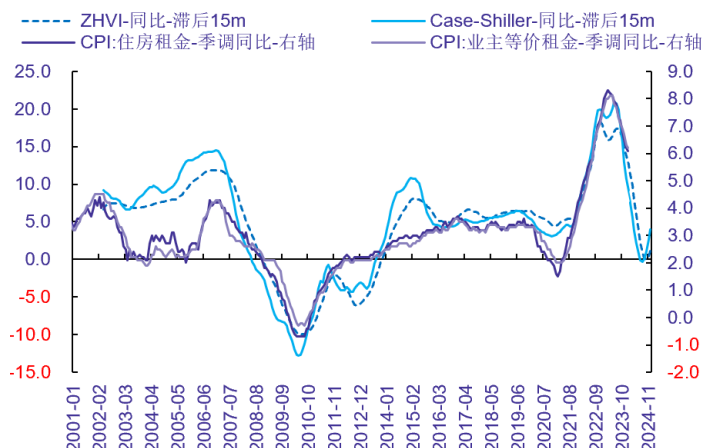
⁴ Rent and owners' equivalent rent weight information : U.S. Bureau of Labor Statistics (bls.gov)

图 11: OER 内部权重调整后, 与主要居所差值为 2000 年来最高



资料来源: BLS, 中国银河证券研究院

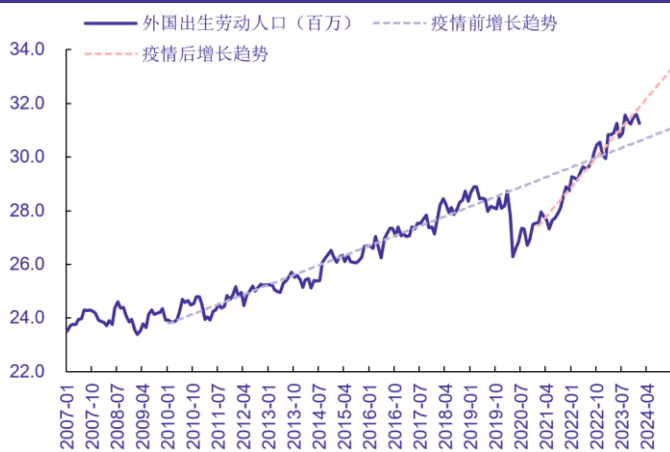
图 12: 居住成本在 2024 年四季度可能从底部回升 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

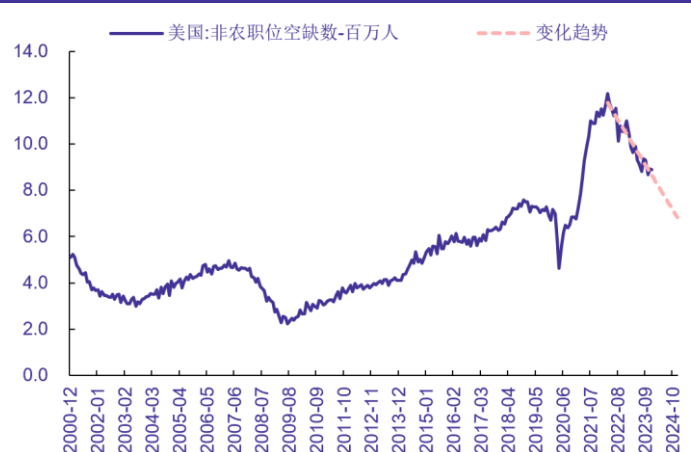
服务价格方面, 需要关注薪资变动以及劳动市场的供需缺口。从经济周期角度考虑, 服务就业与价格属于对利率相对不敏感的滞后指标, 因此下降相对商品与非核心项目也更加缓慢。虽然如此, 服务价格的坚挺主要源于劳动市场供需缺口下薪资增速的韧性, 而我们预计劳动市场在 2024 年终将恢复至正常水平。从供给端考虑, 在劳动参与率短期难以提升的情况下, 移民一直是劳动市场的重要补充, 截至 2024 年 1 月已经较疫情前增加 305.5 万人, 也高于疫情前增长趋势 100 万人左右。从需求端考虑, 职位空缺数 1 月 886 万人, 与疫情前 700 万人以下的水平仍存差距。供需两端测算, 美国劳动市场有望在 2024 年中达到更加平衡的状态, 下半年薪资增速可能缓慢回落至 3.5% 以下, 这与 2% 的通胀目标较为相符。所以, 虽然服务价格下降缓慢, 但价格压力的降低会“虽迟但到”。

图 13: 移民人口增长从供给侧弥补供需缺口



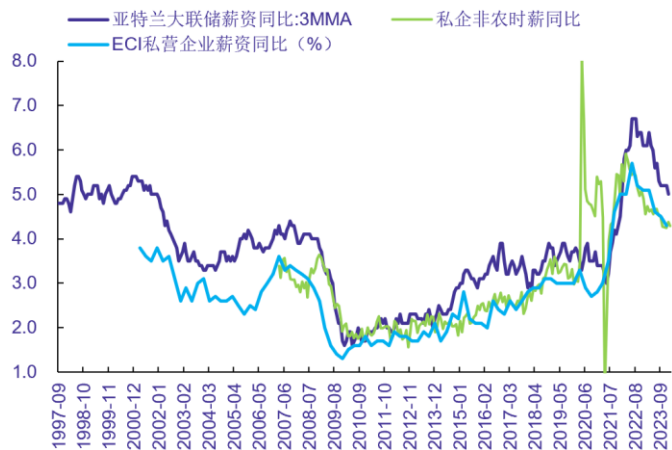
资料来源: Fred, 中国银河证券研究院

图 14: 职位空缺数下降从需求侧弥补供需缺口

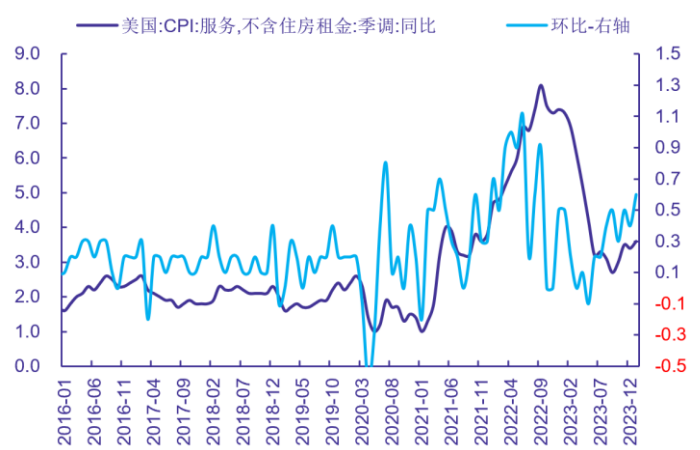


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 15: 薪资仍处于缓慢降低的通道, 对服务 CPI 的压力还在趋缓 图 16: 1 月基准调整的扰动后, 服务环比可能更接近正常水平



资料来源: Fred, 中国银河证券研究院



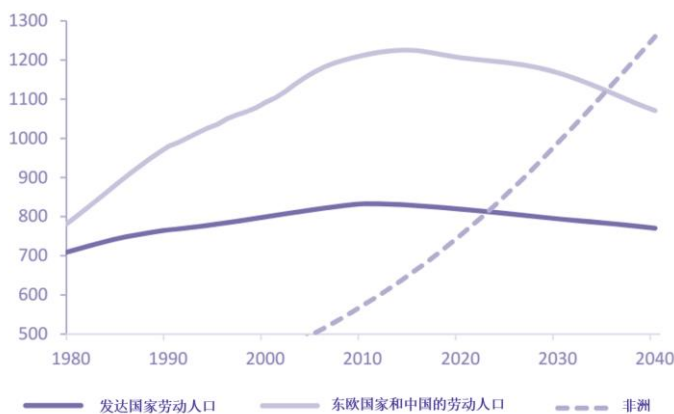
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

2. 通胀的中长期框架中, 老龄化与退休、逆全球化与意外的债务扩张形成通胀压力

中长期框架中的重点因素包括人口结构的变化、逆全球化与关税的变动、贫富差距、创新性生产力对经济产出的带动、地缘政治问题、债务和财政方向等。这些因素对通胀短期的直接影响并不明显, 但美联储在考虑 2024 年降息幅度时也不会忽视可能影响通胀中枢的问题。

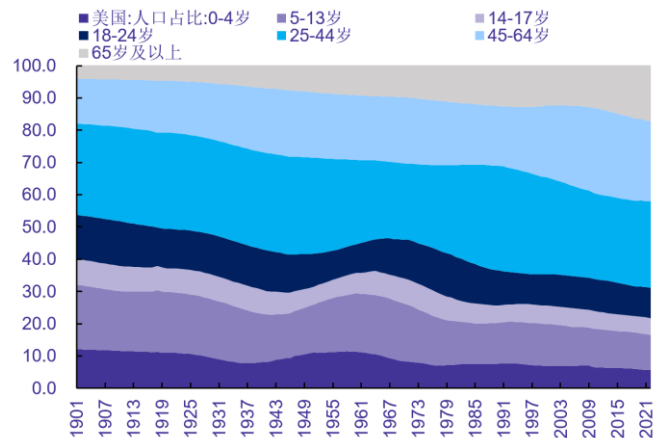
中长期因素中最值得关注的问题之一即全球(和美国)劳动人口缩减带来的劳动供给减少与服务需求增加, 由地缘政治问题和关税摩擦构成的逆全球化因素也可以成为通胀跳升的推手, 意外的财政扩张也会引起美联储的警惕。生产力带动的经济增长以及贫富差距等问题对价格水平冲击则并不突出。从美联储的角度来看, 如果近期有证据显示退休进一步加剧和储蓄率下行, 美国立法通过大量新增关税, 地缘政治冲突长期持续并提升大宗商品成本, 或者财政力度再次超预期扩张, 那么 2024 年的降息幅度可能也会因此些中长期因素而受到限制。

图 17: 主要生产国的劳动力人口开始下滑(百万人)



资料来源: UN, 中国银河证券研究院

图 18: 美国 65 岁以上人口占比不断增加 (%)



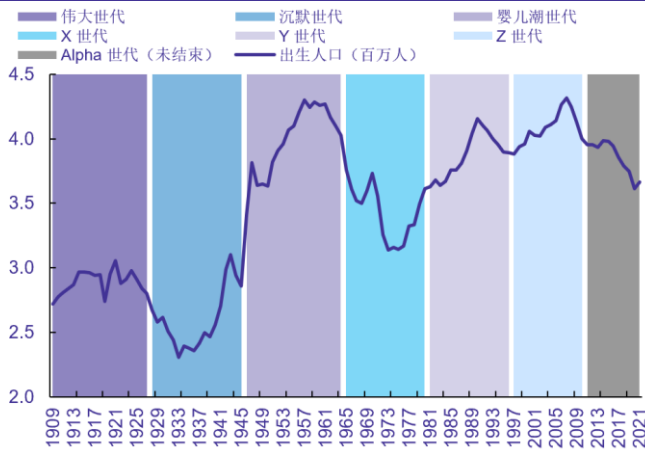
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

首先, 全球劳动人口未来的逐步降低会限制供给, 同时美国人口老龄化可能伴随着储蓄率的降低, 这意味着服务需求的扩张, 对价格构成更直接的威胁。从全球视角考虑,

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

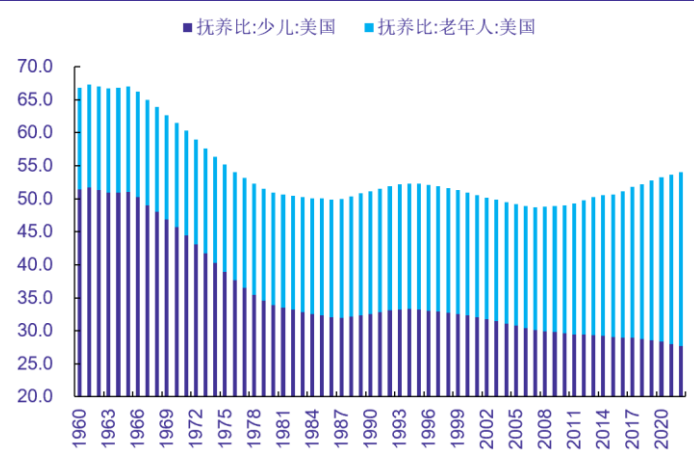
国际劳动人口总数在大缓和时期是不断增加的，这在供给侧对通胀控制有重要意义：中国从 1980s 开始便逐渐进入全球生产系统，从 1990 到 2017 年，中国 15-64 岁劳动人口增加了 2.4 亿左右，众多东欧国家也在 2000 年后贡献了 2 亿以上的新增劳动人口，而发达国家同期的抚养比也处于低位；这一趋势在 2020 年前后的扭转可能导致通胀在长期有所抬升⁵。

图 19：婴儿潮人口大量进入退休年龄（百万人）



资料来源：CDC，中国银河证券研究院

图 20：美国人口抚养比上升，不利于劳动缺口的闭合



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

不过，美国婴儿潮一代的退休和人口老龄化对储蓄率和产出的影响可能对通胀有更加直接的冲击。从构成来看，美国 65 岁以上人口占比 2022 年已经提升至 17.34%，主要体现了婴儿潮一代（1946-1964）的加速退休。婴儿潮一代的出生人口累计约 7586 万人，从 2011 年开始步入 65 岁以上，自 2020 年开始每年有理论上接近 400 万的新增潜在退休人口。当然，考虑到 65 岁以上人口在疫情后仍有 23% 左右的劳动参与率、人口死亡和其他问题，实际退休仍远低于这一数字。美国国会和劳工局数据显示其可统计的退休人口与 16 岁以上人口之比从 2012 年初的 16.1% 上升至 2022 年一季度的 19.3%，以此推算美国在此期间的可统计年度平均退休人口接近 97 万人/年⁶；另一方面，圣路易斯联储研究显示 2020 年初至 2021 年 10 月美国退休人口增加了 330 万人左右，可见疫情后年度退休人口大概率高于 100 万/年，也即退休人口出现了加速⁷。老龄化与退休的几个可能的直接影响包括：（1）在不考虑技术进步的情况下，老龄抚养比的上升对总产出的负面贡献不利于低通胀的保持，IMF 研究显示老龄化可能使 G7 国家 2018-2030 年的人均 GDP 增速受到平均 0.4%/年的拖累⁸。（2）部分研究认为老龄化导致储蓄率降低，而储蓄可能被转换为需求和流动性，增加通胀⁹。（3）持续的超额退休使美国劳动缺口难以闭合，高劳动需求下薪资和通胀形成循环。对于美联储来说，2% 的目标意味着不能忽视中长期因素，因此如果有证据显示老龄化和超额退休在加剧劳动市场和服务需求的压力，2024 年的降息的次数将会更加谨慎。

⁵ 根据联合国在 2015 年的人口预测，2015-2030 年间全球 60 岁以上的人口高速增长，拉美和加勒比增加 77%、亚洲 66%、非洲 64%、北美 41% 和欧洲 23%。到 2030 年，老龄化人口预计占欧洲和北美总人口的 25% 以上，亚洲和拉美以及加勒比的 17% 以上。

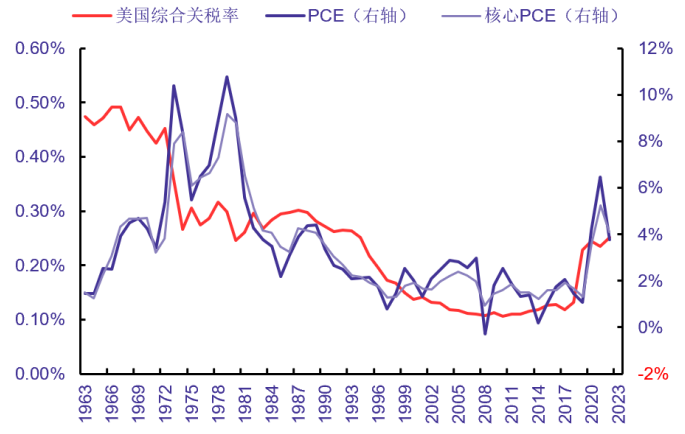
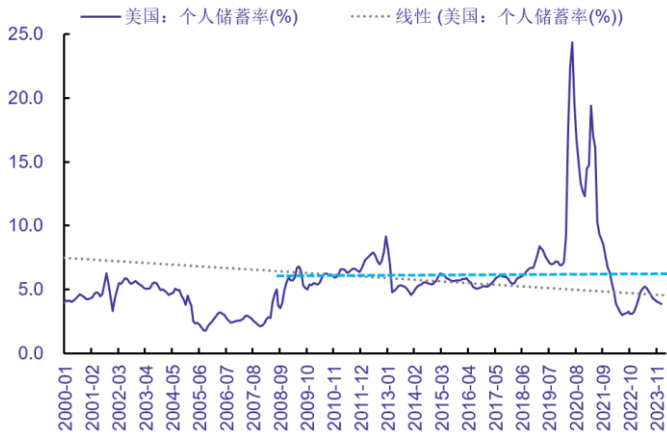
⁶ IN11959 (congress.gov)

⁷ Which Workers Are More Likely to Retire? | St. Louis Fed (stlouisfed.org)

⁸ 060519a.pdf (imf.org)

⁹ Will inflation make a comeback as populations age? | CEPR 当然，也有其他研究认为老年人的低需求和低通胀预期有利于通胀在低位保持。

图 21: 人口老龄化导致美国储蓄率降低, 可能从需求侧加剧通胀 图 22: 美国低通胀阶段也伴随着贸易全球化和低关税

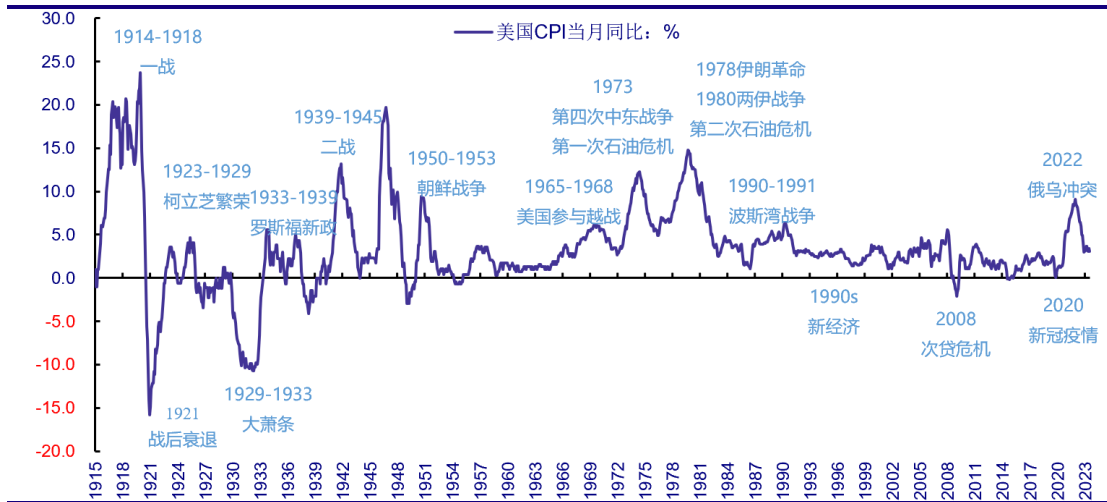


资料来源: Fred, 中国银河证券研究院

资料来源: BEA, Wind, 中国银河证券研究院

其次, 包括地缘政治冲突和关税问题在内的逆全球化问题也值得美联储警惕。一方面, 2022 年俄乌冲突对全球商品价格造成的显著冲击还历历在目, 而巴以冲突对航运的影响也未退散, 美联储会对可能推升能源价格的冲击保持高度关注。另一方面, 2024 作为美国大选年也带来了关于特朗普重新入主白宫并新增大量关税的可能性。从美国综合关税率和通胀的关系中不难看出, 美国通胀稳定也有 2000 年以来中国加入世贸组织并提供大量高性价比商品的贡献; 如果特朗普再度成为总统并热衷于推进增加关税的计划, 美联储则可能也需要注意控制 2024 年降息幅度, 预防关税落地对 2025 年和更远期通胀施加的压力。

图 23: 地缘政治冲突的扩大一直是加剧通胀的隐忧



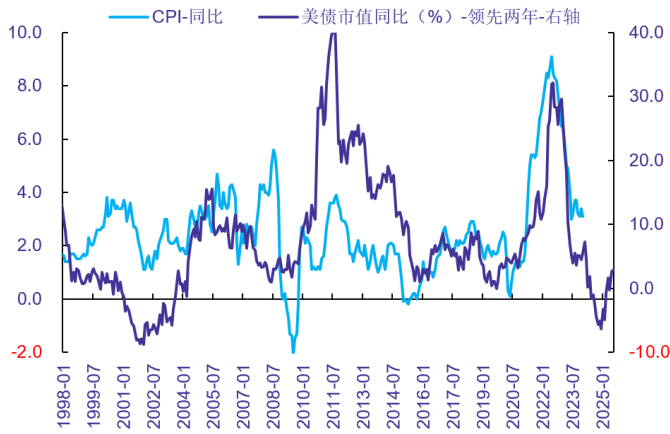
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

最后, 如果美国财政再度出现类似 2023 年超预期扩张的情况, 美联储也有动力减少 2024 年降息的次数。从经济理论出发, 超预期的债务扩张对中长期通胀有助推作用, 尽管从超预期债务扩张传导到价格仍需要时间¹⁰。美国 2023 年明显超过预期的赤字率不仅部分对冲了紧缩的货币效应, 也通过减税和支出等渠道对总需求进行支撑。从历史经验来看, CPI 的增速与领先两年的美国国债市值同比存在一定相关性, 也即财政扩张对物价仍

¹⁰ 也有部分研究显示发达经济体的通胀对超预期债务扩张并不敏感, 见 High debt levels can hinder the fight against inflation | CEPR

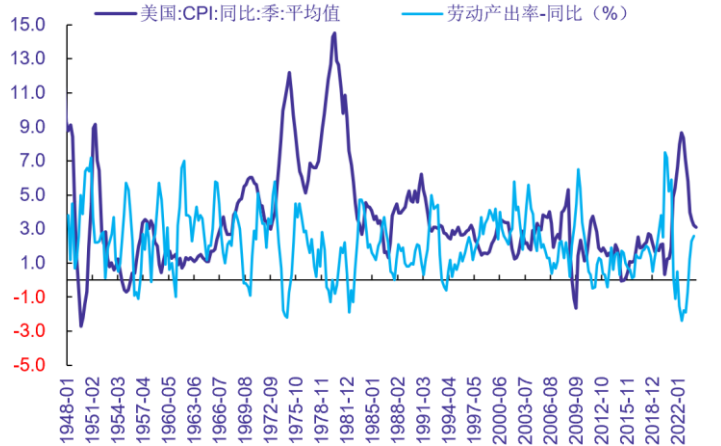
可能有滞后传导作用，因此 2025 年美国的物价水平也存在小幅回升的压力。如果 2024 年美国财政在大选等因素的影响下再度超预期扩张，那么美联储评估的未来通胀未来压力可能会提升，进而压缩 2024 年的降息空间。根据拜登政府最新公布的财政计划，白宫预计 2024 和 2025 年赤字率仍高达 6.6%和 6.1%，这可能导致美联储降息幅度更加克制¹¹。

图 24：债务扩张对通胀增速存在领先性



资料来源：Fred，中国银河证券研究院

图 25：劳动产出率和通胀存在反向关系

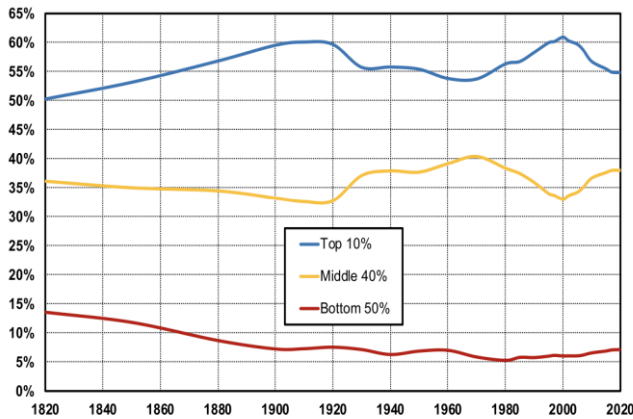


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

在以上三类重要因素外也存在着其他影响通胀的中长期变量，比如经济扩张和生产力相关的压力、贫富差距等，但我们认为这些因素成为带动通胀回升的威胁的概率较低。以经济扩张为例，虽然产出和需求的增长可能带来额外的通胀压力，但本轮经济韧性的背后是劳动生产率从低位的反弹。历史上劳动生产率回升的过程中，产出的扩张并未增加通胀压力，这是由于技术、组织等带来的效率提升从供给侧缓解了需求形成的价格上行动力。本轮通胀中，美国劳动产出率同比增速从 2022 年中-2.4%地点反弹至 2023 年末的 2.6%，期间伴随着通胀的回落；在 AI 等科技创新的带动下，美国的劳动产出短中期似乎没有严重下滑的理由，这也表明经济即使扩张也难显著增加通胀。虽然有理论认为贫富差距造成低通胀，但**贫富差距与通胀在中短期关联并不明显，也不是美联储十分警惕的因素**。Chancel 和 Piketty 利用世界不平等数据库调查全球 1820 到 2020 年收入分配的研究显示，较大的贫富差距在这 200 年中一直存在。从 1980 到 2020 年间，前 10%富裕的人群资产占总资产比例虽然有所波动，但整体维持在 55%左右，中等 40%的比例接近 40%但小幅下滑，低 50%的占比维持在 5%以上并小幅上升。但是 1980 年来，世界银行估算的全球通胀率整体处于下行，从 12%下降到 2%左右。以美国为例，其 2013 年以来的收入分配数据变化较小，难以与短中期的通胀波动建立联系。

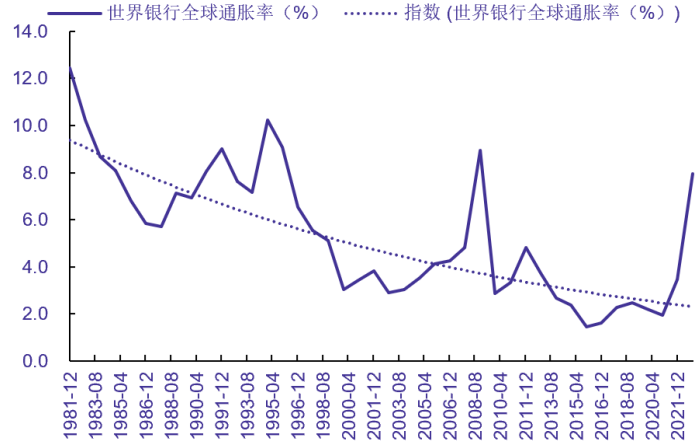
¹¹ Budget of the U.S. Government – FISCAL YEAR 2025

图 26：不同阶层的财富比例显示严重不平等长期存在



资料来源：Chancel & Piketty, 中国银河证券研究院

图 27：同期通胀的下行与财富分配的波动关系并不明显

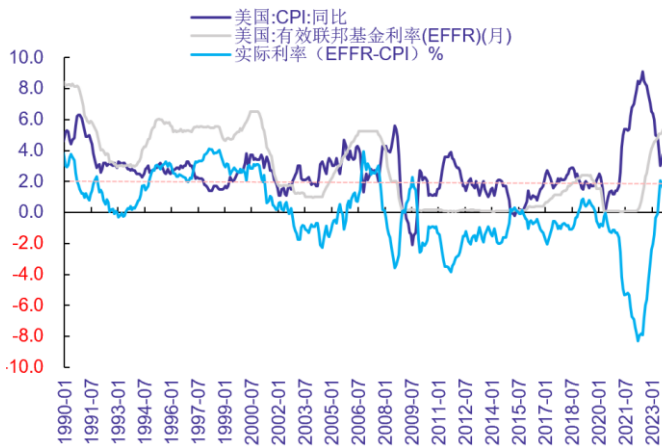


资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

三、 美联储 2024 年不降息的概率有多大？降息的幅度和时点可能发生什么变化？

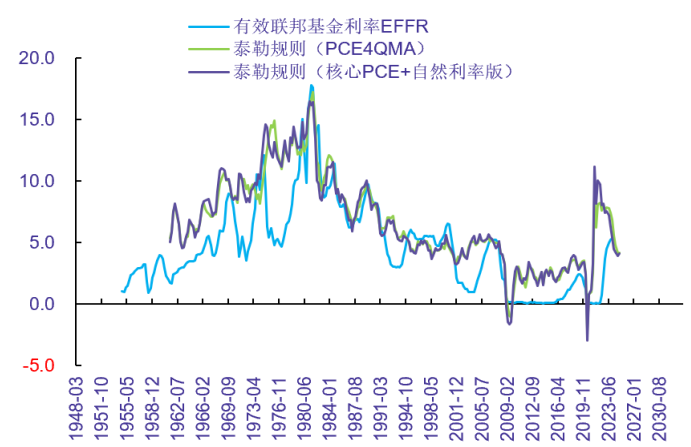
在上文的短期和中长期框架中，我们分析了可能导致美联储降息不及预期的因素；其中，居住成本中的统计方式调整、核心服务在劳动缺口下的粘性、意外的地缘政治冲突加剧和美国财政超预期扩张最值得注意。在上述因素的影响下，美联储可能对货币政策做出怎样的调整？**美联储在 2024 年不降息的概率目前很低，在鲍威尔等重要官员表态会在某一时点降低政策利率的基础上，美联储的“实际利率”框架也并不支持联邦基金利率在通胀继续放缓的基础上保持高位。泰勒规则也并不支持美联储在 2024 年完全不进行降息。**

图 28：实际利率处于历史价格水平，即使维持也需要降息



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图 29：传统泰勒规则显示可能有 100BP 左右的降息空间（%）



资料来源：Wind, FRB, 中国银河证券研究院

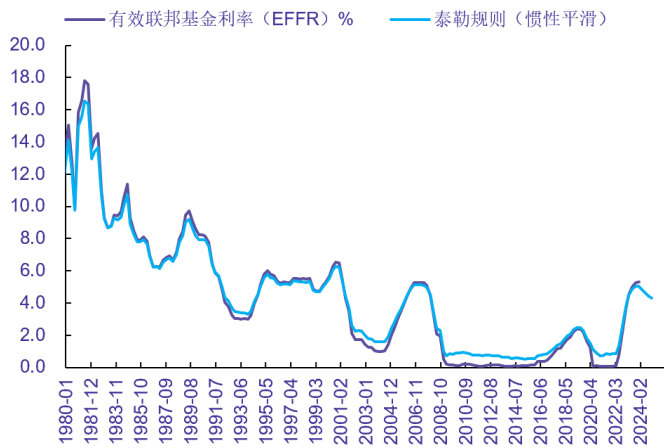
近期让担忧“不着陆、不降息”的市场松了一口气的是鲍威尔 3 月 6、7 日在国会和参议院听证中的表态，他认为“如果经济发展符合预期”，今年晚些时候降息是合适的；“距离达到降息所需的通胀下降的信心不远了”。这一表态符合美联储“实际利率”的框架：在 CPI 回落至 3% 左右的基础上，实际利率已经达到 2% 以上，处于 2000 年以来的最高区间。2023 年平均 CPI 增速为 4.13%，而在 2024 年 CPI 大概率降至 3% 以下的情况下，即使维持偏高的实际利率不变，理论上的降息空间也有 75-100BP 左右。在通胀未出现二

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

次加速的当前，美联储也没有进一步提高实际利率的理由。如果以泰勒规则作为辅助判断，传统泰勒规则和带有惯性平滑的泰勒规则均显示 2024 年的降息空间至少有 75BP 左右。综合来看，美联储“不降息”的情况较难出现，但如果通胀出人意料的大幅反弹，那么 10 年期美债收益率在赤字率不低的基础上可能再度挑战 5%，美元指数回升超过 105，美股也面临更长期高利率下的业绩压力。

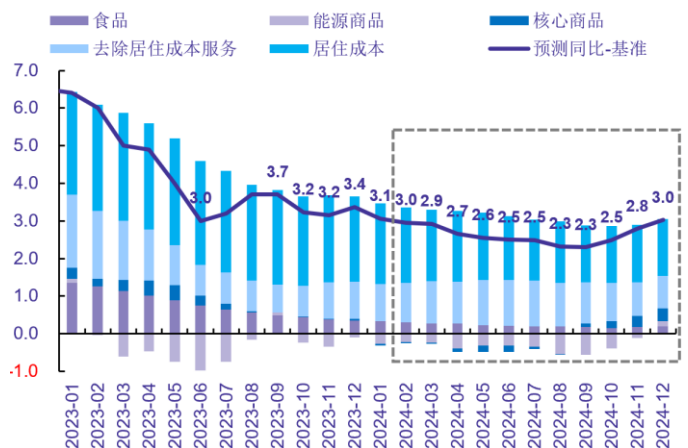
在美联储年内大概率进行降息的情况下，降息的时点和幅度可能发生什么变化？我们在此前的 2024 年度展望《鲸落·潮生》中认为美联储可能在二季度末进行货币政策转向，全年降息 4 次。考虑到通胀数据中居住成本对通胀降低形成的阻碍、劳动市场和核心服务价格粘性略强于预期、白宫计划的财政支出力度和赤字率仍然较强，我们维持美联储在二季度末进行首次降息的判断，但将全年降息次数修正为 3 次 75BP。在年中进行首次降息后，美联储可能在 9 月和 12 月进行第二和第三次降息；而如果四季度 CPI 快速回升至 3% 以上，核心 CPI 仍未降至 3% 附近，则美联储可能选择在 12 月不降息，全年仅降息 2 次。

图 30：惯性平滑泰勒规则也支持降息



资料来源：Wind、FRB，中国银河证券研究院

图 31：名义 CPI 增速在四季度存在回升的压力（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

章俊 中国银河证券首席经济学家。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上
公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20%以上	
	谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20%之间	
	中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间	
	回避：相对基准指数跌幅 5%以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn