

宏观点评 20240320

美联储：盘久生变的 6 月降息？

2024 年 03 月 20 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

《日股重上 4 万，日央行“升”不逢时？》

2024-03-19

《经济“开门红”的宏观剧本》

2024-03-18

■ 市场“认怂”了，但是美联储可能不会“善罢甘休”。经过连续两个月超预期通胀和非农数据的“拷打”，市场最终向政策服软——从年初预期今年 6 次降息，到 2 月底大幅缩水至 3 次，这也是去年 12 月点阵图暗示的信息。但是从历史上看市场和政策从来都是合少分多，3 月议息会议必将是新一轮市场波动的分水岭。而所有的焦点都在美联储的“点阵图”。

■ 3 次降息意味着第一次降息很可能在 6 月，这也意味着“6 月降息”会是平安夜的“护身符”，股债商行情还没有结束。但我们认为点阵图很可能会暗示今年降息次数可能少于两次，而这将带来美债和美股的调整，美元升值，商品则可能因受益于政策背后的滞胀逻辑。

■ 对于本次会议，我们觉得以下四点内容值得重点关注：

■ 重中之重是点阵图，我们预计最大的风险在于今年降息的预测由 75bp 缩减至 50bp（降息次数由三次变为两次）。这将是本次会议最大的“鹰派”信号，正如鲍威尔保留“在对通胀持续向 2% 迈进有更大信心之前，降低目标区间是不合适的”的评论。

■ 二是预期通胀进一步回落之路的崎岖。一方面即便受到今年 1-2 月通胀噪音的扰动，鲍威尔仍旧暗示通胀总的来说有所放缓；但另一方面，对于 2024 年通胀的预测可能会从 2.4% 上调至 2.5%，传达出美联储对未来通胀能否保持在温和范围内增长的担忧，与美联储其他票委传达出观点相一致。

■ 三是对经济的韧性有信心。美联储预计会上调了 2024 年美国经济增长（从 1.4% 上调至 1.7%）。尽管失业率有所上升，美联储似乎对制造业、服务业 PMI、新屋开工等一系列不及预期的经济数据并不担心。

■ 四是缩表计划提上日程。鉴于准备金供应正接近充裕（abundant）与充足（ample）之间的界限。纽约联储建议缩表（QT）降速，由于 2019 年错判的惨痛教训，美联储将会慎重考虑放缓 QT，尤其考虑到 3 月推出银行支持工具可能会对金融体系产生冲击，我们预计美国国债从每月缩减 600 亿美降至约 300-400 亿美元，缩减 350 亿美元 MBS 的上限不会改变。

■ 我们认为，在经过 1-2 月宏观数据的反复横跳之后，本次会议的重要之处在于，市场终于选择“认怂”，今年首次和政策预期达成一致。不过，政策和市场达成共识从来都不是常态，这一次点阵图的变化必将引起波澜。

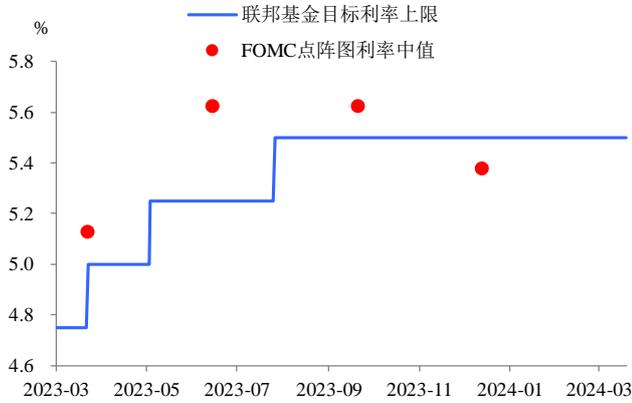
无独有偶，去年 5 月的情形还历历在目：“如期”加至 3 月点阵图中值的 5.125% 后，6 月之前市场基本认同不会再加息。不过随后 6 月点阵图中值上调，额外两次加息的政策指引导致了市场的变盘——造成了股债双杀的局面。

反过来看当前的情况，市场刚刚“认同”去年 12 月底议息时降 3 次的节奏，本次点阵图的鹰派无疑会给未来资产价格蒙上一层阴影。

■ 缩减降息次数，时点的意义大于实质。简单来说，我们认为美联储今年降息 50bp 而非 75 bp，对经济影响不大。更关键的是在于，降息次数减少一次，意味着开始降息的时点的明显后移，加大了未来政策的不确定性，加剧了未来市场的波动。

■ 风险提示：政策出台节奏及项目落地放缓导致经济复苏偏慢；海外经济体提前显著进入衰退，国内出口超预期萎缩。

图1: 政策利率与利率中值



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图2: 随后股、债大幅波动



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 降息前美元的变化 (%)

	①	②	③	②-①	③-①	
首次降息	降息前3个月	降息前4个月	降息前6个月	3-4个月区间变化	3-6个月区间变化	
1970/2/10	-	-	-	-	-	
1974/7/1	0.5	-3.1	-3.1	-3.7	-3.6	
1980/4/1	9.8	8.6	10.3	-1.2	0.5	
1981/1/16	6.2	7.3	8.3	1.0	2.0	
1984/10/2	7.1	10.9	14.1	3.8	7.0	
美元	1987/10/19	-4.3	-2.6	-1.3	1.7	3.0
1989/6/5	7.5	6.5	14.2	-1.1	6.7	
1995/7/6	-0.5	-2.6	-9.2	-2.1	-8.8	
1998/9/29	-5.7	-4.6	-4.5	1.1	1.2	
2001/1/3	-3.5	-1.1	2.9	2.4	6.4	
2007/9/18	-4.2	-3.6	-4.8	0.6	-0.5	
2019/7/31	1.1	1.3	3.1	0.2	2.0	
均值	1.3	1.5	2.7	0.3	1.4	

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 降息前美债的变化 (%)

	①	②	③	②-①	③-①
首次降息	降息前3个月	降息前4个月	降息前6个月	3-4个月区间变化	3-6个月区间变化
1970/2/10	-	-	-	-	-
1974/7/1	0.4	-1.2	-0.2	-1.6	-0.6
1980/4/1	-5.5	-4.8	-5.9	0.7	-0.4
1981/1/16	1.7	1.3	-3.0	-0.4	-4.7
1984/10/2	7.6	8.8	6.3	1.1	-1.3
美债 1987/10/19	-2.9	-1.8	-4.6	1.1	-1.8
1989/6/5	5.3	4.4	6.1	-0.9	0.9
1995/7/6	6.6	8.7	12.2	2.1	5.6
1998/9/29	5.2	6.2	8.0	1.0	2.8
2001/1/3	5.4	5.0	7.6	-0.4	2.2
2007/9/18	4.8	3.7	3.3	-1.1	-1.6
2019/7/31	3.2	2.9	4.6	-0.3	1.4
均值	2.9	3.0	3.1	0.1	0.2

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 降息前黄金的变化 (%)

	①	②	③	②-①	③-①
首次降息	降息前3个月	降息前4个月	降息前6个月	3-4个月区间变化	3-6个月区间变化
1970/2/10	-	-	-	-	-
1974/7/1	-8.5	-3.1	-3.1	5.4	5.4
1980/4/1	9.8	8.6	10.3	-1.2	0.5
1981/1/16	6.2	7.3	8.3	1.0	2.0
1984/10/2	7.1	10.9	14.1	3.8	7.0
黄金 1987/10/19	-4.3	-2.6	-1.3	1.7	3.0
1989/6/5	7.5	6.5	14.2	-1.1	6.7
1995/7/6	-0.5	-2.6	-9.2	-2.1	-8.8
1998/9/29	-5.7	-4.6	-4.5	1.1	1.2
2001/1/3	-3.5	-1.1	2.9	2.4	6.4
2007/9/18	-4.2	-3.6	-4.8	0.6	-0.5
2019/7/31	1.1	1.3	3.1	0.2	2.0
均值	0.4	1.5	2.7	1.1	2.3

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 降息前美股的变化 (%)

	①	②	③	②-①	③-①
首次降息	降息前3个月	降息前4个月	降息前6个月	3-4个月区间变化	3-6个月区间变化
1970/2/10	-	-	-	-	-
1974/7/1	-7.8	-10.0	-11.8	-2.2	-4.1
1980/4/1	9.8	8.6	10.3	-1.2	0.5
1981/1/16	6.2	7.3	8.3	1.0	2.0
1984/10/2	7.1	10.9	14.1	3.8	7.0
1987/10/19	-4.3	-2.6	-1.3	1.7	3.0
1989/6/5	7.5	6.5	14.2	-1.1	6.7
1995/7/6	-0.5	-2.6	-9.2	-2.1	-8.8
1998/9/29	-5.7	-4.6	-4.5	1.1	1.2
2001/1/3	-3.5	-1.1	2.9	2.4	6.4
2007/9/18	-4.2	-3.6	-4.8	0.6	-0.5
2019/7/31	1.1	1.3	3.1	0.2	2.0
均值	0.5	0.9	1.9	0.4	1.4

数据来源: 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>