

宏观点评 20240501

美联储：迟来的降息还要多久？

2024年05月01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

《4月政治局会议后的PMI走向》

2024-05-01

《4月政治局会议：不寻常的重量与分量》

2024-04-30

■ 美股刚送走5年来最好开局，就迎来半年来最差月度表现，是时候反思一下美联储当前的政策调整模式了。今年第一季度标普500上涨10.2%，创下2019年以来最高，但是4月跌幅达4.2%，同样是半年之最。资产的大幅波动下，我们认为美联储当前的政策框架可能太“急”了：在通胀粘性和经济韧性的背景下，政策也需要更多的耐心和“粘性”，尤其考虑到大选年的复杂性，不动比乱动可能更加适宜。

■ 5月议息会议“无为而治”的基调可能就是一个重要的开始。由于没有经济预测和点阵图的披露，我们预计在5月的会议美联储能透露的额外信息会比较有限，最重要的是鲍威尔在新闻发布会上如何既透露偏鹰的信号，又防止市场预期发生大幅波动，具体而言：

通胀的趋势和风险。与3月相比，5月的通胀情况并没有好转，预计纪要中对于通胀高企风险的表述依然会保留。在记者交流中，鲍威尔可能会提示近期的数据并不支持通胀仍在放缓的风险，但仍会辩称决策者们普遍认为通胀将继续下行。

降息的引导。尽管通胀粘性出现反复，我们依然认为鲍威尔不会关闭今年年内降息的窗口，可能更多的是引导降息时点的推迟，需要更多、更长的数据来验证。加息当然是选项，但是它的门槛会更高——美联储承认对于通胀出现系统性误判。

缩表放缓的开启。这可能是今年美联储货币政策争议最小的部分，5月会议很可能就会宣布将国债缩表的规模由每月600亿美元降低至300亿美元，6月开始实施。不过这更多的是流动性层面的考虑，避免缩表进入后期阶段，准备金下降过快导致短端利率出现不必要的大幅波动。

■ “事不过三”，我们认为2023年以来的3次提前“开香槟”的教训是美联储应该转向谨慎的重要原因。回顾2022年美联储快速紧缩以来的历史，美联储官员主要出现过三轮比较明显的偏“鸽”的引导，分别出现在2023年年初、2023年年中和今年年初，但是最终都被通胀的粘性和就业的韧性扭转，导致市场的大幅波动。

通胀环比和非农就业超预期程度阶段性放缓是重要的触发因素。回顾3段历史，我们可以看出前期2至3个月的通胀环比放缓、跌至0.3%及以下，叠加非农就业强势程度“打折”是催化政策转向预期和官员鸽派言论的重要因素，而这往往会带来美股的上涨。不过之后无一例外都被通胀和就业的反弹中断或逆转。

“事不过三”的原则可能要被打破，美联储可能需要更长的数据确认窗口。从上述经验来看，3个月观察窗口的习惯在当前可能已经不适用了，我们认为将窗口期扩展到4至6个月可能是合适的，这意味着更强的政策定力，而不是“听风就是雨”。

■ 6月：向“不作为”回归。根据上述猜想，在不出现就业市场超预期降温或者金融风险爆发的情况下，6月这一关键时点就比较微妙——会议前还会公布4、5月的通胀数据（CPI），我们的情景分析可以参考图6：

乐观的情形：4、5月通胀环比连续回落（或不及预期），但仍无法说服美联储降息，更可能是点阵图依旧保持着年内1、2次降息的可能性。

悲观的情形：4、5月通胀环比没有改善，6月点阵图中值可能直接暗示年内不会降息。当然，加息的选项也可能摆上桌面，但是考虑到经济复苏不稳、全球环境复杂脆弱等因素，加息在6月是不成熟的。

■ 9月：大选年，不要乱动。相较6月，9月可能是更加重要的政策节点，因为美联储能够搜集到更加充足的经济数据（5个月的通胀数据），但场外因素例如大选的噪音也会更大。

经济层面，基于我们此前对于未来一至两个季度偏弱“再通胀”的判断，

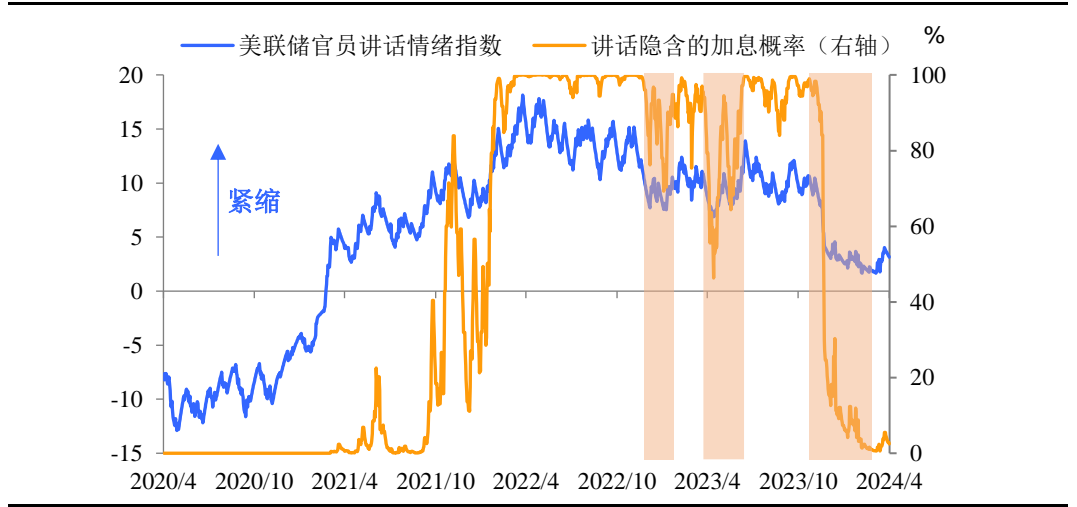
9月直接降息的迫切性并不大——通胀不太可能连续5个月放缓。但是年内降息1次的可能性依旧存在。

至于大选的干扰，美联储货币政策可能有影响，但不关键。从历史经验上看，大选前降息与否与执政党能否连任似乎并没有直接的关系，20世纪80年代以来的大选中，4次降息中3次都未能连任。究其根本，加息和降息背后体现的是经济的好坏，经济迅速降温下的降息对执政党并非好消息。可能更关键的是解决好移民、政府执政能力甚至是巴以问题。

当然，我们之前也分析过，美联储大选前的预防式降息可能是拜登政府最想看到的，不过至少从当前的经济逻辑而言，这一点紧迫性并不强。

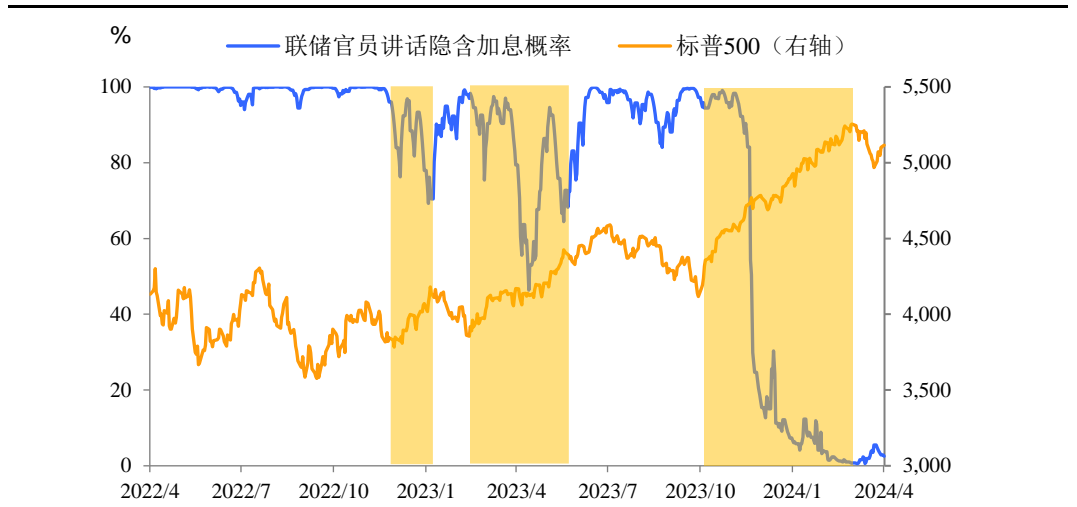
- **市场影响：少一点暴涨暴跌，多一点基本面研究。**美联储如果能保持定力，对于市场而言可能未必是坏事：少一些因为政策干扰出现的市场波动，少一些对于政策的单边押注，可能更能让投资者专注于行业基本面和公司基本面的研究，可能更利好那些业绩较好、中长期逻辑完善的板块和标的。
- **风险提示：**美国经济提前进入显著衰退，巴以冲突局势失控，美国银行危机再起金融风险暴露，美联储超预期降息。

图1: 2023年以来美联储官员出现过3轮比较明显的宽松引导



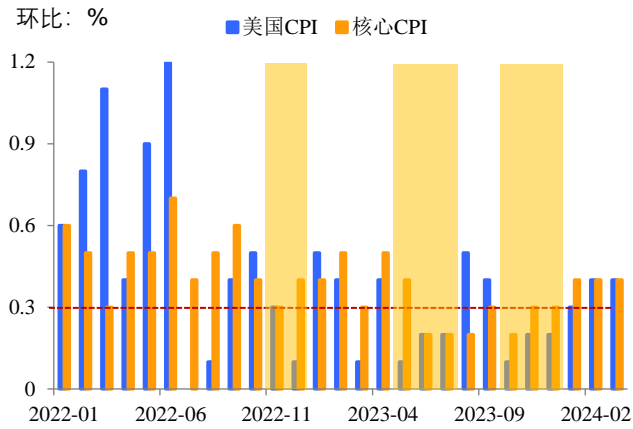
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图2: 美联储三轮转向引导下美股的表现都不错



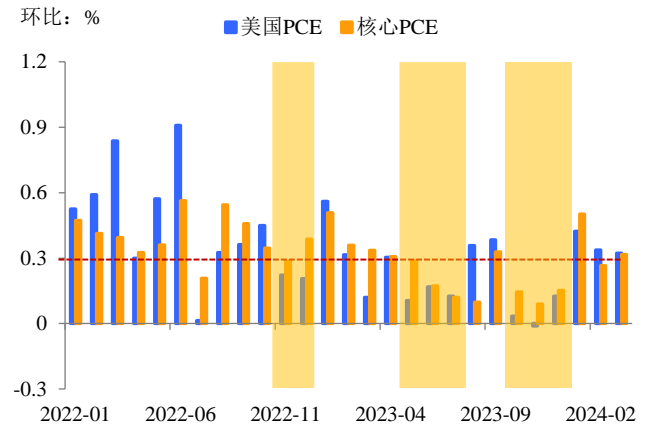
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图3: 联储官员放鸽期间 CPI 环比的表现



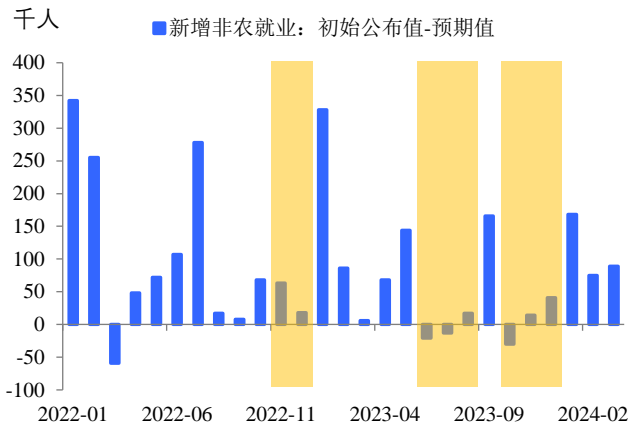
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 联储官员放鸽期间 PCE 环比的表现



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 新增非农就业初始公布值超预期程度



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

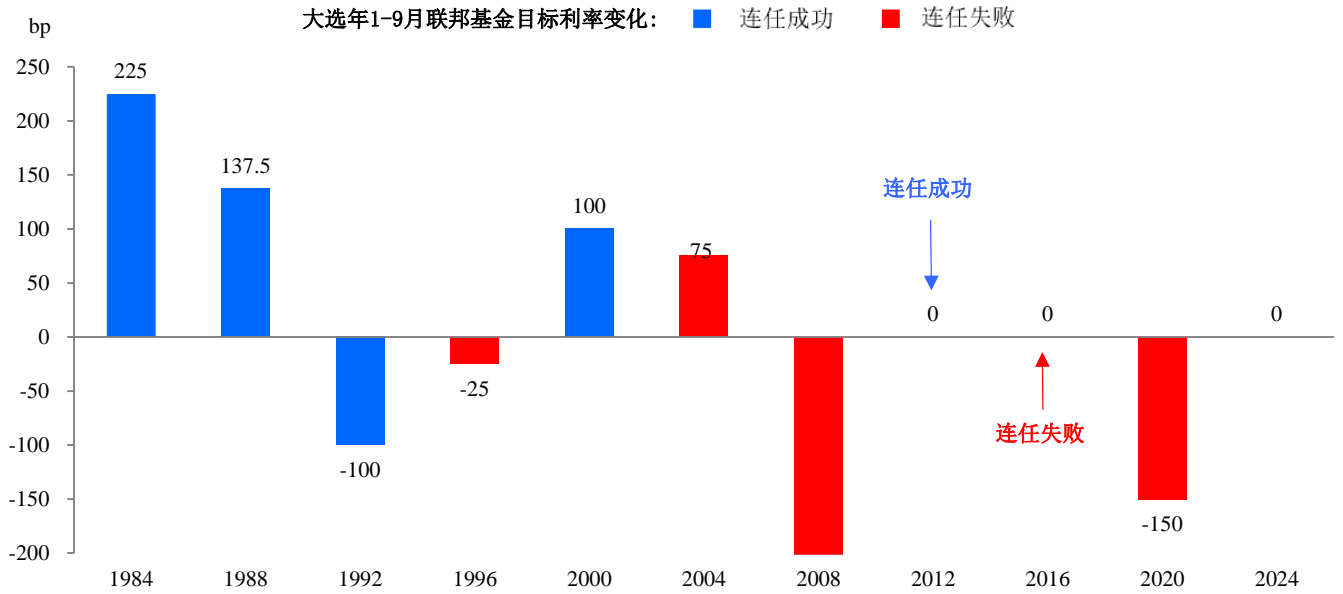
图6: 对于6月点阵图情形的基本预测

通胀环比	4月 > 0.3% (或超预期)	4月 < 0.3% (或超预期)
5月 > 0.3% (或超预期)	0次降息 (点阵图中值, 下同)	0次降息
5月 < 0.3% (或超预期)	1次降息	1至2次降息

注: 此处通胀主要指 CPI 指标。

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

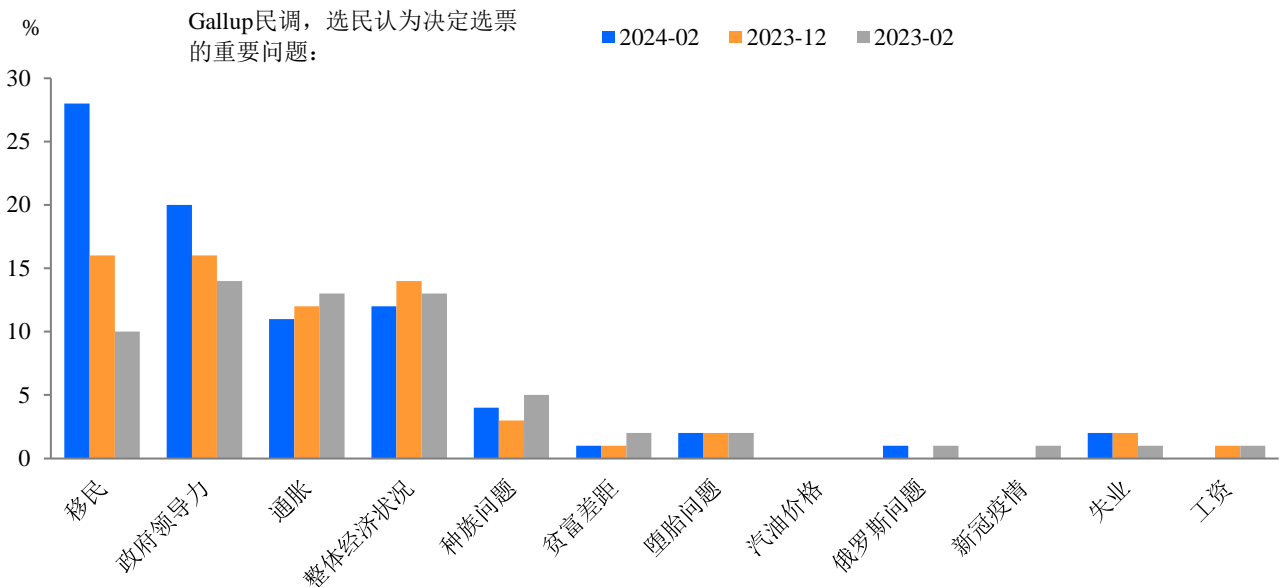
图7: 美国大选年前3个季度政策利率变化的情况



注: 此处连任或者不连任指的是总统的政党属性, 例如换届后如果总统变化了, 但是新旧总统同属一个政党, 依旧算作连任。2024 年的数据截至 5 月 1 日。

数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图8: 当前美国选民最关注什么问题?



数据来源: Gallup, 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>