

美联储或将于7月首次降息

2024年/5月

海外宏观经济研究员 余琦

010-66555862

yuqi@chief-investment.com

1. 美联储连续加息带来货币政策的时滞效应已经逐渐在消费、就业等方面体现出来，美国经济开始出现一定的放缓迹象。
2. 虽然目前通胀仍有反复，但主要原因是能源价格上涨导致，未来继续缓慢回落概率较大。
3. 美联储降息时点不宜过晚，考虑到通胀和劳动力市场仍需要时间观察，6月降息概率不大，或将于7月首次降息。

图表目录

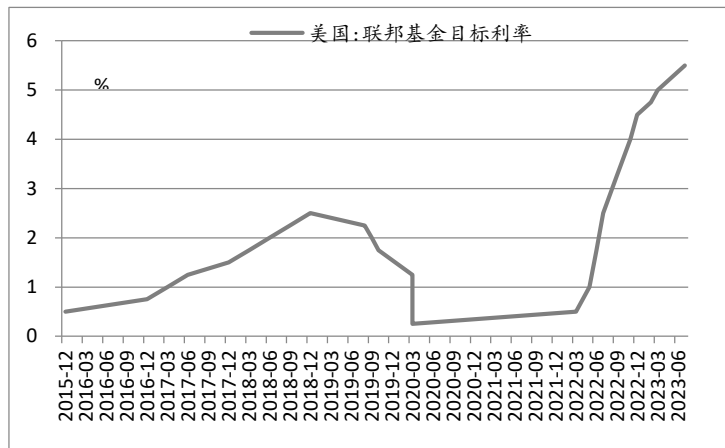
图表 1: 美国联邦基金利率	3
图表 2: CME 利率预测	3
图表 3: 美国 GDP 各分项环比折年率	4
图表 4: 美国 GDP 各分项同比变化	4
图表 5: 美国消费各分项同比变化	5
图表 6: 美国国内私人投资各分项同比变化	5
图表 7: 美国居民可支配收入和消费支出	6
图表 8: 美国居民储蓄存款总额及收入占比	6
图表 9: 美国居民个人贷款利率	6
图表 10: 美国居民信用卡拖欠率	6
图表 11: 抵押贷款利率	7
图表 12: 贷款拖欠率	7
图表 13: 美国制造业 PMI 各分项指数	7
图表 14: 美国非制造业 PMI 各分项指数	7
图表 15: 美国初请失业金人数及失业率	9
图表 16: 与疫情前相比美国各行业非农就业人数缺口	9
图表 17: 职位空缺率	9
图表 18: 非农企业平均工时、时薪和周薪同比增速	9
图表 19: CPI 和 PCE 同比增速	11
图表 20: CPI 各分项同比增速	11
图表 21: Manheim 二手车指数	11
图表 22: ZILLOW 房租指数	11

5月1日，美联储公布最新的利率决议，维持联邦基准利率5.25%-5.5%的目标区间不变，但从2024年6月开始，将每月600亿美元国债的缩减上限大幅下调至250亿美元，暂时维持每月350亿美元MBS的缩减规模不变。

从2022年3月启动加息以来，美联储共加息11次，累计加息幅度达到525个基点。目前市场普遍认为，联储将于9月降息，全年降息2次，幅度可能仅为50个基点。

与市场观点不同，我们认为美联储连续加息带来货币政策的时滞效应已经逐渐在消费、就业等方面体现出来，美国经济开始出现一定的放缓迹象；虽然目前通胀仍有反复，但主要原因是能源价格上涨导致，未来继续缓慢回落概率较大。美联储降息时点不宜过晚，考虑到通胀和劳动力市场仍需要时间观察，6月降息概率不大，或将于7月首次降息。以下本文将详细探讨。

图表 1：美国联邦基金利率



图表 2：CME 利率预测

CME FEDWATCH TOOL - CUMULATIVE MEETING PROBABILITIES				
MEETING DATE	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/6/12	0.00%	0.00%	8.73%	91.27%
2024/7/31	0.00%	0.00%	33.53%	66.47%
2024/9/18	0.00%	0.00%	83.53%	16.47%
2024/11/7	0.00%	18.53%	81.47%	0.00%
2024/12/18	0.00%	69.46%	30.54%	0.00%
2025/1/29	11.53%	88.47%	0.00%	0.00%
2025/3/19	62.35%	37.65%	0.00%	0.00%
2025/4/30	97.53%	2.47%	0.00%	0.00%

资料来源：美联储、致富研究院

资料来源：CME、致富研究院

一、美国经济增长出现放缓迹象

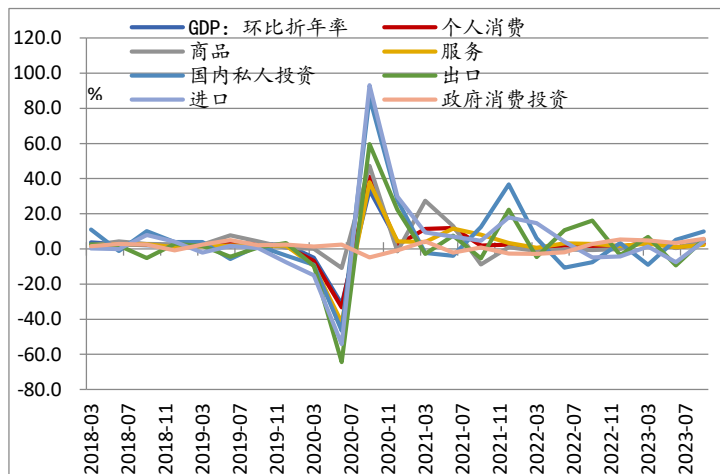
美国商务部最新公布的经济数据显示，2024年一季度美国实际GDP为22.769万亿美元，环比折年率为1.6%，低于去年四季度3.4%的环比折年率，同时大幅低于市场预期2.5%的增速，美国经济增长开始出现放缓迹象。

具体来看，占比68.9%的个人消费环比折年率2.5%，相比2023年四季度3.3%降低0.8个百分点；同比增长2.4%，相比2023年四季度降低0.3个百分点。占比18.2%的私人投资环比折年率3.2%，相比2023年四季度0.7%增加2.5个百分点；同比增长4.7%，相比2023年四季度增加3.2个百分点。占比11.1%的出口

环比折年率 0.9%，相比 2023 年四季度 5.1% 大幅降低 4.2 个百分点；同比增长 0.3%，相比 2023 年四季度减少 1.5 个百分点。占比 15.4% 的进口环比折年率 7.2%，相比 2023 年四季度 2.2% 大幅增加 5 个百分点；同比增长 1.3%，相比 2023 年四季度增加 1.4 个百分点。占比 17.1% 的政府支出环比折年率 1.2%，相比 2023 年四季度 4.6% 大幅降低 3.4 个百分点；同比增长 3.8%，相比 2023 年四季度减少 0.9 个百分点。

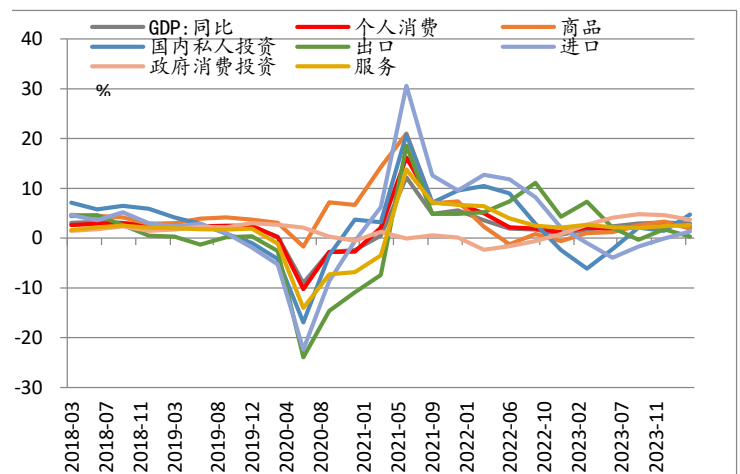
从分项明细来看，美国一季度 **GDP 增速放缓** 的主要原因是商品消费增速下降带动消费总体增速放缓，同时出口增速下降而进口增速上升导致净出口出现负增速。但住宅投资增速触底快速反弹带动国内私人投资增速创该项近 2 年新高。

图表 3：美国 GDP 各分项环比折年率



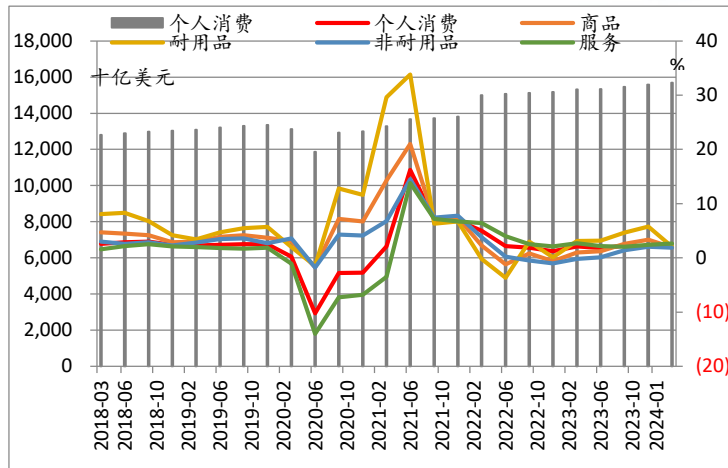
资料来源：美国商务部、致富研究院

图表 4：美国 GDP 各分项同比变化

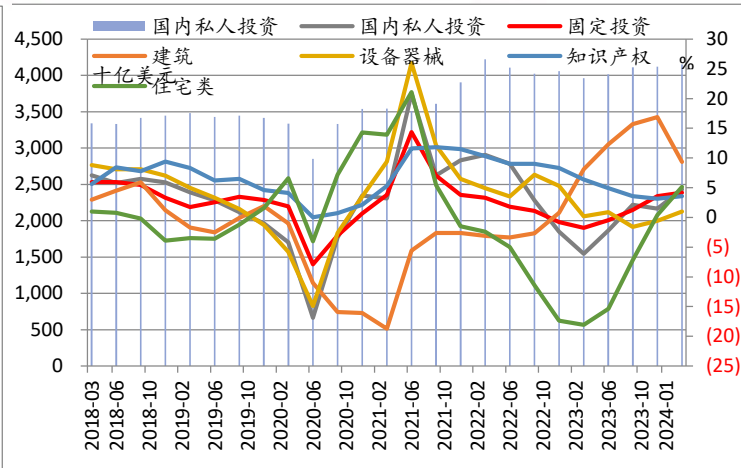


资料来源：美国商务部、致富研究院

图表 5: 美国消费各分项同比变化



图表 6: 美国国内私人投资各分项同比变化



资料来源: 美国商务部、致富研究院

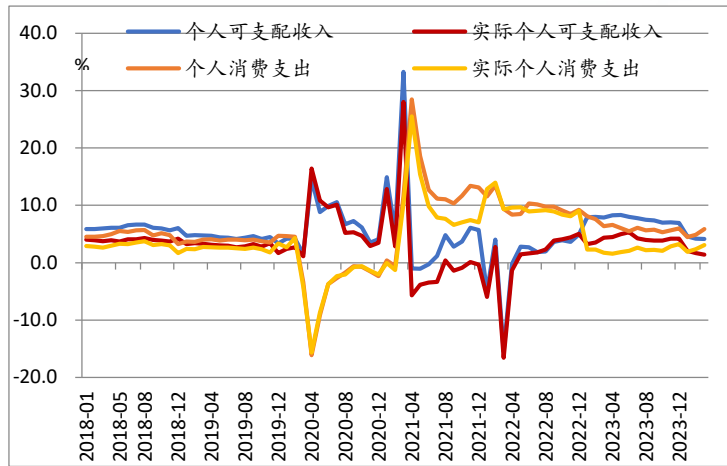
资料来源: 美国商务部、致富研究院

我们认为, 未来美国 GDP 增速有可能进一步放缓。

首先, 美国消费总体增速可能继续下降。

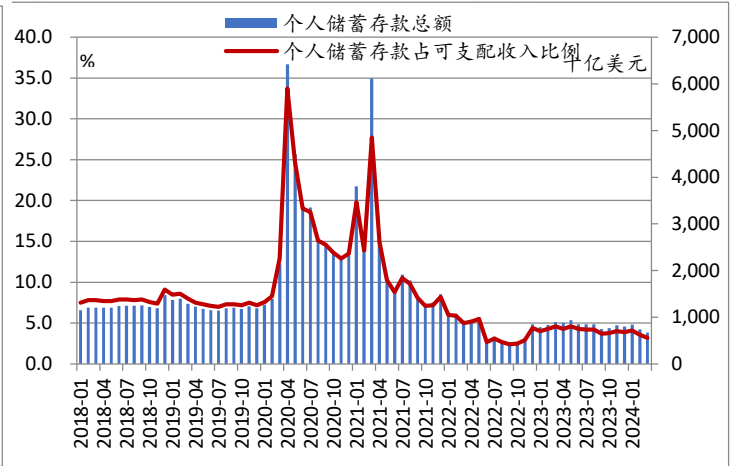
数据显示, 2024 年 3 月美国居民实际人均可支配收入为 50417 美元, 同比增速仅为 0.88%, 创自 2022 年 5 月以来最低值。同时, 居民储蓄存款总额为 6710.3 亿美元, 居民储蓄存款占可支配收入的比重从上月统计的 3.6% 降至 3.2%, 创 2022 年 12 月以来新低。此外, 随着美国商业银行个人贷款利率不断走高, 居民信用卡违约率也随之持续攀升。目前美国 24 个月个人贷款利率已经高达 12.5%, 而居民信用卡拖欠率也突破 3%, 创十年来新高。我们预计未来美国个人消费仍有下降空间, 并可能带动 GDP 增速进一步放缓。

图表 7：美国居民可支配收入和消费支出



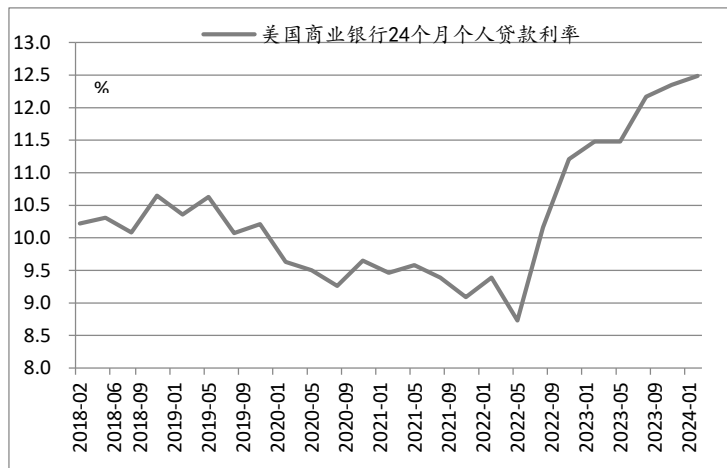
资料来源：美国经济研究局、致富研究院

图表 8：美国居民储蓄存款总额及收入占比



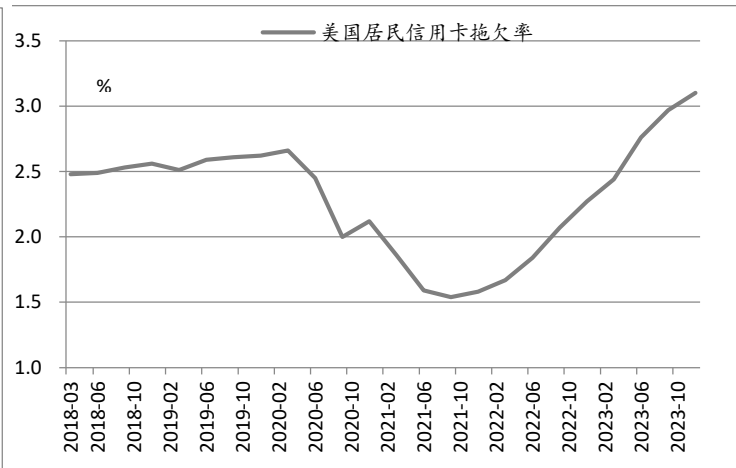
资料来源：美国经济研究局、致富研究院

图表 9：美国居民个人贷款利率



资料来源：美联储、致富研究院

图表 10：美国居民信用卡拖欠率

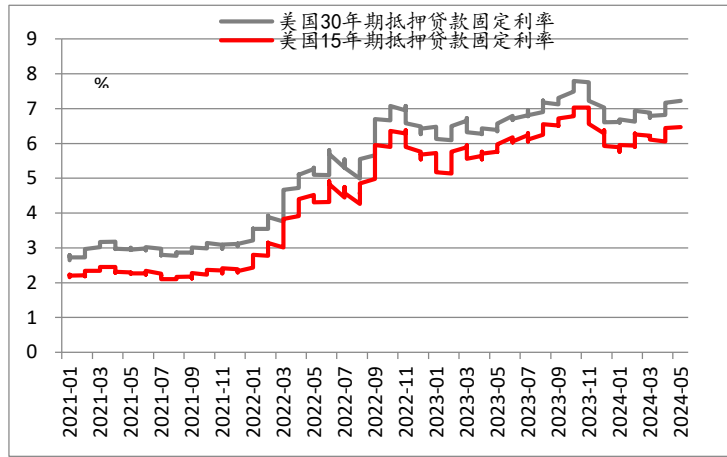


资料来源：美联储、致富研究院

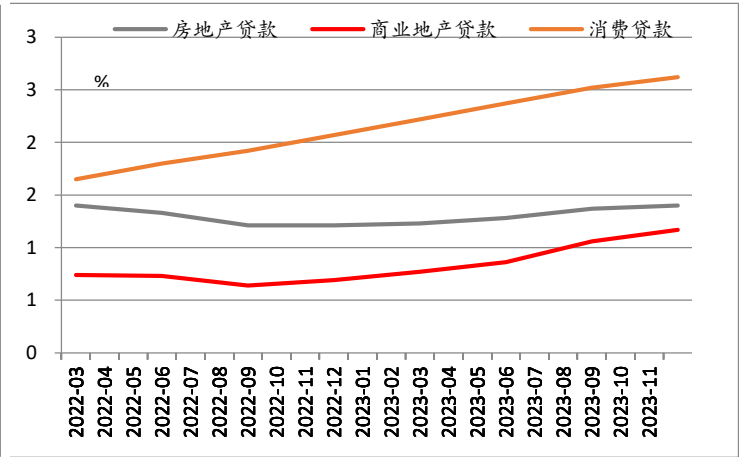
其次，虽然一季度住宅投资增速触底反弹带动国内私人投资增长，但由于目前抵押贷款利率持续高企，导致地产贷款拖欠率不断上升，预计在时滞效应的作用下，未来住宅投资持续高增概率不大。

数据显示，虽然 2024 年一季度 30 年期抵押贷款短暂回落跌破 7%，但二季度再度攀升至 7% 之上。同时，房地产贷款和商业地产贷款拖欠率自加息以来持续上升，目前已经攀升至两年多来的最高水平。我们预计若美联储迟迟不降息，地产贷款拖欠率将进一步上升，并很可能导致未来住宅投资增速出现回落。

图表 11: 抵押贷款利率



图表 12: 贷款拖欠率

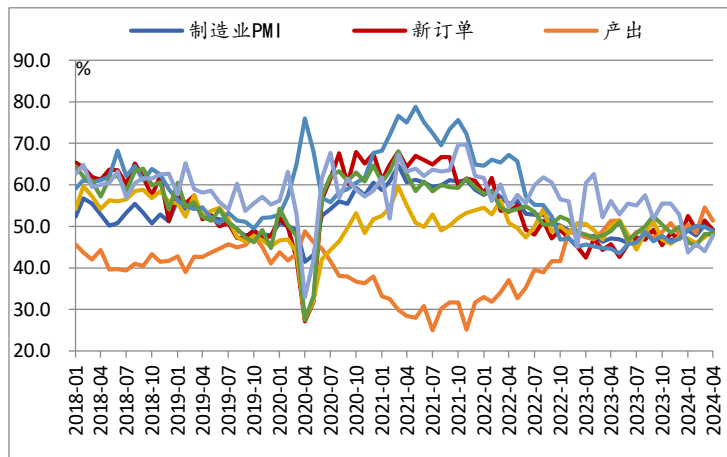


资料来源：房地美、致富研究院

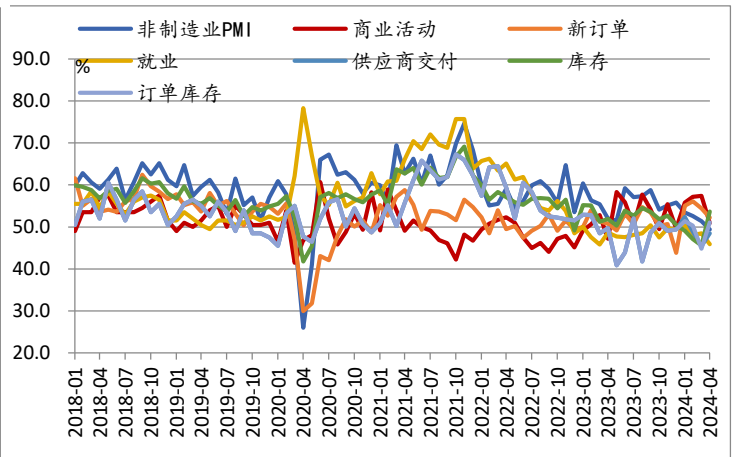
资料来源：美联储、致富研究院

第三，最新公布的 4 月美国制造业 PMI 和非制造业 PMI 均再次跌破 50 的荣枯线，侧面印证美国经济出现放缓迹象。其中，制造业 PMI 为 49.1，除了就业分项小幅反弹外，新订单、产出、供应商交付等均出现回落，而库存小幅增加；非制造业 PMI 为 49.4，商业活动、新订单、就业均出现明显下降，而库存则出现较大反弹。

图表 13: 美国制造业 PMI 各分项指数



图表 14: 美国非制造业 PMI 各分项指数



资料来源：美国抵押贷款银行家协会、致富研究院

资料来源：、致富研究院

二、劳动力市场出现降温迹象

目前美国大部分行业的就业人数都已经超过疫情前水平，职位空缺率明显下降，劳动者薪酬增速明显趋缓，失业率也开始向上攀升，劳动力市场出现一定降温迹象。

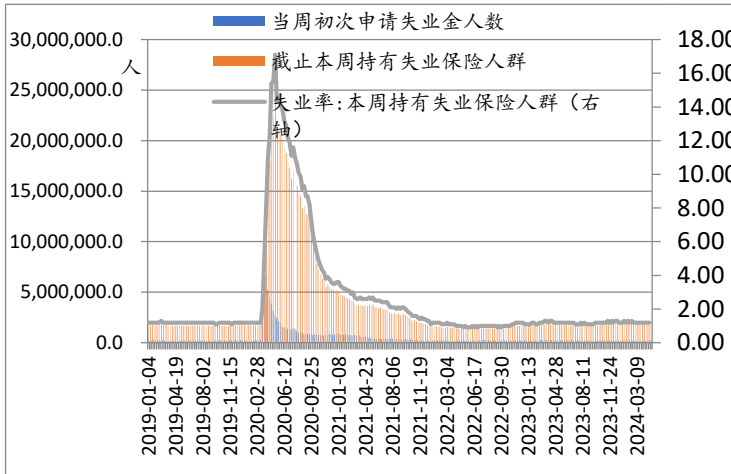
美国劳工部最新数据显示，5月4日美国当周初请失业金人数达到23.1万，创年内新高。4月美国非农就业总人数为1.58亿人，相比疫情前增加597.7万人，增幅为3.92%。其中，建筑业增加60.4万人，增幅为7.93%；制造业增加18.1万人，增幅为1.41%；商业服务增加150.5万人，增幅为7.02%；教育医疗增加161.7万人，增幅为6.58%；运输仓储增加79.6万人，增幅为13.79%；政府部门增加40.4万人，增幅为1.77%；受疫情影响最大的休闲住宿仅减少2000人，基本持平。只有采矿业还存在4.3万人的缺口，缺口比例为6.3%。此外，4月美国非农新增就业人数仅为17.5万人，相比上月31.5万人大幅减少14万，远低于市场预期24万人。

职位空缺率明显下降。4月总体职位空缺率为5.1%，相比2022年初最高7.2%大幅下降，创2021年2月以来最低值。其中，建筑业职位空缺率从高点5.5%大幅下降至3.2%；制造业职位空缺率从高点7.4%大幅下降至4.2%；贸易运输公用职位空缺率从高点6.9%大幅下降至3.5%；商业服务业职位空缺率从高点9.5%下降至6.1%；教育医疗业职位空缺率从高点8.6%下降至6.9%；休闲住宿业职位空缺率从高点10.8%下降至6.4%；政府部门职位空缺率从高点4.8%小幅下降至4%。

劳动者时薪、周薪增速明显放缓。4月平均时薪、平均周薪增速均为3.92%，相比最高点7.7%和8.3%大幅下降，在近两年最低点附近。

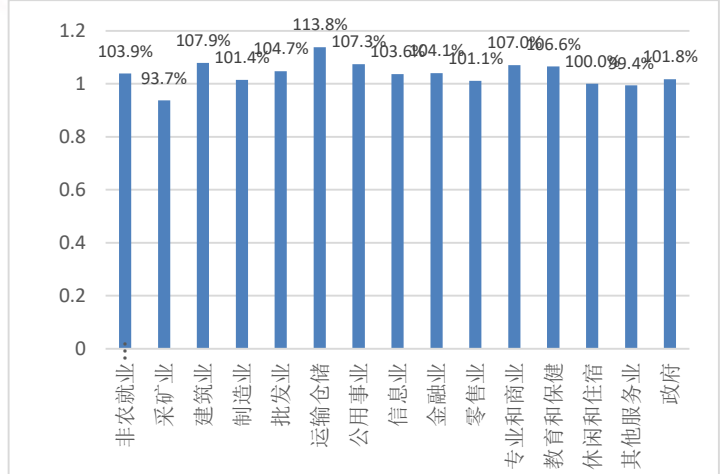
失业率自去年初触及3.4%低点以来持续反弹，2024年4月最新失业率为3.9%，创近三年新高，后续失业率继续走高的概率依然较高。

图表 15: 美国初请失业金人数及失业率



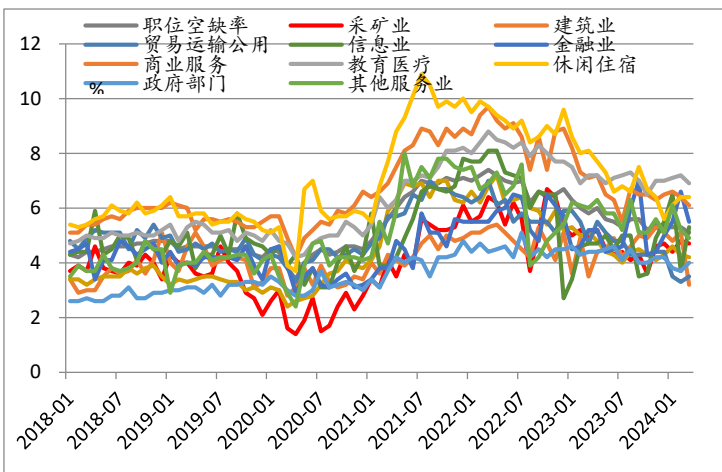
资料来源: 美国劳工部、致富研究院

图表 16: 与疫情前相比美国各行业非农就业人数缺口



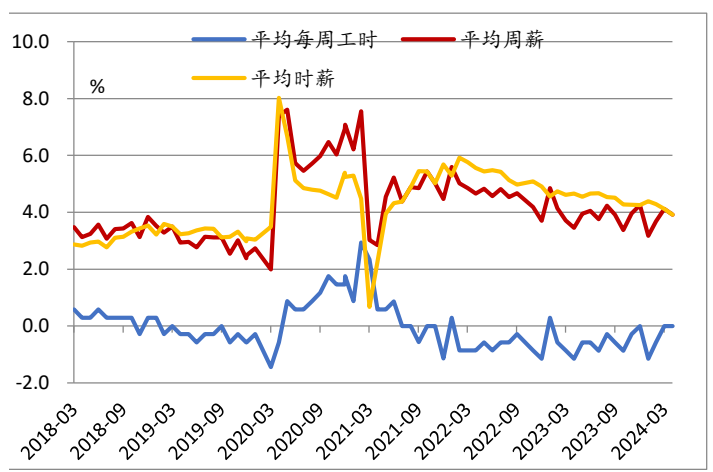
资料来源: 美国劳工部、致富研究院

图表 17: 职位空缺率



资料来源: 美国劳工部、致富研究院

图表 18: 非农企业平均工时、时薪和周薪同比增速



资料来源: 美国劳工部、致富研究院

三、未来通胀震荡走低概率较大

自 2022 年 6 月触顶以来, 美国通胀就开始逐步回落, 2023 年 10 月 PCE 首次跌破 3%, 距离美联储 2% 的长期通胀目标又接近了一步。然而最近几个月通胀再度出现反复, 回落速度慢于市场预期。

最新公布的美国 3 月通胀数据显示: CPI 同比环比增速均超市场预期。其中,



CPI 同比上涨 3.5% (市场预期上涨 3.4%，前值上涨 3.2%)，环比上涨 0.4% (市场预期上涨 0.3%，前值上涨 0.4%)；核心 CPI 同比上涨 3.8% (市场预期上涨 3.7%，前值上涨 3.8%)，环比上涨 0.4% (市场预期上涨 0.3%，前值上涨 0.4%)。

通胀数据超预期的主要原因是：3 月能源价格同比增速由负转正，同时服务价格同比增速出现反弹。但我们判断未来通胀震荡走低概率较大。

首先，能源价格同比增速近 12 个月以来首次由负转正，但预计 5 月之后对 CPI 的贡献可能再度转负。

数据显示，3 月能源价格同比上涨 2.1%，结束此前连续 12 个月的同比下跌，对 3 月 CPI 的贡献为 0.27%。其中，汽油价格同比上涨 1.3%，对 3 月 CPI 的贡献为 0.04%，相比上月增加 0.17 个百分点，是 3 月 CPI 超预期上行的主要原因；管道天然气价格同比下跌 3.2%，相比上月 8.8% 的跌幅再度大幅收窄，对 3 月 CPI 的贡献为 -0.02%，相比上月的影响缩减 0.04 个百分点。进入 5 月国际原油价格出现较大幅度下跌，再度跌破 80 美元/桶，但由于去年 5 月的低基数效应，加之 4 月国际原油价格在巴以冲突的影响下持续上涨，预计 4、5 月能源项对 CPI 的正向拉动还将持续，但之后该项对 CPI 的贡献很可能再度转为负值，并带动通胀回落。

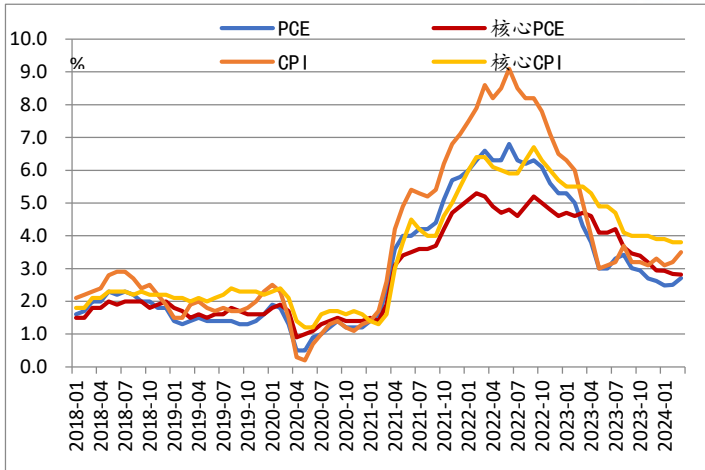
第二，核心商品价格同比增速仍持续回落。

数据显示，3 月除能源和食品外的核心商品价格同比下跌 0.7%，相比上月跌幅扩大 0.4 个百分点，3 月对 CPI 的贡献为 -0.13%。其中，新车价格同比下跌 0.1%，较上月继续降低 0.5 个百分点，近 12 个月同比增速首次转负；二手车价格同比下跌 2.2%，较上月跌幅继续扩大 0.8 个百分点，符合我们此前预期。由于作为先行指标的美国 Manheim 二手车指数仍在回落中，预计该项对 CPI 的拖累短期还将持续。

第三，服务价格同比增速出现反弹，但预计对 CPI 的贡献仍将处于低位。

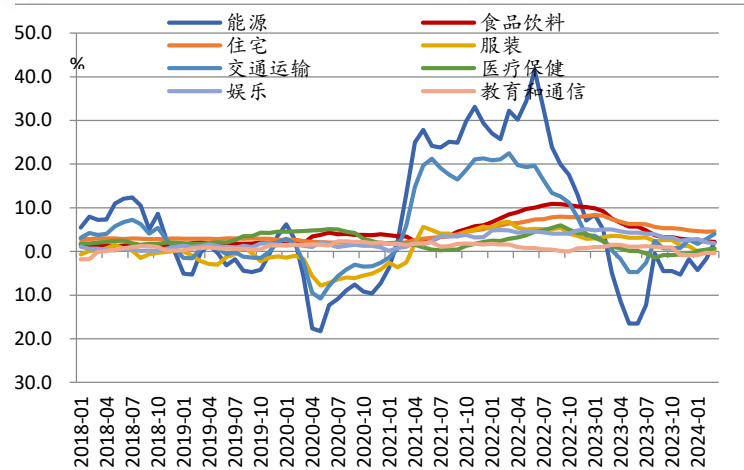
数据显示，3 月服务项同比上涨 5.4%，较上月增加 0.2 个百分点，结束自去年 2 月以来的持续回落趋势。其中，占比最大的家计项上涨 5.7%，与上月持平，结束连续 12 个月同比下降，3 月对 CPI 的拉动仍为 2.06%。作为先行指标的美国 ZILLOW 指数同比涨幅与 CPI 统计中的租金价格涨幅存在 13 个月的时间滞后，考虑到滞后效应，由于前者从 2022 年 2 月至 2023 年 9 月处于持续回落趋势，预计未来几个月家计项对 CPI 的贡献将继续降低或处于低位。

图表 19: CPI 和 PCE 同比增速



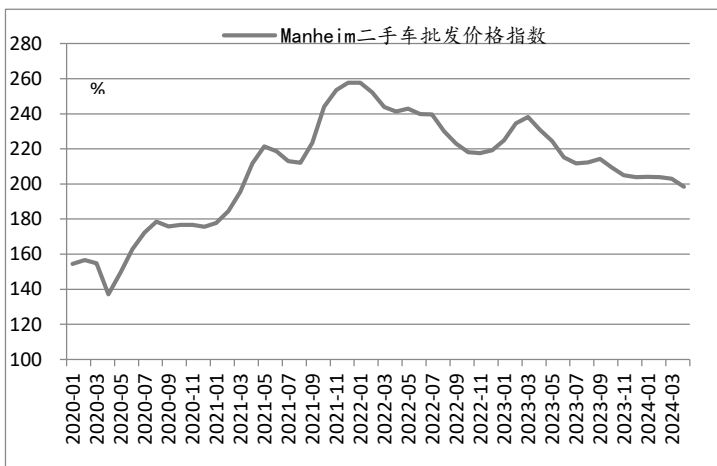
资料来源: 美国劳工部、致富研究院

图表 20: CPI 各分项同比增速



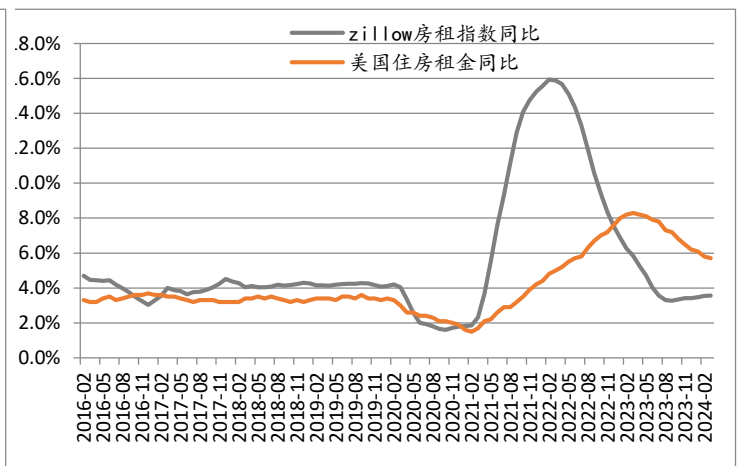
资料来源: 美国劳工部、致富研究院

图表 21: Manheim 二手车指数



资料来源: wind、致富研究院

图表 22: ZILLOW 房租指数



资料来源: 美国劳工部、zillow官网、致富研究院

四、结论

- 美联储连续加息带来货币政策的时滞效应已经逐渐在消费、就业等方面体现出来，美国经济开始出现一定的放缓迹象。
- 虽然目前通胀仍有反复，但主要原因是能源价格上涨导致，未来继续缓慢回落概率较大。

- 美联储降息时点不宜过晚，考虑到通胀和劳动力市场仍需要时间观察，6月降息概率不大，或将于7月首次降息。

研究员声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析员在此声明：(1) 该研究员以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映了该研究员的研究观点；(2) 该研究员所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在还是将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

一般声明

本报告由香港致富证券有限公司（以下简称“致富证券”）制作，报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本报告版权归致富证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

本报告内的所有意见均可在不作另行通知之下作出更改。本报告的作用纯粹为提供信息，并不应视为对本报告内提及的任何产品买卖或交易的专业推介、建议、邀请或要约。

香港	北京	上海	深圳
香港致富证券有限公司	香港致富证券有限公司北京代表处	香港致富证券有限公司上海代表处	香港致富证券有限公司深圳代表处
香港德辅道中 308 号 富衛金融中心 11 樓	北京市朝阳区建国门外大街 1 号 国贸大厦 1 期 608 室	上海市陆家嘴东路 161 号 招商局大厦 1309 室	深圳福田区福华路 399 号 中海大厦 6 樓
电话：(852) 25009228 传真：(852) 25216893	电话：(8610) 66555862 传真：(8610) 66555102	电话：(8621) 38870772 传真：(8621) 58799185	电话：(86755) 33339666 传真：(86755) 33339665

