

# 宏观报告

证券研究报告

2024年06月27日

## 为什么联储加息不够高？

作者

宋雪涛 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110517090003  
songxuetao@tfzq.com

相关报告

- 1 《宏观报告：宏观-大类资产风险定价周度观察-24年6月第5周》2024-06-24
- 2 《宏观报告：宏观-货币政策框架的过去、现在和未来》2024-06-21
- 3 《宏观报告：宏观-二季度GDP增速有多少？》2024-06-19

我们认为当前联储加息的幅度有限，尽管已经保持利率区间 5.25%-5.5% 近一年，但美国经济迟迟“不着陆”，反映出货币政策或并没有明显的限制性。

今年联储已经连续两次在 SEP 预测中指向了更高的长期利率预期；资本市场的利率终点也沿着“货币政策不够具备限制性”的方向在演进，体现在长期利率在疫情后持续上行。去年三季度以来，长期利率预期维持在 3.5% 以上，相较于 2017-2019 年均值上升 1.2pct 以上。

自然利率的抬升意味着货币政策的限制性下降。在大财政时代开启的背景下，货币政策的边界是越发清晰的。我们认为无论是大选前还是大选后，进行预防式降息以托底经济，对于联储来说动力或相对有限。

我们认为联储没有过度加息，而是在名义利率和自然利率相对和谐的位置上就停了下来，反映了联储的心态——尊重财政的主导权。

风险提示：美国劳动力市场超预期走弱，美国失业率超预期上行，美国高利率维持更长时间

我们认为当前联储加息的幅度有限，尽管已经保持利率区间 5.25%-5.5% 近一年，但美国经济迟迟“不着陆”，反映出货币政策或并没有明显的限制性。即使在 5 月 CPI 超预期弱弱的情况下，鲍曼等联储官员仍然对加息呈现出开放式态度；这意味着在去通胀的视角下，美国利率水平可能是不够高的。

今年联储已经连续两次在 SEP 预测中指向了更高的长期利率预期；并且今年杰克逊霍尔央行年会的主题也早早确定为“重新评估货币政策的有效性和传导性”。去年全球央行会议前，联储提前吹风“疫后自然利率抬升”，今年的议题可以看作是去年的延续，也是联储这一年的反思与总结。

资本市场的利率终点也沿着“货币政策不够具备限制性”的方向在演进，体现在长期利率在疫情后持续上行。去年三季度以来，长期利率预期维持在 3.5% 以上，相较于 2017-2019 年均值上升 1.2pct 以上。

图 1：市场和联储都在向更高长期利率靠拢



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

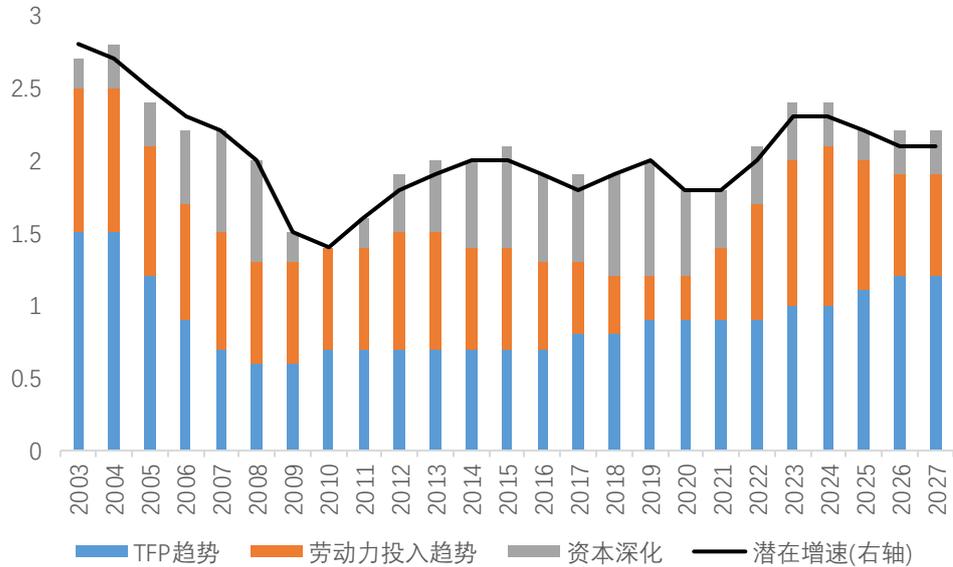
我们认为美国货币政策限制幅度有限的原因或是“加的不够多，缩的不够快”，而非传导不畅。

在此前报告（《如何看待当前美国降息预期？》，2024 年 4 月 1 日）中，我们认为美国名义中性利率或已经升至 3.8% 左右。当前相对应的 5 年期国债收益率仅在 4.3% 水平，甚至在年初一度下行接近 3.8%；以此视角下，联储加息并不够多，这或促成了美国一季度通胀的迅速反弹。

缩的不够快则反映在美国当前银行准备金依然充裕，接近持平于 2022 年 4 月加息刚开始时的水平。整个银根并未受到资产负债表整体大幅收缩的影响，进而维持了金融市场融资功能的基本稳定，自然也就难以抑制投资与消费活动。

一方面，更高的政府投资倾向和居民消费倾向使得资本要素相对不足；2022-2024 年美国居民消费占其可支配收入的比重较疫情前十年的均值上升了约 2pct 至 92.7%。另一方面，大规模移民推升了美国趋势劳动力投入水平，在资本投入强度持平的情况下，潜在增速也亦有所增加。两者都助推了自然利率的抬升，“更少储蓄、更多消费和投资”，给均衡利率带来了上行压力。

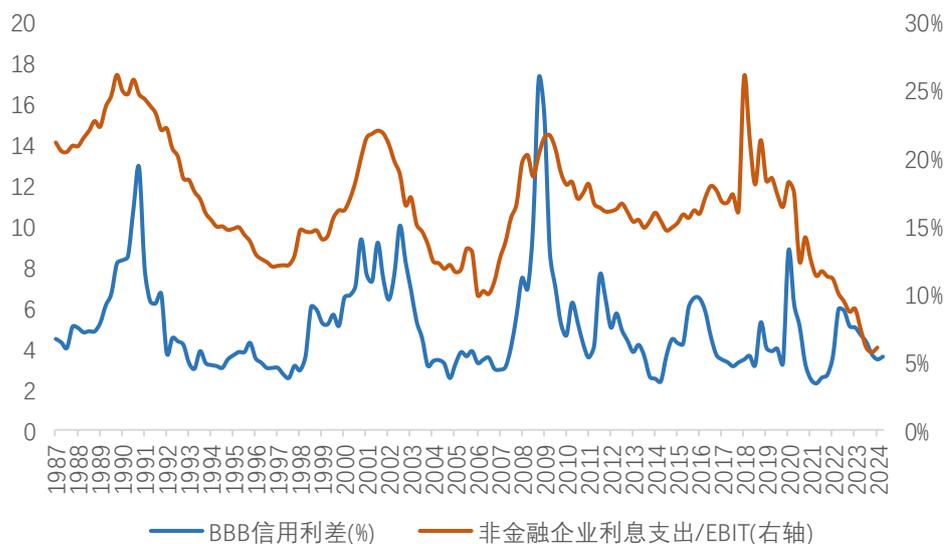
图 2：美国短期潜在增速的提升主要依靠劳动力投入趋势增长



资料来源：Bank of Canada, 天风证券研究所

自然利率的抬升意味着货币政策的限制性下降。另外，美国金融市场融资功能的畅通缓解了美国企业部门短期的成本压力。企业部门在疫情期间的低息再融资拉低了利息支出水平，同时当前充足的金融流动性使得信用利差维持在低位；美国非投资级企业债在 2024 年前 6 个月发行总量就已超过 2023 年全年水平。

图 3：充足的金融流动性缓解了企业部门短期成本压力



资料来源：彭博，天风证券研究所

在大财政时代开启的背景下，货币政策的边界是越发清晰的。当下美国经济并未展现出大幅放缓的迹象，仅有以地产为主的利率敏感型部门在高利率下出现松动，财政依然可以有的放矢。我们认为无论是大选前还是大选后，进行预防式降息以托底经济，对于联

储来说动力或相对有限。

我们认为联储没有过度加息，而是在名义利率和自然利率相对和谐的位置上就停了下来，反映了联储的心态——尊重财政的主导权。

总的来说，在控通胀视角下的“加息不足”，与财政视角下的“加息适度”之间，联储主动选择向后者靠拢。货币政策或不具备明显限制性的背后是年内去通胀进程的停滞，也是经济活动波动的加剧。联储能做的或是尽量减少波动，即经济明显走弱前保持利率的稳定。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com