

# 宏观报告

证券研究报告  
2024年07月18日

## “降息交易”或过于乐观

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7月第3周》2024-07-16
- 2 《宏观报告：宏观报告-联储降息或不是最优选择》2024-07-13
- 3 《宏观报告：宏观报告-美国大选的三点思考》2024-07-12

当前“降息交易”持续升温，甚至押注有7月降息的可能。但我们认为整个“降息交易”背后的逻辑或并不牢固：仅仅基于看似偏弱的就业和通胀，而忽视了仍然火热的消费，低估了财政的力度与联储的耐心。

在此前的报告中我们明确表达了美国近期就业和通胀数据实质上并不支持降息的观点。最新的6月零售数据全面超预期，广义消费支出也呈现持续修复的趋势，这些都印证了我们的观点。

与出行相关的高频数据也都指向美国当前需求火热，甚至对利率敏感度极高的制造业和地产也有所企稳；美国2024Q2 GDP最新增速预计在2.7%。

除了强劲的消费不支持“降息交易”外，美国PPI和进口价格指数也超预期反弹，指向更大的通胀压力。

经济数据之外，大选年的联储或也倾向于“多说少做”以避免不必要的关注。在中性利率提升的背景下，联储降息的空间也是相对有限的。

我们认为随着大选进入白热化阶段，拜登作为在任美国总统可以动用较为充足的财政支出空间以刺激经济，从而获得更多美国民众的好感。

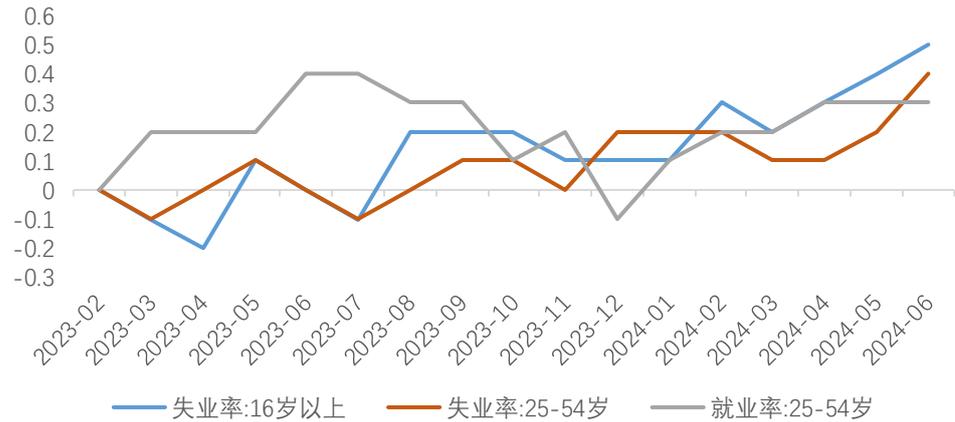
风险提示：美国住房通胀大幅降温，美国失业率迅速提高，美国薪资增速降低

当前关于联储的“降息交易”持续升温，甚至押注有 7 月降息的可能。但我们认为整个“降息交易”背后的逻辑或并不牢固：仅仅基于看似偏弱的就业和通胀，而忽视了仍然火热的消费，低估了财政的力度与联储的耐心。

这一轮的“降息交易”主要受到失业率连续上行和 CPI 不及预期的推动，在此前的报告中我们明确表达了美国近期就业和通胀数据实质上并不支持降息的观点。简单总结如下：

关于就业（2024 年 7 月 9 日，《美国就业与失业的脱节》）：本轮美国劳动力最明显的特征就是失业率的上行并未伴随就业率的下行，而在此前两轮衰退周期中（2000 和 2008）都出现了失业率的下滑；因此对于失业率的上行并不需要过度担忧。

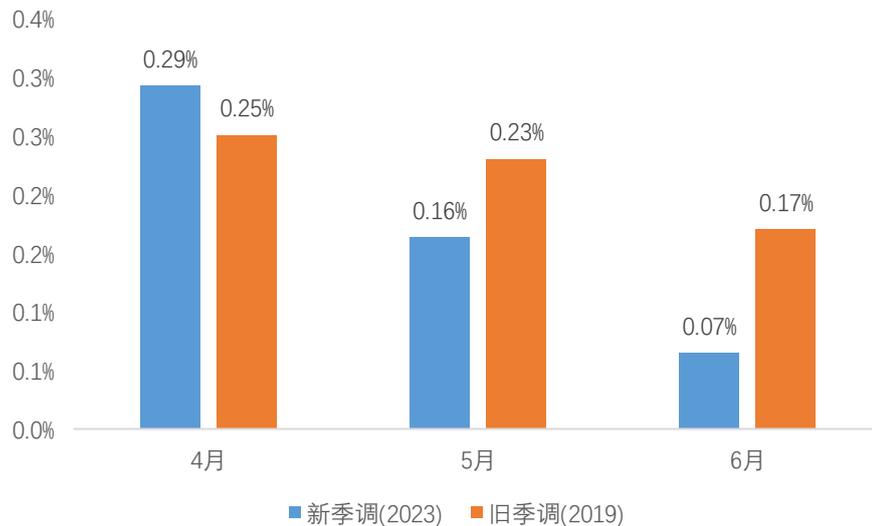
图 1：当前美国劳动力市场呈现就业和失业的“脱节”（图为相较于 2023.02 的变化水平）



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

关于通胀（2024 年 7 月 13 日，《联储降息或不是最优选择》）：当前美国通胀数据和需求脱节，拖累最为明显的车和油背后的需求并不差，只是面临各自的异质性。而疫情后季调因子的变化或也压低了近期的核心通胀环比读数，进而夸大了美国通胀的降温幅度。

图 2：旧季调视角下的核心通胀环比降温趋势更加缓和

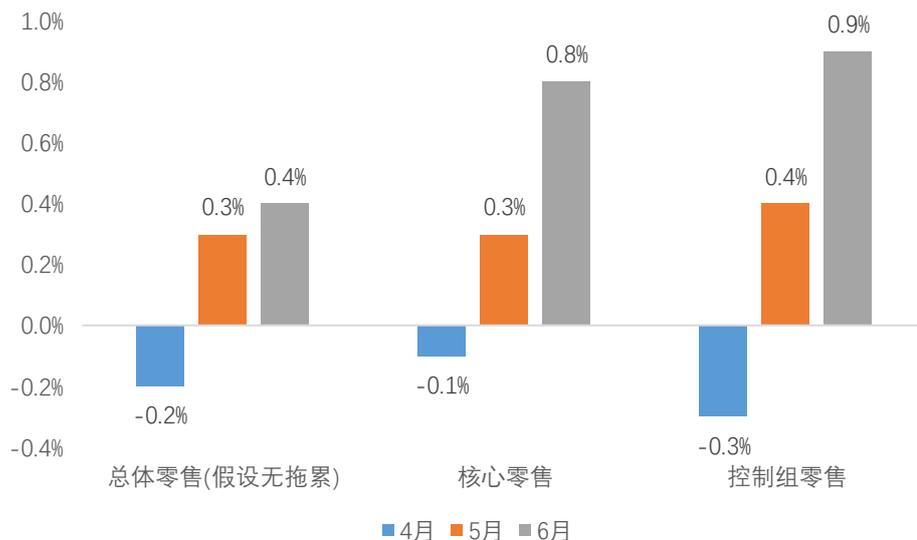


资料来源：BLS，天风证券研究所

最新的 6 月零售数据印证了我们的观点，无论是总体、核心还是控制组数据均大幅超出预期；大多数分项环比增速都超过上月水平。核心零售环比增长 0.8%，而计入 GDP 计算的控制组零售数据环比高增 0.9%。

考虑到本月约有 1.5 万汽车经销商受到网络供给从而影响汽车销量，拖累总体零售 0.4%；如果计入被拖累的销量，可以明显看到零售正逐月恢复。

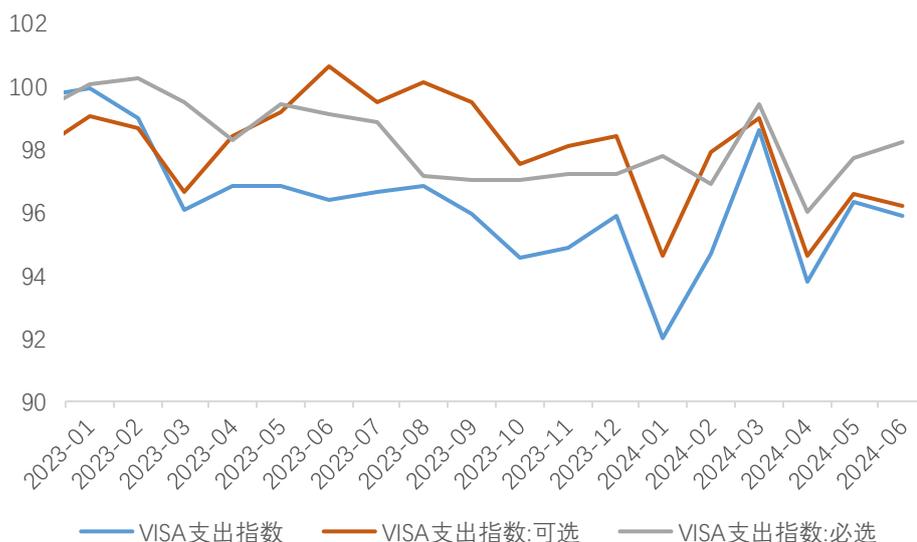
图 3：美国零售正逐月修复



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

更广义的消费支出在 4 月受到金融条件再收紧的扰动后，5-6 月也呈现持续修复的趋势；这也与零售销售的口径相对应，再次证明了美国经济的韧性。

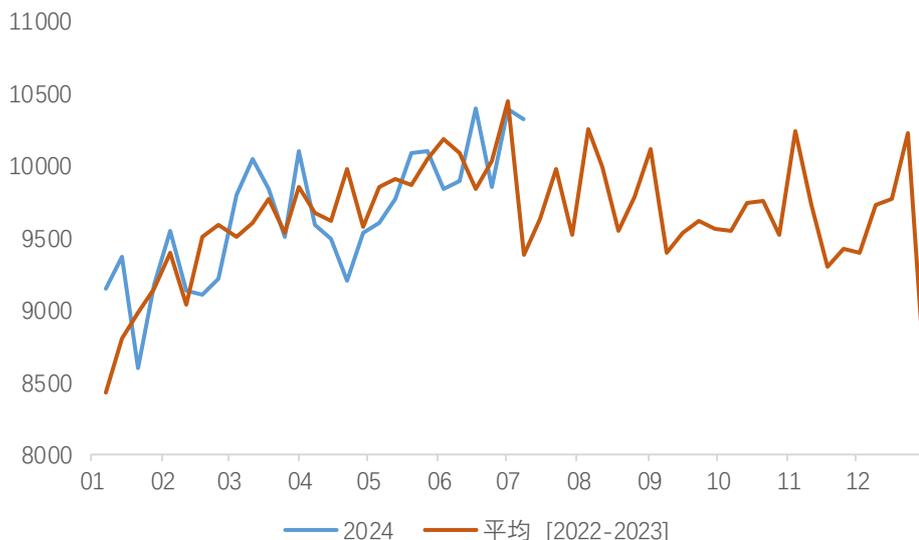
图 4：广义消费支出在 4 月“挖坑”后持续修复



资料来源：FRED，天风证券研究所

与出行相关的高频数据也都指向美国当前需求火热。TSA 安检人数历史首次突破单日 300 万人水平，燃油相关需求保持高位，炼油厂产能利用率处于历史同期最高水平，美国同店销售盈利也在上行。

图 5：美国广义汽车燃油需求虽然波动较大，但仍保持高位（单位：千桶/日）



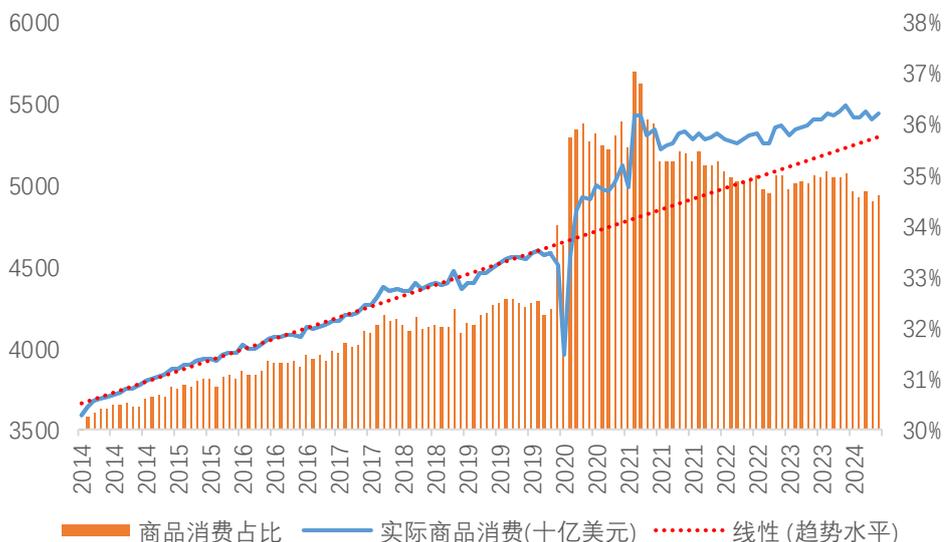
资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

甚至对利率敏感度极高的制造业和地产也有所企稳。美国 6 月地产开工和营建许可数的最新数据也超出预期，在高利率下并未进一步下行；制造业和工业产出也连续两个月超预期增长。

以上的种种数据都站在了降息交易的对立面；而亚特兰大联储模型最新预计 2024Q2 美国实际 GDP 环比折年率为 2.73%，这意味着美国仍将以高于潜在增速水平增长。

除了强劲的消费不支持“降息交易”外，美国 PPI 和进口价格指数也超预期反弹，指向更大的通胀压力。考虑到美国当前商品消费占比高于疫情前水平，且消费量高于趋势水平，PPI 和 IPI 通过商品价格对整体通胀的传导将比疫情前更明显。

图 6：反弹的 PPI 与 IPI 将通过占比更高的商品消费向通胀转导

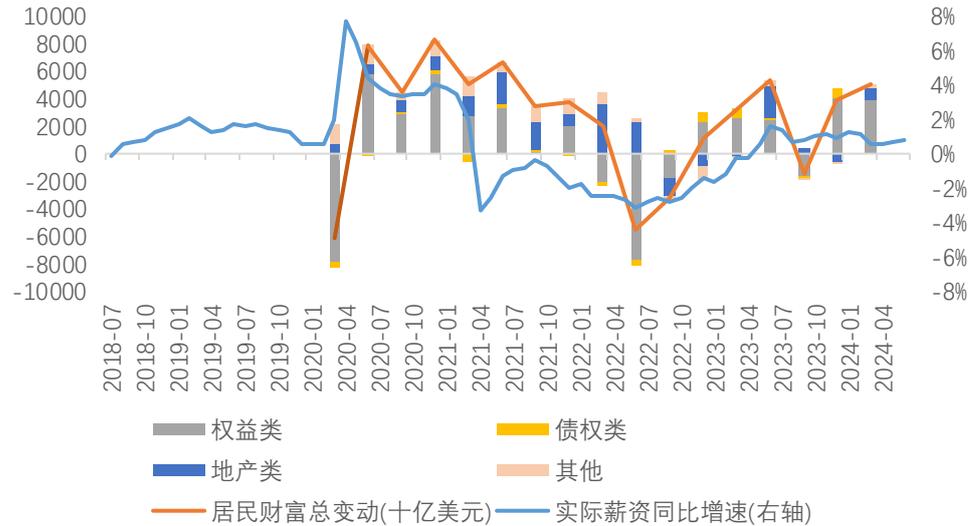


资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

当前对于降息愈发极端的下注，与年初并无两异。但需要思考的是，美国的经济韧性到底是被消耗了，还是被增强了。

总体 CPI 与年初接近持平，但是实际薪资增速又经历了 6 个月的正增长，同时过去半年居民部门的财富进一步增值(股市与地产)。

图 7：美国实际薪资增速和居民部门财富都在经历持续增值



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

美国居民在疫情早期超额储蓄驱动消费时，性价比让位于可获得性；在转向实际薪资驱动后，美国消费者在消费时或开始更在乎性价比，但在乎性价比不等于少消费。

同时我们要强调实际薪资增速和实际购买力修复的领先滞后性。CPI 统计的是一篮子商品和服务的价格，而薪资仅仅是单一的“劳动价格”，因此前者价格调整频率要远高于后者。

这就意味着尽管美国实际薪资增速连续 14 个月同比正增长，美国居民部门的体感的修复是缓慢而滞后的。而反过来讲，在薪资增速相对稳定且持续跑过通胀的情况下，我们倾向于过去半年美国经济的韧性其实是在强化，而非消耗的。

经济数据之外，大选年的联储或也倾向于“多说少做”以避免不必要的关注。

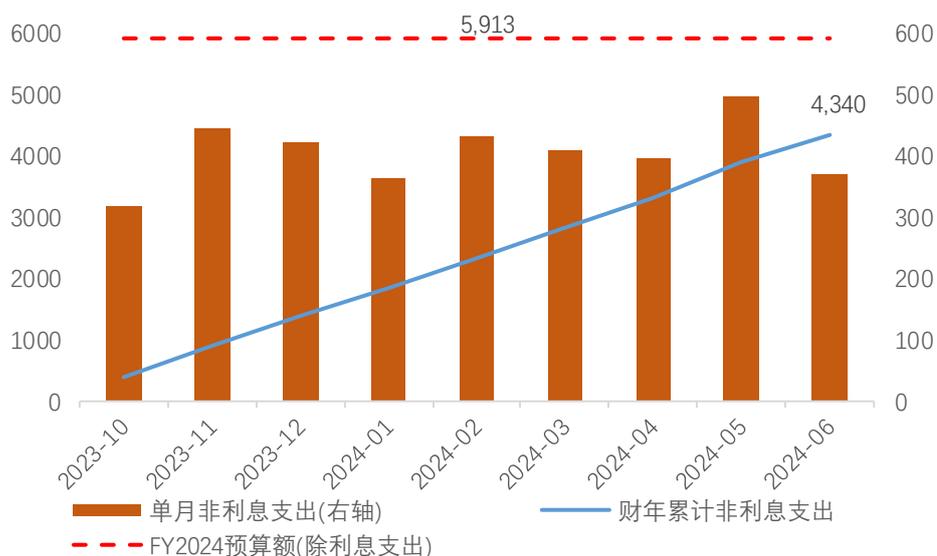
近期特朗普在接受采访时表示不希望看到 11 月之前降息。我们早在 4 月就分析过（2024 年 4 月 1 日，《如何看待当前美国降息预期？》），降息从表面上看是利好拜登，但很可能使得通胀预期脱钩。然而，9 月距离大选时间较短，降息对经济刺激的传导或要快于通胀的反弹，这或也是为何偏爱低利率的特朗普反而阻止联储降息的原因。

从联储的角度看，独立性固然很重要，但当下就业和通胀的趋势变化正将其摆在一个更加有利的位置下，不降息也依然有充分的理由；联储在大选前敢于“不作为”同样可以展现其“作为”的勇气。

我们多次提及（2024 年 4 月 1 日，《如何看待当前美国降息预期？》），2024 年 6 月 27 日，《为什么联储加息不够高？》等），在中性（自然）利率提升的背景下，联储降息的空间也是相对有限的。让不那么具备限制性的高利率再久一点，未来才能给出一个更加明确的降息路径，预期比行动更重要。

最后，美国 FY2024 的最后一个季度（2024 自然年第三季度）的财政空间仍然相对充裕。2024 财年至今的 9 个月已录得 4.3 万亿美元的非利息支出，最后 3 个月仍余下 1.6 万亿美元的非利息支出额度。

图 8：美国在 FY2024 仍有约 1.6 万亿美元非利息支出空间(图中单位:十亿美元)



资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

我们认为随着大选进入白热化阶段，拜登作为在任美国总统可以动用较为充足的财政支出空间以刺激经济，从而获得更多美国民众的好感。拜登于 7 月 11 日宣布给予多家汽车生产商共计 17 亿美元的补贴以更新新能源汽车相关产线，未来数月类似的财政支持和补贴可能会越来越多见；美国经济也有望得以提振。

2021 年讨论的暂时性通胀，2022-2023 年反复讨论的美国经济硬着陆，本质都是过于看轻美国经济的韧性，当下“降息交易”的支持者似乎也在犯同样的错。进一步的，更不要错估民主党人加码财政最后一搏和联储的多说少做的决心。

### 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