

宏观报告

证券研究报告

2024年09月24日

再校准，再降息，再通胀

作者

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

当下重要的是理解鲍威尔口中“再校准(recalibrate)”的基点是什么，又如何衡量校准后所需的进一步宽松幅度。

鲍威尔解释降 50 BP 是基于对现有数据的滞后性调整，即“再校准”；那如果是出于“再校准”的考量，我们认为实际上应该停止进一步降息；因为当前的数据趋势显示经济正朝着再通胀和不着陆的方向发展。

非经济因素也扮演了一定的角色，综合来看，我们认为经济数据最多支持降息 25 个基点。如果结合大选结果考量，特朗普上任后推行的经济政策或更加激进，将带来更大的通胀风险。

因此在美国经济增长并未明显放缓的情况下，我们认为共和党当选可能不会选择降息，民主党当选可能会小幅降息。

大类资产方面，

美债：由于通胀已经出现回升迹象，美债收益率的下降空间有限，长端有缓慢上行的需求。

美元：走向变得愈加复杂，趋势偏向疲软，但我们认为未来其波动性可能会加剧；且非美更大幅度降息也可能被动推升美元。

美股：对大盘、小盘股都是利好，从估值角度看小盘股弹性更大，但核心还是在于 AI 叙事。

黄金与大宗：需求侧看，大宗商品的边际影响并不显著，但联储对经济兜底的承诺带来了一定积极因素。降息也增强了黄金的金融属性，超预期降息带来机构资产再平衡或推动黄金持续突破新高。

风险提示：美国失业率数据偏差较大，美国企业盈利超预期放缓，美国大选意外事件再现，美国薪资增速不确定性增加

相关报告

- 1 《宏观报告：宏观-预期落空后的货币和财政政策方向》2024-09-23
- 2 《宏观报告：宏观报告-如何理解联储降息 50bp》2024-09-19
- 3 《宏观报告：宏观-多少汇，藏于民？》2024-09-18

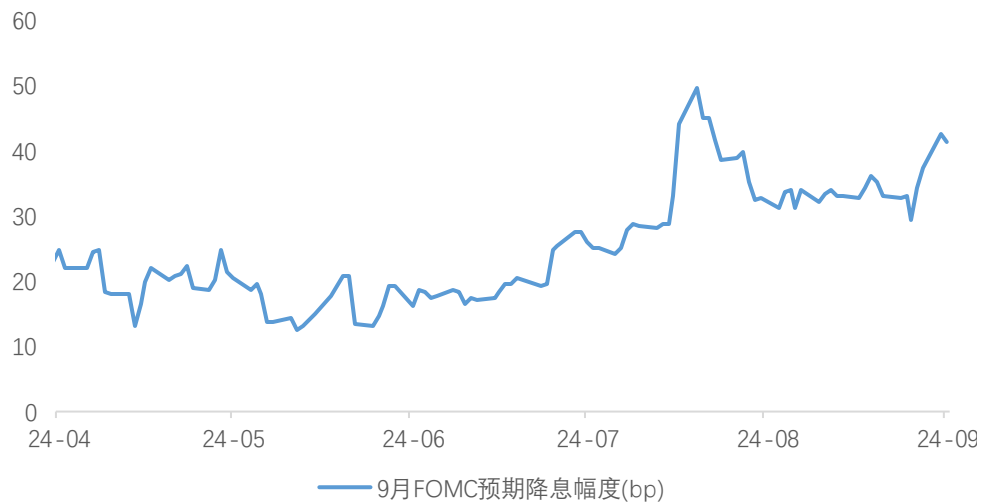
当下重要的是理解鲍威尔口中“再校准(recalibrate)”的基点是什么，又如何衡量校准后所需的进一步宽松幅度。

一种观点认为，美联储可能基于一些非公开数据决定提前行动。然而，鲍威尔对此表示否认，解释降 50 BP 是基于对现有数据的滞后性调整，即“再校准”；却又表示，如果看到非农数据，7 月 FOMC 可能会考虑降息，这带来了三个疑点：

第一，7 月 FOMC 会议中非农数据对于联储官员是已知的，但彼时的态度依然中立，且在数据发布后众多官员强调失业率仍然低，不要过度关注单一数据等，与 9 月传递的“追赶式”降息有所违背。

第二，两次 FOMC 会议间隔 6 周左右，联储有充分的时间和场合去传递 50bp 的补偿式降息预期，但直到静默期都还在进行预期博弈。

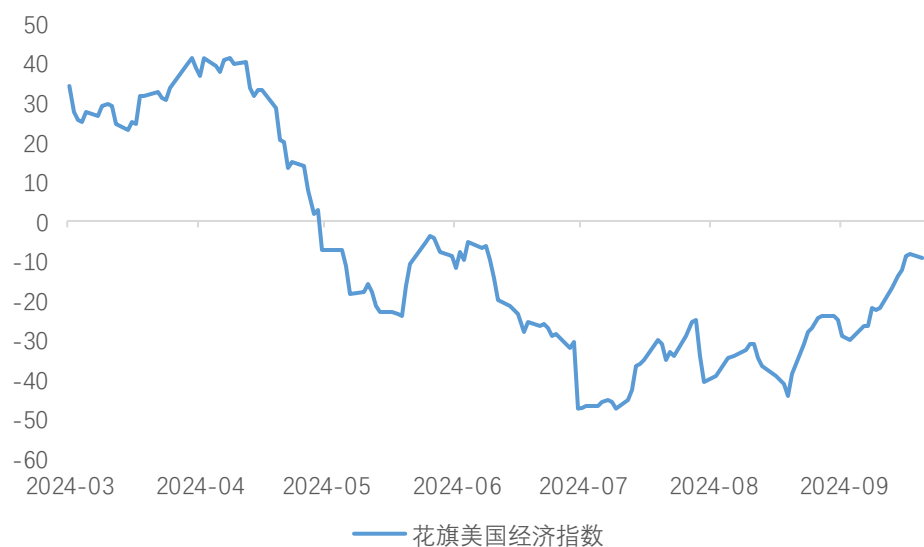
图 1：在 9 月 FOMC 会前都还在进行降息的博弈



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

第三，本身美国数据是向好的，即使就业的走弱增加了降息的必要性，但是其他经济数据依然强劲。且联储反复强调劳动力市场更多是移民相关的供给因素，而非衰退信号。

图 2：美国经济近期持续向好，降息的必要性有限



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

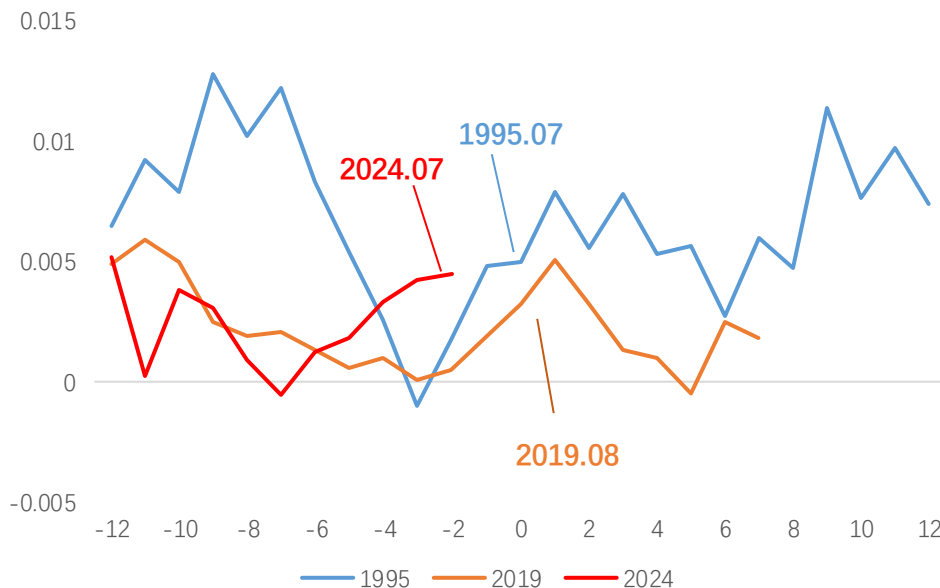
但正如 9 月 FOMC 投下反对票的鲍曼说的那样，移民对经济的影响存在太多未知因素，消费者支出等可能更能反映美国经济的强度。

关于后续降息问题，如果是出于“再校准”的考量，我们认为实际上应该停止进一步降

息；因为当前的数据趋势显示经济正朝着再通胀和不着陆的方向发展。

基于就业、经济和通胀等关键指标构建的美国经济动力指数表明，当前经济状况强于 1995 年和 2019 年。那时的动力指数在触及零以下后反弹，而这一次已经处于反弹阶段，且未达到负增长区间，优于此前软着陆周期。

图 3：T=0 为软着陆周期首次降息开始节点（预估本轮周期为 2024 年 9 月）



资料来源：FRED，天风证券研究所，图中所示年月对应该轮周期首次降息节点，X轴数字对应与首次降息开始时间隔月份数（负为降息前，正为降息后）；Y轴数字为经济动力指数，大于0为扩张区间，小于0为收缩区间

所以我们还是强调联储此次降息存在非经济驱动的因素，尤其是联储在 7-8 月的态度变化上和民主党换人后的支持率变化有时间上的相关性，且存在一定动机。如果真的保持政治独立性，2016 年大选前不加息是更直接的例证。

如果该结论成立，再考虑到联储的预期管理能力，我们认为可能会顶着 Q3 GDP 环比折年 2.5%以上的增速下再次吹风大幅降息预期，用预期管理的方式支持经济和美国股市；然后在大选后部分兑现。

因此 11 月 5 日的选举结果将对 11 月 7 日的议息会议结果产生影响。综合来看，我们认为经济数据最多可能支持降息 25 个基点。

如果结合大选结果考量，特朗普上任后推行的经济政策或更加激进，将带来更大的通胀风险。因此在美国经济增长并未明显放缓的情况下，我们认为共和党当选可能不会选择降息，民主党当选可能会小幅降息。

（1）美债

从基本面来看，由于通胀已经出现回升迹象，美债收益率的下降空间相对有限，长端有缓慢上行的需求。美国未来通胀压力来自于三个方面：

第一，服务通胀难以回落。服务通胀与美国薪资增长速度密切相关，而薪资增长的加速则是由就业市场的改善推动的，后者部分得益于非法移民数量的减少。今年作为大选年，民主党为了不让共和党在非法移民问题上抓住把柄，加强了边境管控措施。

因此，与过去三年相比，今年美国边境管理局非法移民数据有明显下降，这可能导致未来劳动力供给减少，进而可能引发失业率下降和薪资增速上升。

薪资增长的加速反过来又支撑了美国服务通胀维持在较高水平。连续四个月服务业 PMI 都在 55 以上的高位水平，服务通胀本身也是美国经济通胀中占比最大的一部分。

第二，核心商品消费反映了美国人在高利率环境下的消费能力。过去两个月中，随着利率的回落，汽车和房地产等领域的价格有所回升，核心商品的大幅通缩逐渐消失后也会

助力美国再通胀。

第三，住房市场，包括房租和业主等权租金，这两个因素都不太可能下降。房租通常比房价滞后大约一年半的时间，鉴于房价从去年第二季度开始反弹，因此今年下半年房租很可能会随之上涨。

从经济数据来看，美国的再通胀趋势已经不可避免，或者在某种程度上已经开始。特别是如果联储继续降息，这将为再通胀进程提供更多动力，也将带动美债利率反弹修复。

（2）美元

美元的走向变得愈加复杂。尽管美元指数整体趋势偏向疲软，但我们认为未来其波动性可能会加剧。这种不确定性主要受到即将到来的选举以及美国股市的不稳定性影响，使得美元的总体走势倾向于下行，同时伴随着更大的波动幅度。

但另一个关键的问题是联储的前置大幅降息给了非美经济体更多调整的空间去更快，更大幅度的放松货币政策以托底经济。欧元区的 PMI 持续疲软并低于预期，德国制造业 PMI 再次接近 40 的极低水平，这些都指向欧央行连续降息的必要性，也会带来美元的阶段性走强。

从中短期来看，我们认为降息不必然带来美元的持续弱势，尤其是在经济基本面差别仍然较为明显的情况下，如果非美经济体央行降息过于犹豫，经济基本面差距将会拉大。从边际改善逻辑转向绝对水平比差逻辑后，美元仍有较大的比较优势。

（3）美股

当前美股市场的整体表现是积极的。值得注意的是，这次降息的独特之处在于，美联储对于“再校准”的解释似乎并不充分，这引发了对美国过热和再通胀风险的担忧。

实际上，从经济基本面修复的角度看，联储此次降息对大盘股和小盘股都是有利的。大盘科技股与经济状况紧密相连，只是它们对利率变化的抵抗力更强，因为它们拥有更好的现金流。而小盘股由于现金流较弱，对利率更为敏感，但也从经济好转中受益。

而从估值角度来看，由于小盘股的估值相对偏低，相对应的反弹空间可能更大，所以小盘股的修复可能会更加明显。

我们认为 AI 叙事才是美股的核心。这也是前期美股出现较大回调和波动的原因之一，最近慢慢涨回来一方面与降息和经济数据向好有关，美国基本面看起来更趋向于不着陆；另一方面也与 AI 趋势没有快速回落有关，例如 Open AI 发布了新的 O1 模型。

但 AI 叙事仍存在分歧，关键在于胜率，即它们是否能保持成长，特别是像英伟达这样的公司的成长性，实际上取决于大模型的扩展能力。

如果大模型不能仅通过规模扩张来实现增长，而是需要依靠大量的人力、经验、专家系统以及算力和资金的投入，那么是否还会有大厂不惜代价地进行长期资本开支？这是一个悬而未决的问题。

（4）黄金与大宗商品

从需求层面分析，大宗商品的边际影响并不显著。由于联储对经济增长有所承诺，需求端并未遭受负面的边际效应。至少在短期内，降息对经济和通胀起到了刺激作用，这可能间接促进了大宗商品的需求。因此，可以认为大宗商品在需求方面或许存在一定的积极因素。

同时，降息还可能增强黄金的金融属性，从而带来利好。本次降息超出了市场预期，尽管金融属性不再是黄金定价的核心因素——去美元化才是关键——但金融属性的影响已经显现并且超出了预期。

因此，黄金价格有望突破 2600 美元的前高并持续攀升，特别是在以美元计价的情况下。这次价格上涨在一定程度上是由于降息超出预期引发的金融机构重新配置资产所致。

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 A 栋 23 层 2301 房	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	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com