

宏观点评 20241108

大选后的降息路径

2024年11月08日

证券分析师 陈李

执业证书: S0600518120001
021-60197988

yjs_chenl@dwzq.com.cn

研究助理 葛晓媛

执业证书: S0600123040063
gexy@dwzq.com.cn

相关研究

《特朗普上台对中国资产的影响初判》

2024-11-07

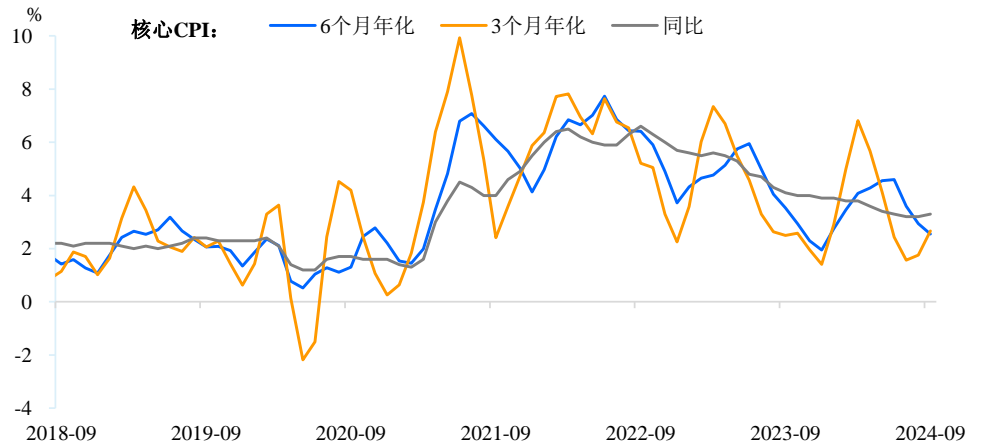
《“特朗普交易”，中点还是终点？》

2024-11-03

- **特朗普归来，美联储降息节奏如何生变？** 特朗普再度当选美国总统，市场的记忆回到 2018 年：一个是抬升的通胀，一个是想要有对美联储更多的决定权。美联储往后降息路径如何演绎？我们认为 9 月“加速”50bp 降息幅度后，11 月如期放缓 25bp，那么本次议息会议有四点值得重点关注：
 - **一是，暗示对通胀的担忧。** 尽管决策者们指出在实现通胀目标方面“取得进展”，但他们删掉了关于“对通胀率可持续迈向 2% 变得更有信心”的内容，且承认通胀回落过程有些颠簸（expect to be bumpy）。
 - **二是，承认就业总体在降温。** 鲍威尔对就业市场从放缓（slowed），改为普遍放缓（generally eased），淡化了美国 9-10 月两场飓风+罢工对就业整体趋势的扰动和噪音。
 - **三是，货币政策正常化路径未改变。** 鲍威尔表示目前正在货币政策正常化的轨道中（on a path to neutral, that has not changed），鲍威尔称“不会排除任何可能，但明年加息不在我们的计划之内”。意味着短期内，剩余的 2 次非农和通胀数据对 12 月货币政策路径尤为关键，但从中长期来看，虽然节奏不确定，但整体方向仍未改变。
 - **四是，缩表节奏维持不变。** 按照银行存款准备金/SOFR 日均成交量的角度来看市场深度，美国银行目前的流动性可能不再宽松。从另一个视角来看，参照纽约联储的指引：准备金和 ONRRP 加总规模回落至 GDP 的 10%，即约 2.7 万亿美元，为停止缩表的合意水平。目前，RRP 规模约 0.1 万亿美元，准备金规模约为 3.2 万亿美元，加总 3.3 万亿美元，离目标已经越来越近，退出 QT 或在 2025 年上半年。
 - **11 月降息“没有分歧”，重点在今年 12 月及 2025 年。** 考虑到美联储票委官员无一对本次降息有异议，叠加本次会议并不公布点阵图，因此主要关注 12 月议息会议，及 2025 年降息节奏和幅度的“预期差”。
 - **短期内，从经济基本面来看，** 由于数据还有较多不确定性（not a good time to give too much forward guidance），鲍威尔目前并不乐意现阶段给出太多前瞻指引。从政治面来看，美联储给市场吃了一颗“定心丸”，他表示选举短期内不会对美联储的决策产生影响。
 - **长期内，** 计入未来政府和国会对经济的影响，2025 年降息节奏或放缓，停滞时点或前移。
 - 1) **特朗普当选总统会推升美国通胀。** 他的一篮子政策纲领例如 1) 将国内制造商公司税率降至 15%；2) 建立普遍基线关税和额外关税，预对中国加征 60% 关税；3) 收紧移民政策等具有重要优先级，结合共和党“横扫”国会两院概率较大，特朗普上台后一系列政策推行或较为顺利，对美国经济增长有利，但或造成 2025 年的“再通胀”。
 - 2) **但是特朗普偏好干预货币政策。** 结合特朗普 1.0 任期内，他频繁对美联储施压并干预，明年特朗普上台后，类似的口头干预在特朗普上台后可能会重演，对美联储的降息决策形成一定压力。
- 此外，特朗普可以通过提名联储理事会的 7 位成员来影响货币政策，这也是未来几年特朗普可以最直接影响美联储的方式。此外随着 2026 年鲍威尔任期到期，特朗普也可以提名他所青睐的人选继任美联储主席，从而削弱当前主席的影响，潜移默化的影响美国货币政策路径。
- 不过需要注意的是，回看特朗普 1.0 下降息的具体原因，美联储降息并非由特朗普数次提出诉求所致，而是由于中美贸易摩擦，经济有走弱迹象。

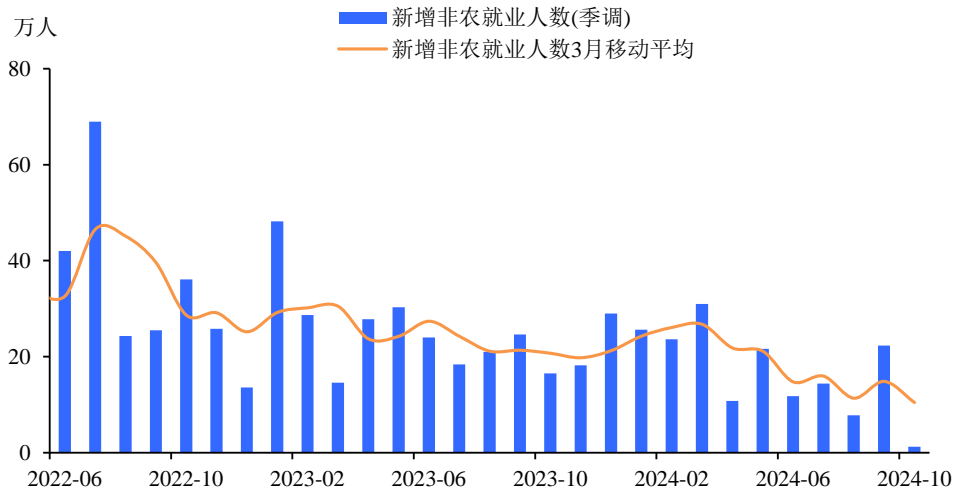
■ **风险提示：** 经济增长不及预期，地缘政治冲突再起。

图1: 核心通胀略有反弹



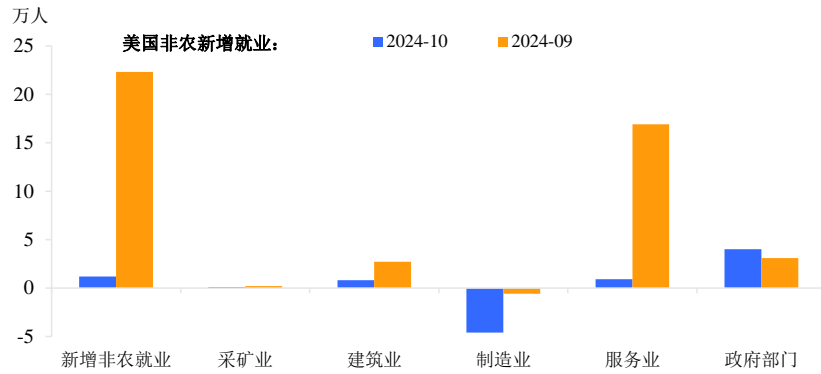
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图2: 美国新增非农就业人数显示增长人数 10 月出现大爆冷, 仅有 1.2 万人



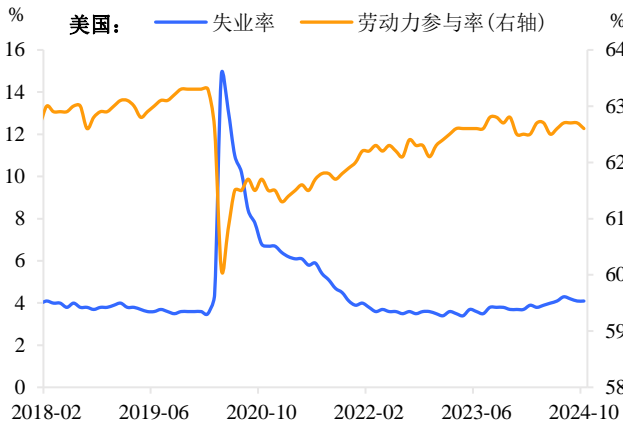
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 10月新增非农就业人数只有政府部门在上涨, 服务业下降最多, 制造业负增



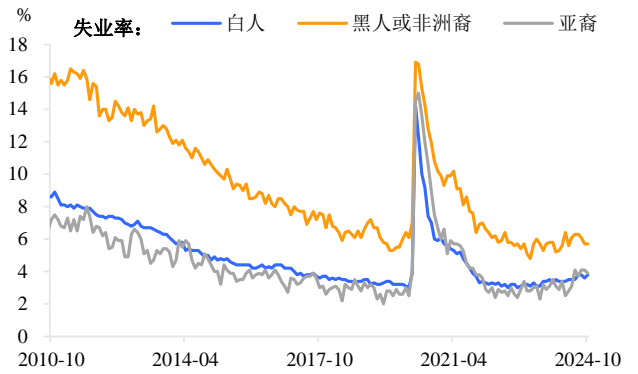
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 美国 10月失业率持平在 4.1%的水平



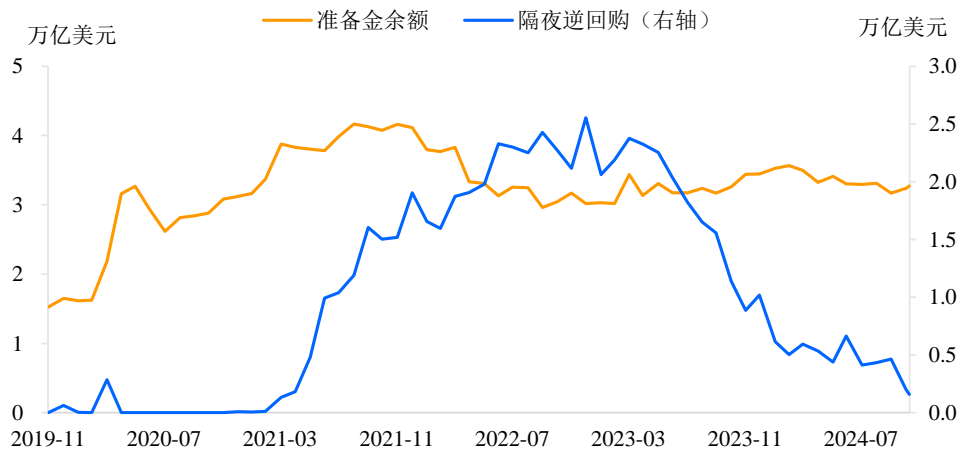
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 10月白人失业率上涨



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 缩表节奏主要依据是准备金的充裕程度



数据来源: Bloomberg, 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>