

悬念延迟：鲍威尔 2025 年还能降多少？

事件点评

美联储 FOMC 会议点评（2024.11）

投资要点

- ◆ 美联储继 9 月首降 50BP 后连续第二次降息并选择符合市场预期的 25BP 幅度，但本次会议扭转了此前劳动力市场大幅降温的判断，传递出未来通胀可能高于此前预期的隐忧。特朗普政策主张可能大幅推升美国未来通胀路径的前景下，美联储的悬念已经延迟：鲍威尔任内最后一年美联储还能降多少？当地时间 11 月 7 日下午，美联储在 2024 年倒数第二次 FOMC 会议上决定降息 25BP，这是继 9 月首降 50BP 之后的连续第二次降息，幅度收窄符合市场预期。与 9 月会议时美国就业疲弱、通胀连续回落的数据环境相比，一个多月后美国经济、消费、就业、通胀数据重新呈现全面走强的态势，已经开始对美联储的决策造成一定困难，在会后声明和鲍威尔新闻发布会文稿中已经有明确体现。关于劳动力市场，本次声明用“今年初以来劳动力市场条件总体趋于缓和”的暧昧表述替换了上次声明更直白的“新增就业已经放慢”；新闻发布会上鲍威尔称劳动力市场“维持稳健”而非上次发布会所称“持续降温”，并明确指出“若非 10 月罢工和飓风的影响，这一数字（过去三个月平均新增就业）将会更高”，此外还特别提到失业率过去三个月边际回落至 4.1% 的低位水平，显示美联储当前对经济增长和就业的判断较上次转而变得更为强劲。关于通胀前景，声明中删除了通胀取得“进一步（further）”进展一词和“委员会对通胀向 2% 目标持续靠拢具有更大信心”的说法；新闻发布会上鲍威尔提出核心通胀“仍一定程度维持高位”，在问答环节的发言更明显鹰派地指出“没有任何经济数据表明委员会需要急于达到中性利率”。尽管鲍威尔称相关表述并非对通胀的全新指引，但 25Q2 开始美国通胀极有可能再度出现波动，鲍威尔也仅称美国大选“短期内”不会对美联储决策产生任何影响，结合上周公布的由美国居民强劲消费推升的三季度实际 GDP 增长，以及特朗普提出的同时具广泛性和针对性的关税主张和可能削减劳动力潜在供给的移民政策主张，美国长期通胀是否会再度大幅上行以至于脱锚（deanchoring）？本轮美联储降息空间是否在 2025 年需显著压缩？美国货币政策的悬念正在延迟。
- ◆ 2025 年将成为美联储本轮降息较为集中的关键时期，展望 2025 年美联储还有多少降息空间，第一个阶段是 12 月至 2025 年 6 月，特朗普第二任期政策尚未实施效果之前，当前美国“赤字财政+货币宽松+保护主义”的政策三角即可能令美国劳动力市场重新走强并削弱通胀潜在下行幅度，由此即可能导致美联储在这一阶段合计降息仅为市场最新预期的两次。虽然鲍威尔称“劳动力市场并非显著通胀压力的来源（not a source of significant inflationary pressure），也不需要劳动力市场“进一步冷却来实现我们的通胀目标”，但事实上 9 月美国核心通胀已经在居民旺盛的耐用品消费需求和由薪资上行传导的非房租服务价格上涨共同支撑下出现反弹，正如我们在报告《飓风、罢工、涨薪，戏剧性要素过多如何理解？——美国就业数据点评（2024.10）》（2024.11.1）中分析，未来数月随着暂时性因素的消退美国的薪资通胀螺旋上升关系可能不但不会缓解，反而得到进一步强化。拜登政府后期形成的“赤字财政+货币宽松+保护主义”的政策三角组合，在不考虑候任特朗普政府新增变化的前提下，已经通过促进消费持续偏热并将需求更多对接于其国内生产和就业的方式，很大程度证伪了美联储上次会议对美国经济和通胀进入下行通道的判断，“高增长+高通胀”的格局可能持续更久，从而可能令市场在此前半年持续期待的 2025 年上半年高基数下的核心通胀加速回落期回落斜率大幅趋平，进而削弱美联储这一阶段的潜在降息空间。
- ◆ 而在 2025 年中开始的第二阶段，特朗普的政策主张可能才开始显现增量效果，更大规模财政赤字和减税、边境管控、针对性加征关税、普遍性加征关税四类政策可能依次实施，消费增速上行、薪资高增、关税传导或棘轮式推升核心通胀并增加后者的高位黏性，如特朗普政策推行较快，美联储甚至在第二阶段需面对无法降息的可能性，市场目前对此尚无明确预期，这可能意味着美元指数和美债收益率曲线在 2025 年下半年超出市场当前预期的上行可能性，以及包括人民币在内全球非美货币普遍更大的外溢性贬值压力。不同于欧元区 and 英国此前面临的困境，鲍威尔明确称美国并未出现通胀下行时通常伴随的失业率急剧上升的情况，也并未陷入滞胀。一旦特朗普政策主张加速见效，如果鲍威尔还坚持在问答环节所言美联储“不会允许通胀预期向上漂移”，则美联储只有在 2025 年下半年大幅缩减降息计划乃至不再降息一条路径可供选择。
- ◆ 我们维持美联储本次降息后，12 月会议已无降息必要的判断不变。预计 2025 年上半年美国核心 PCE 低点或将止于 2.4% 而难以达到更低水平，从而对应美联储仅可降息两次各 25BP。而展望 2025 年下半年，预计美国核心 PCE 可能随特朗普经济主张逐步显现效果而进入新一轮回升通道之中，对应美联储可能不得不在仅降息一次和甚至不再降息之间进行选择。而欧央行和英格兰银行（日前再度降息 25BP）预计在年底至 2025 年仍将考虑其内需不足的困境而合计降息 100BP 左右。由此，我们预计美元指数在 2024 年底、2025 年中、2025 年底分别来到 105 左右、103-104 和 106-110 附近。美元指数若继续波动向上可能会给人民币货币宽松造成较大的外部掣肘，2025 年内需稳定增长的抓手主要系于中央财政扩张，我们维持 2025 年一般公共预算赤字率可抬升至 4.2% 左右高位的预测不变。
- ◆ 风险提示：美联储降息速度低于预期风险。

分析师

秦泰

 SAC 执业证书编号：S0910523080002
 qintai@huajinsec.cn

报告联系人

周欣然

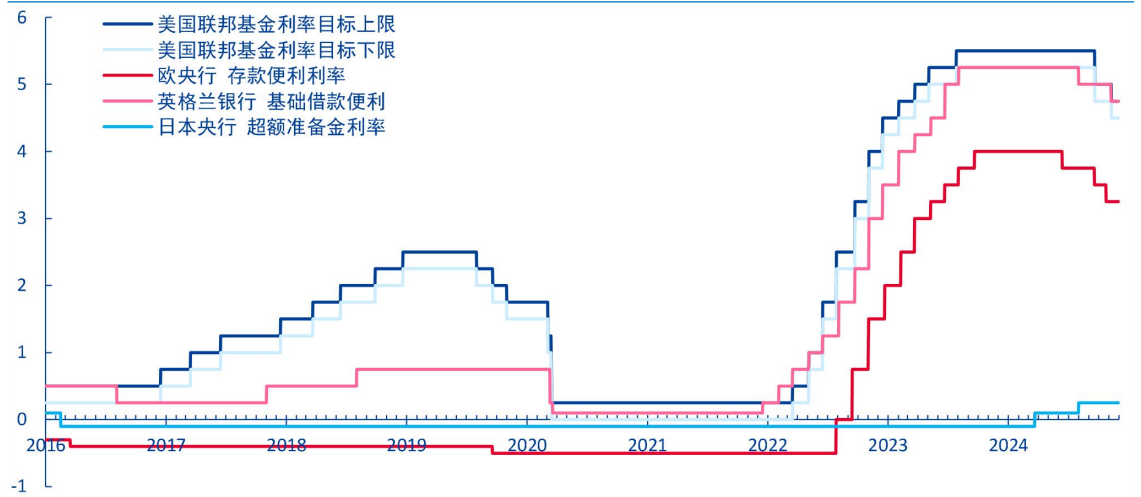
zhouxinran@huajinsec.cn

相关报告

- 美国大选、欧盟关税落地，反弹之后出口如何展望？——国际贸易数据点评（2024.10）
2024.11.7
- 飓风、罢工、涨薪，戏剧性要素过多如何理解？——美国就业数据点评（2024.10）
2024.11.1
- 美国消费持续火热，日本央行言不由衷——美国消费持续火热，日本央行言不由衷
2024.11.1
- 5000 亿买断式逆回购：投放以长代短，降低利率波动——央行月度数量操作点评（2024.10）
2024.10.31
- 预期先于需求改善，PMI 重回景气区间——PMI 点评（2024.10）
2024.10.31

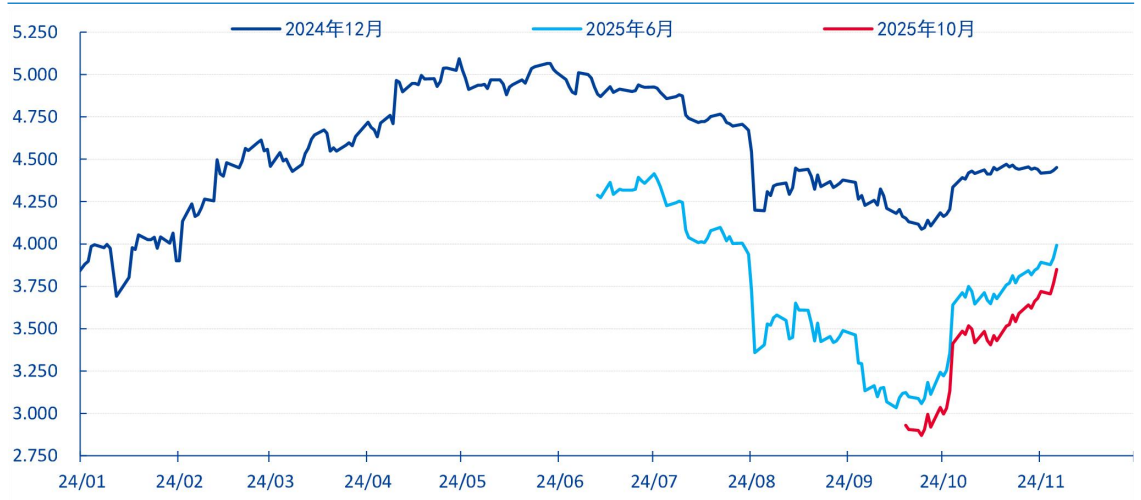


图 1：发达经济体主要央行政策利率（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所

图 2：FedWatch 联邦基金利率目标中值预测（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所

分析师声明

秦泰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员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。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsec.com