

未来通胀路径并不一定上行，降息并未结束

2024年11月8日

宏观经济

事件点评

——11月美国 FOMC 点评

分析师

康明怡 电话：021-25102911 邮箱：kangmy@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480519090001

事件：

美联储降息 25bp，联邦利率从 4.75%~5% 降至 4.5%~4.75%。

主要观点：

- 1、鲍威尔认为当前美国经济和就业处于刚刚好的位置，加息没有进入视野，政策利率水平仍处于限制区域。
- 2、未来通胀路径并不一定上行，政策利率最终仍有可能降至 4%，但不排除节奏上有所调整。
- 3、美国十年期国债利率维持上限 4.6~4.85%，模型不支持突破 5%，期限利差倒挂有望完全修复。
- 4、维持美股中性略偏积极，即长线仓位不变，大选后短线仓位可以尝试。

鲍威尔认为美国当前经济和就业处于刚刚好的位置，加息没有进入视野，政策利率仍处于限制区域。 记者会聚焦 12 月是否继续降息，以及明年加息的可能。鲍威尔表示未来的降息节奏将保持灵活，不想太快也不想太慢。他看到经济下行的风险有所降低，虽然近期 CPI 数据略高于预期，但整体尚可。经济数据比预期的强劲。

货币政策取决于通胀，但未来通胀压力并不一定上行。 尽管市场认为特朗普可能对美联储有所施压，但从经济的客观走势来看，特朗普第一任期内货币政策基本合理，2019 年的三次降息也是之前美联储加息过快导致银行间流动性出现波动所致。货币政策的节奏最终取决于通胀压力。从 80 年代的降息经验来看，如果通胀趋势不变，政策利率最终仍有可能降至 4%，但不排除节奏上有所调整，即有可能出现中途有 1~2 次会议不降息的可能。

减税并不一定带来通胀。以 1984~1986 年降息周期为例，降息触发点在于当时的强美元以及里根减税政策带来的财政赤字压力，需要降低利率水平。整个降息周期不是一蹴而就，期间嵌套了两次加息小周期，政策利率的变化基本取决于实际经济基本面以及通胀趋势。最终，降息以及财政赤字并没有使得通胀反弹。

加息与特朗普的意愿相悖。特朗普的回归表明基层对通胀和移民问题容忍度降低。虽然特朗普的关税政策可能引起美国供应链的不稳定，对外关税，对内减税客观上有利于通胀上行，但政策落地的节奏上必须考虑到通胀压力。另一方面，特朗普对非法移民的政策可能导致今后几年移民数量减少，叠加削减联邦政府机构的政策愿景，财政支出有望减少，均可削弱部分内需压力。只要油价稳定，超高通胀的局面较难再次出现。

季节性通胀回升较为良性。 受大选及圣诞节影响，原油价格在年内剩余时间大概率保持低位，年内通胀整体水位平稳，即通胀整体趋势不会对年内降息节奏产生负面影响。在前两次通胀点评中提到，核心通胀环比回升反而表明经济状态尚可。5~7 月核心通胀环比回落有一定季节性因素，一般 8 月以后通胀均会有所回升，是经济健康的一种表现。美国 GDP 和通胀的季节性波动特征也是年初我们认为降息的最佳时间窗口在 3 季度而不是 4 季度的主要原因。

年内降息节奏不会被打乱，之前市场过于乐观。 本轮美联储降息的诉求是在经济不出现衰退的前提下，政策利率能够匹配回落的通胀水平，即从限制性区域回落至略微限制~中性利率的区间。9 月 CPI 同比 2.4%，已有 16 个月落入 3~3.8% 这一历史正常区间的高位部分及以下，满足通胀高位回落的稳定性要求。目前，一年期国债利率与 FFR 利差收窄至 -35bp，意味着仍有两次降息的可能。市场之前预期 11 月降息 50bp 属于过于乐观，并不是美联储想要传递的降息节奏。

若通胀稳定在 3% 附近，则政策利率降息或可最终到达 4%，但降息速度不能过快。 我们在 2020 年疫情开始后就提出，随着地产周期复苏，中性利率可能有所抬升，经济的易通缩体质改变，政策利率可能离中性利率并不太远。毫无疑问，目前的货币政策处于限制性区域。由于美国是消费主导的经济体，三四季度为传统消费旺季，若一二季度不出现衰退，则大概率三四季度经济表现良好。地产恢复利率弹性，基建法案刺激建筑业处于历史高位区间，总需求较为稳固。财政受制于高杠杆叠加

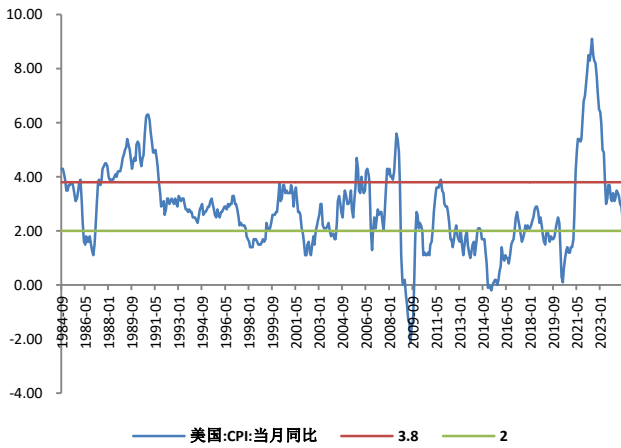
高利率导致利息支出占联邦财政收入比激增，政府支出会受到限制。目前原油价格稳定下行，中期内通胀不会有实质性压力。另一方面，再通胀风险仍存。在高基数效应下，住宅同比仍有 4.8%，仍高于 90 年代以来的区间上限。综合来看，只要降息不过快、财政不再宽松，通胀总体压力不大。

美国十年期国债利率下限上移至 3.45~3.70%，上限维持 4.6~4.85%。由于 10 月初美国过去两年 GDP 增速上修，我们模型的美十债利率下限随之上移 15bp 至 3.45~3.70%。我们的模型并不支持美十债再次突破 5%。极端情况下，若美十债接近 5%，则美股可能再次迎来震荡。此外，参照 1970 年代的利率期限特征，在通胀趋势性回落后，高通胀背景下的利率期限结构倒挂将得到修复。叠加衰退风险下降，美国国债利率期限结构有望完全修复。

股市方面，随着大选落地，不确定性下降。市场流动性正常，我们对美股的态度维持中性略偏积极，即长线仓位不变，大选后短线仓位可以尝试。

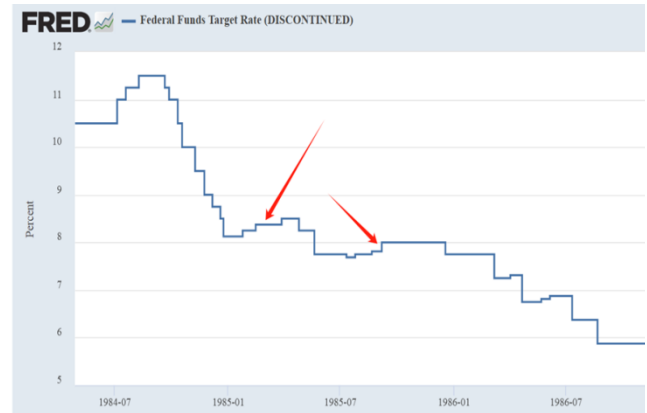
风险提示：海外通胀超预期，贸易摩擦升温。

图1：美国 CPI 同比落入正常区间（%）



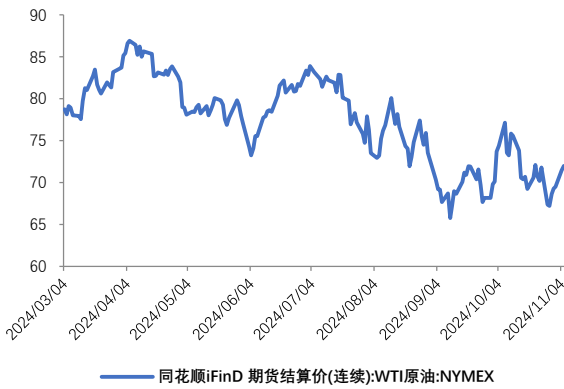
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图2：1984-1986 年降息周期（%）



资料来源：FRED，东兴证券研究所

图3：原油价格下行（美元/桶）



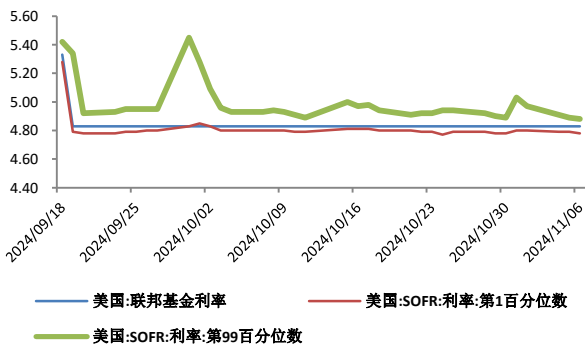
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图4：美十债模型（%）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图5：短期货币市场没有出现流动性问题（%）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
宏观普通报告	特朗普再次当选—2024年美国大选点评	2024-11-06
宏观普通报告	财政政策有望持续发力—10月12日财政部新闻发布会点评	2024-10-14
宏观普通报告	通胀保持良性回升，无碍降息节奏—美国9月CPI数据点评	2024-10-11
宏观普通报告	政策转向，A股中期底部形成—货币流动性跟踪 9.23-9.27	2024-09-30
宏观普通报告	经济政策有望持续发力—9月26日中共中央政治局会议点评	2024-09-26
宏观普通报告	人民银行降准降息，创设两大工具为股市提供增量资金，市场反应积极—9月24日人民银行、金融监管总局、证监会发布会点评	2024-09-24
宏观普通报告	美联储首次降息幅度略超预期—货币流动性跟踪 9.16-9.20	2024-09-23
宏观普通报告	首次降息幅度略超预期，市场反应较为混乱—9月美国FOMC点评	2024-09-19
宏观普通报告	欧美股市回升，静待美联储降息—货币流动性跟踪 9.9-9.13	2024-09-18
宏观普通报告	核心通胀季节性回落结束，9月降息25bp—美国8月CPI数据点评	2024-09-13

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

康明怡

经济学博士。分别就读于武汉大学、清华大学和明尼苏达大学，博士期间曾在明尼苏达大学、美联储明尼阿波利斯分行从事多年教学和访问工作。2010年开始执教于复旦大学经济学院 985 平台，上海浦江人才计划项目。2017 年加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，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。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（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）：
以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（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）：
以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

东兴证券研究所

北京	上海	深圳
西城区金融大街5号新盛大厦B座16层	虹口区杨树浦路248号瑞丰国际大厦23层	福田区益田路6009号新世界中心46F
邮编：100033	邮编：200082	邮编：518038
电话：010-66554070	电话：021-25102800	电话：0755-83239601
传真：010-66554008	传真：021-25102881	传真：0755-23824526