

## 证券研究报告

### 宏观研究

### 专题报告

解运亮 宏观首席分析师

执业编号: S1500521040002

联系电话: 010-83326858

邮箱: xieyunliang@cindasc.com

麦麟玥 宏观分析师

执业编号: S1500524070002

邮箱: mailinyue@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号

金隅大厦B座

邮编: 100031

# 美联储：或无视四季度预期内的冲击

2024年11月8日

- 12月的FOMC决议前，美联储还能观察到一份就业数据和两份通胀数据。今年10月起的通胀可能出现反弹迹象，但如果失业率没有更进一步的超预期上升，那么**美联储可能并不在意四季度在预期中的通胀冲击**。
- **第一，趋势远比波动更加重要**。9月份PCE环比上升0.3%，创下五个月最大升幅，并且个人支出也加快增长，这些促使美联储放慢降息步伐。在美国通胀回落趋势持续之下，美联储官员将重点放在美国劳动力市场上，但实际上10月劳动力市场新增非农骤降属偶发性波动，这份就业数据没有让11月再降50bp。可见，与趋势相比，波动远没那么重要。
- **第二，美国国内对Q4通胀反弹已有预期**。9月核心通胀小幅上升，9月通胀数据超预期后，美国市场对后续通胀反弹有预期。不仅是核心通胀，整体通胀亦是如此。鉴于核心商品仍弱，商品价格上升的影响或相对较小，影响更大的房屋租金滞后效应的反弹高度或不高。不仅如此，房价反弹后重返回落趋势。即使四季度美国通胀或有反弹的迹象，上行高度或也有限。如果通胀反弹没有超过预期太多，美联储可能会无视四季度的通胀冲击。
- **第三，明年美联储降息的窗口可能会变窄**。当前降息路径的更大不确定性主要集中在明年，源自两个不确定性：一是明年通胀风险主要在于财政端和关税端；二是明年就业市场的风险主要在于移民的骤减。目前来看，尽管私人投资明显较为谨慎，但受消费支撑，三季度显示总体经济底色较平稳。特朗普赢得美国大选后，共和党掌握国会两院的概率也较大，基于此，债务上限问题或很快解决，而特朗普可能优先推行的关税、移民和减税政策都可能对通胀和就业带来潜在风险，明年美联储降息的窗口可能会变窄。
- **风险因素**：地缘政治风险，国际油价上涨超预期，就业市场超预期走弱等。

目 录

一、趋势远比波动更加重要.....	3
二、美国市场已经对通胀反弹有预期.....	4
三、明年美联储降息窗口可能会收窄.....	5
风险因素 .....	8

图 目 录

图 1: 10 月两份就业数据相背离.....	3
图 2: 美国 9 月通胀下行至 2.4%.....	4
图 3: 美国三季度的投资明显较谨慎.....	5
图 4: 美国贷款标准放松.....	5
图 5: 美国服务业和制造业再次分叉.....	6
图 6: 今年的国债总额明显超过债务上限水平.....	6
图 7: 美国共和党很可能再次拿下参众两院.....	7

## 一、趋势远比波动更加重要

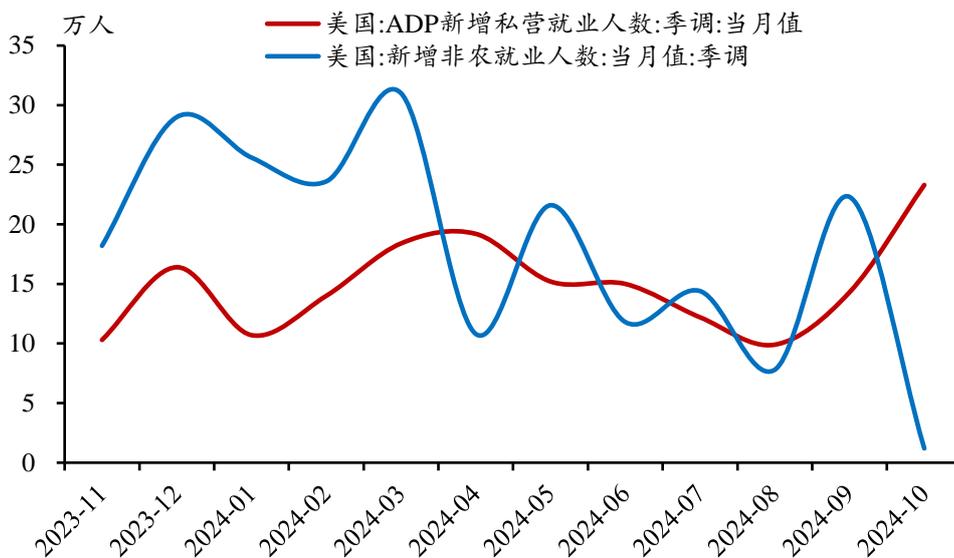
这次会议与 9 月会议相比，经济数据的增量信息在于通胀超预期和就业市场的降温。联邦公开市场委员会公布降息 25bp 后，没有提供更多有关未来降息可能性的增量信息。

1) 通胀的环比上升增强了美联储减少降息幅度的理由。继 9 月降息 50bp 后，11 月再降 25bp，将政策利率从 4.75%-5.00% 下调至 4.50%-4.75%。截至目前，美国政策利率累计调降 75bp。在 11 月美国降息之前，分别出炉了 9 月的 PCE、10 月非农数据和 10 月制造业 PMI 数据。美联储关注的通胀指标——核心个人消费支出 (PCE) 价格指数 9 月份环比上升 0.3%，创下五个月最大升幅，并且个人支出也加快增长，这些都促使美联储放慢降息步伐。

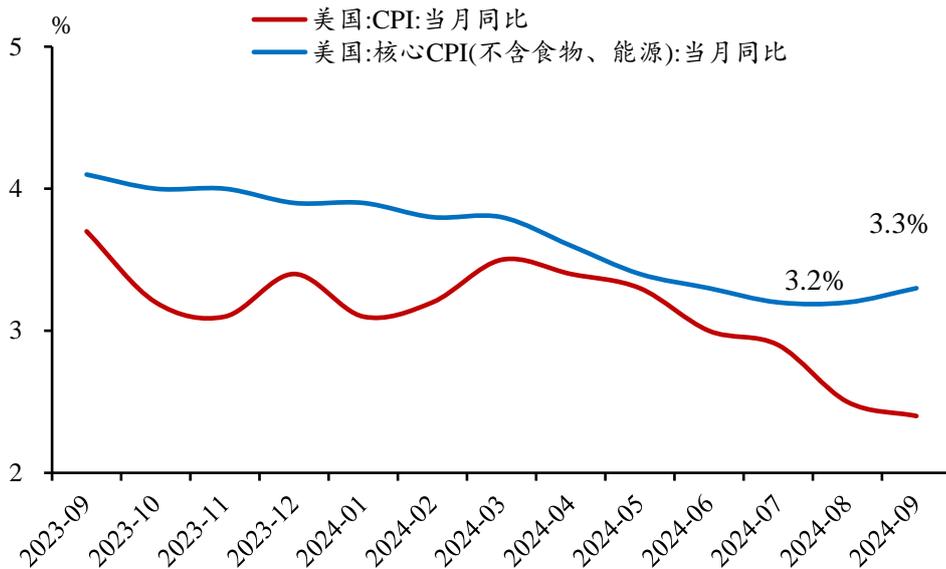
2) 10 月劳动力市场骤降属偶发性单月波动，未能触发更大幅度的降息。随着美国通胀持续回落，美联储官员已将重点放在美国劳动力市场上，市场原本担心美国 10 月就业数据可能影响决策者未来的货币政策行动。但实际上，10 月新增非农 1.2 万人，远不及预期，而小非农 (ADP) 新增人数却超预期。我们认为，二者再次出现背离，主要是 10 月罢工和飓风对两个指标的影响差异。

美联储对劳动力市场的变动主要关注趋势，而单月波动远没有趋势更加重要。11 月降息还能发生，关键在于劳动力市场的降温趋势。最新的 10 月失业率为 4.1%，失业率有所上升，但基本符合预期且仍处于低位，10 月劳动力市场新增非农骤降也属偶发性波动，因此这份就业数据没有让 11 月再降 50bp。

图 1：10 月两份就业数据相背离



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

**图 2：美国 9 月通胀下行至 2.4%**


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

## 二、美国市场已经对通胀反弹有预期

12 月的 FOMC 决议前，美联储还能观察到一份就业数据和两份通胀数据。我们认为，10 月起的通胀可能会开始反弹。如果失业率没有更进一步的超预期上升，那么美联储可能并不在意四季度在预期中的通胀冲击。

**第一，美国国内对通胀可能反弹有预期，关键在于是否超预期。**自 9 月会议以来，9 月核心通胀小幅上升，9 月通胀数据超预期后，美国市场对后续通胀的反弹有预期。不仅是核心通胀，整体通胀亦是如此。

**第二，即使四季度通胀有反弹，年内上行高度或也有限。**我们认为，鉴于核心商品仍弱，商品价格上涨的影响或相对较小，影响更大的是房价对房屋租金的影响，但这次房屋租金滞后效应的反弹高度或不高。不仅如此，反应完近一轮房价的反弹后，或也会再次随着房价的回落而回落。即使年底开始美国通胀有反弹的迹象，上行高度或也有限。

在美国国内已有通胀反弹预期下，11 月议息会议结束后，市场对 12 月降息的主流定价依旧没有动摇。

降息路径的更大不确定性主要集中在明年。在 11 月 FOMC 的记者会上，鲍威尔释放了后续路径的可能考虑。鲍威尔表示，后续政策走势会将大选结果对明年经济的影响纳入考虑范围，但对任何可能的形势都未做出讨论。

而明年形势对美联储的不确定性在于两个：

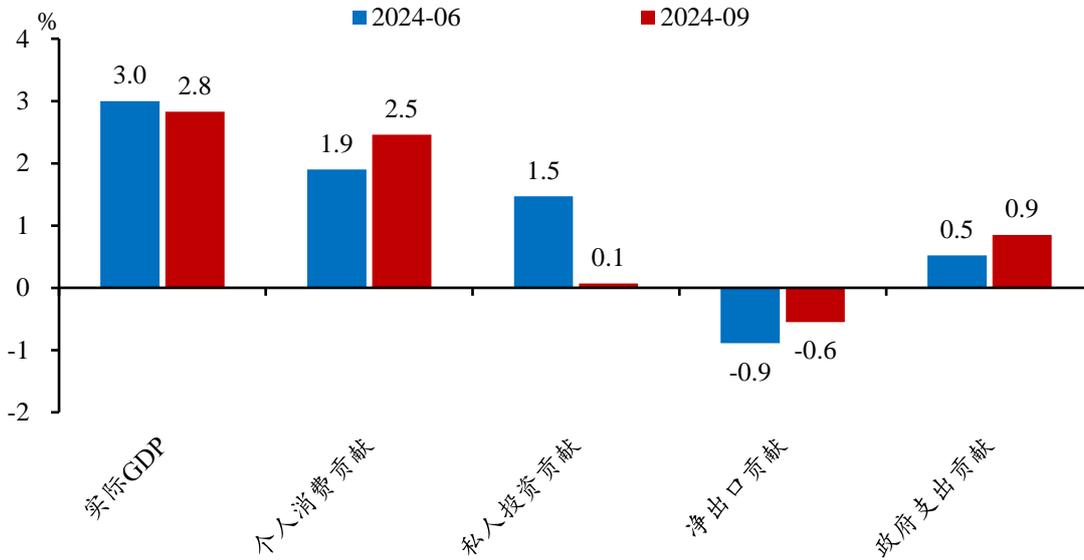
**第一，明年通胀风险主要在于财政端和关税端。**在特朗普即将上台的背景下，美国国内政策以减税为核心，贸易政策聚焦于增加关税。减税或会进一步提高财政赤字并刺激国内需求，而关税将增加贸易成本，进而提高进口商品价格。这两个方面的因素都会加剧美国当前面临的通胀压力，可能对美联储的抗通胀进程形成干扰。

**第二，明年就业市场的风险主要在于移民的骤减。**近年来，移民一直是填补劳动力市场缺口的重要因素。若移民数量骤减，可能将导致劳动力供应减少。

### 三、明年美联储降息窗口可能会收窄

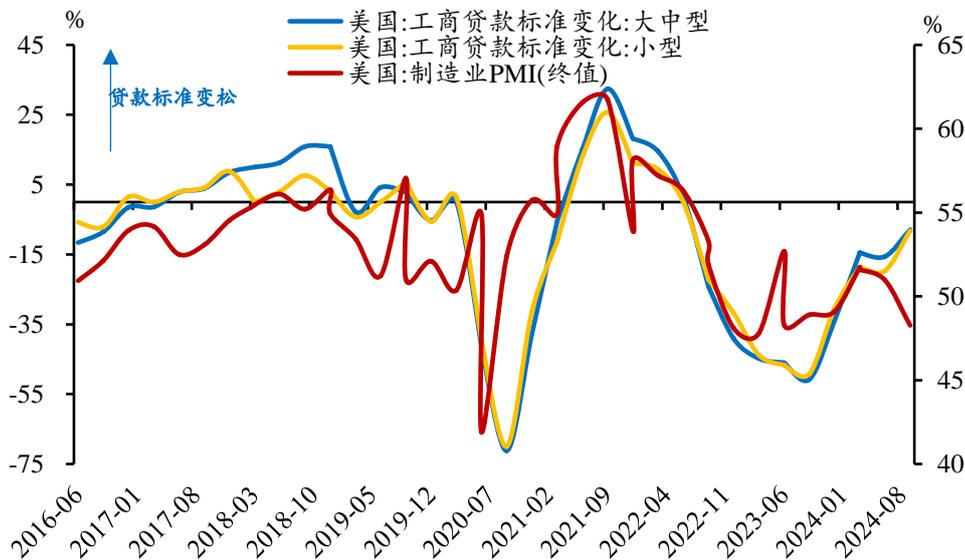
目前来看，尽管私人投资明显较为谨慎，但整体的经济底色较为平稳。美国三季度 GDP 环比折年率为 2.8%，较二季度略有放缓。这次三季度的经济主要是靠消费支撑起来，其中商品消费的环比折年率有明显增长。而对经济形成负向拖累的因素则主要是私人投资。虽然降息周期已经开启，但降息对美国投资的效果尚未显现。贷款标准趋松条件下，对应的 Q3 私人投资部门整体仍旧偏弱。正如我们在前期报告中指出，10 月企业偏谨慎是源于大选以及对后续政策利率走势的担忧（见已外发报告《抛开台风影响，外需仍在观望》）。

图 3：美国三季度的投资明显较谨慎

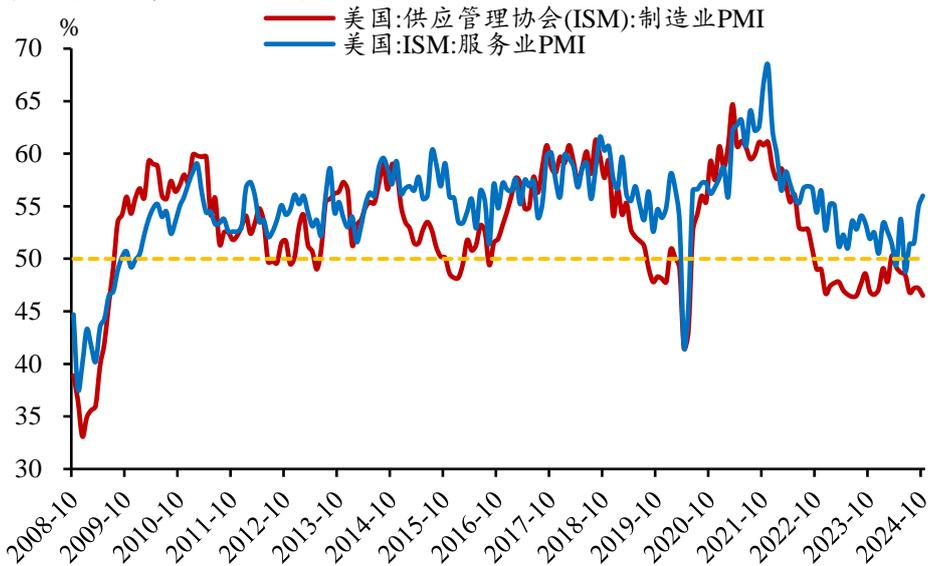


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 4：美国贷款标准放松



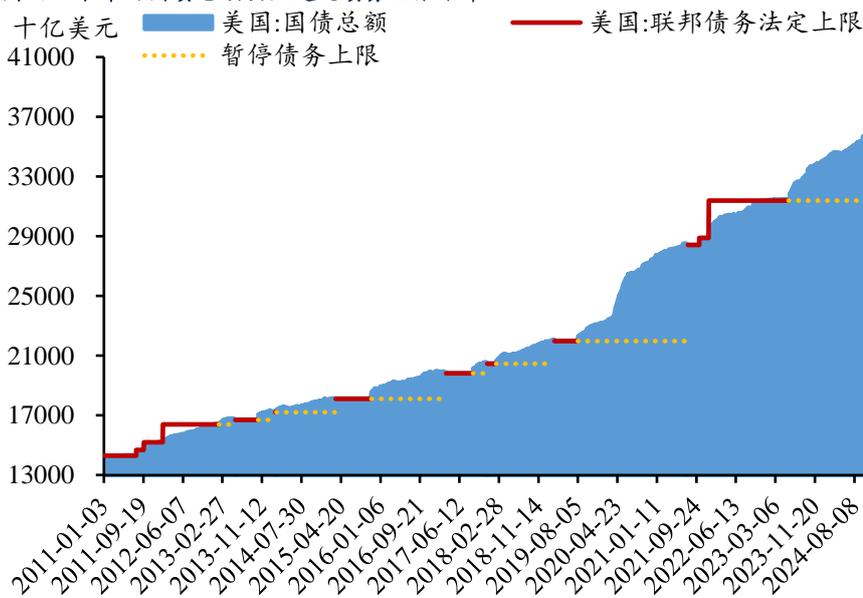
资料来源: ifind, 信达证券研发中心

**图 5：美国服务业和制造业再次分叉**


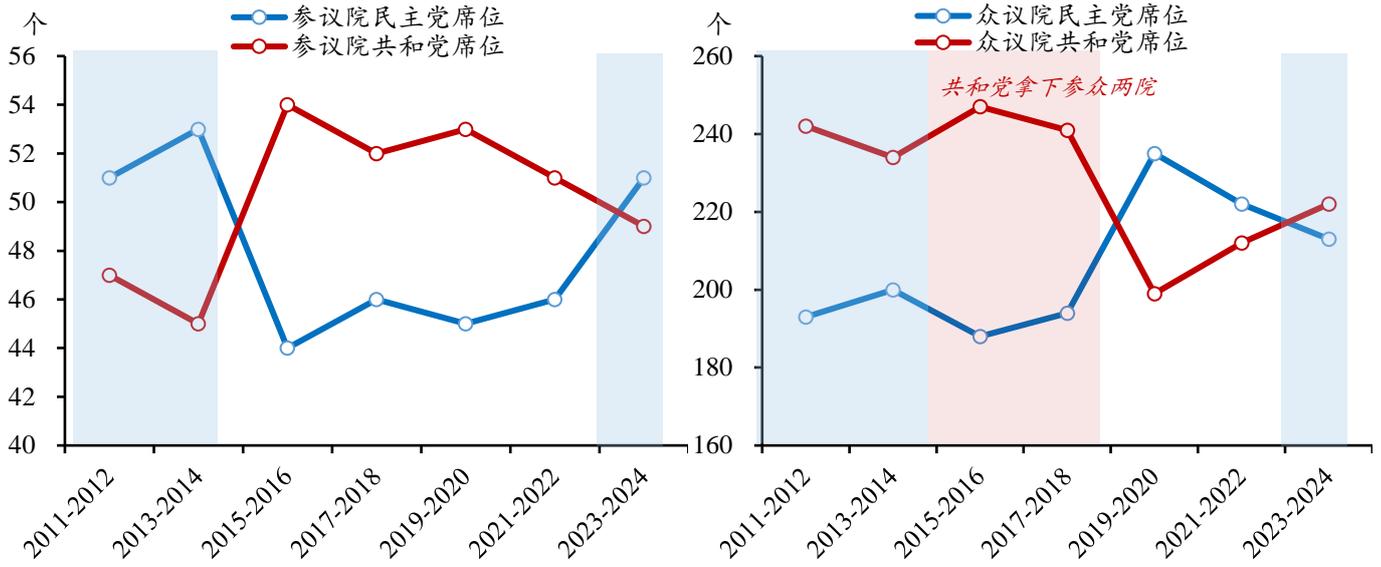
资料来源: ifind, 信达证券研发中心

财政能否顺利扩张看众议院“落谁家”。美国两党对于国会参、众两院的掌控情况也是影响后续美国政策推行的关键。现在特朗普已经赢得美国总统的选举，尽管众议院“花落谁家”暂未确定，但共和党已夺回参议院。如果特朗普所在的共和党能够赢得两院，将有利于自身政策的推行和落地。若美国国会两院都由共和党控制，那么在 2025 年处理债务上限问题上会更容易达成一致，债务上限问题或不构成阻碍。

而特朗普可能优先推行的关税、移民和减税政策都可能对通胀和就业带来潜在风险，而进入 2025 年之后，市场预期上半年降息两次后就会进入一段暂停降息的阶段。这是因为特朗普优先推行的可能政策带来的影响，美国财政再次发力容易引发通胀，再加上特朗普主张加征关税，关税和财政扩张都可能会对通胀上升有影响。若如此，在 2025 年美联储降息的窗口或将收窄，政策调整前置或能留下更多观察空间。

**图 6：今年的国债总额明显超过债务上限水平**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 7：美国共和党很可能再次拿下参众两院**


资料来源：众议院，cnr，信达证券研发中心

## 风险因素

---

地缘政治风险，国际油价上涨超预期，就业市场超预期走弱等。

## 研究团队简介

解运亮，信达证券宏观首席分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学财政金融学院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。2022年Wind金牌分析师宏观研究第二名。2022年云极“十大讲师”。2023年东方财富Choice最佳宏观分析师。2023年中国信达集团“金牌宣讲人”。首届“21世纪最佳预警研究报告”获得者。

麦麟玥，信达证券宏观分析师。中山大学管科硕士，2022年7月加入信达证券研究所，从事宏观经济研究。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准15%以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5%之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准5%以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。