

美国经济

利率前瞻之一：美联储降息路径

美国经济 2022-2023 年经历剧烈加息周期，2024-2025 年将逐步放缓。随着通胀率下降和失业率上升，美联储将开启降息周期。美联储降息路径取决于通胀率下降速度和失业率回升速度。目前核心 PCE 通胀仍显著高于目标，失业率仍显著低于自然失业率，美联储启动降息需要等待服务通胀和就业市场进一步冷却。基准情境下，我们预计核心 PCE 通胀从 4Q23 的 3.2% 逐步降至 2024 年下半年的 2.4% 和 2025 年的 2.2%，失业率从 4Q23 的 3.7% 升至 2024 年下半年的 4.1% 和 2025 年的 4.2%，则美联储 5 月开始降息，全年降息 150 个基点，2025 年进一步降息约 50 个基点。未来两年，美国实际中性利率可能从低位有所回升，核心 PCE 通胀可能逐步下降趋近但略高于 2% 目标，失业率或温和上升趋近自然失业率但略低于自然失业率，因此联邦基金利率合宜目标可能不会降至 3% 以下。短期利率受政策利率周期决定，反映市场对政策利率近期路径的预期。目前货币市场预期联邦基金利率 5 月和 6 月各下降 25 个基点，7 月和 9 月下降 25 或 50 个基点，11 月和 12 月再降 25 或 50 个基点，年末降至 3.9% 或 4.1%。

- **美联储降息路径取决于通胀率下降速度和失业率回升速度。**简单的泰勒规则如下： $\text{联邦基金利率} = \text{中性实际利率} + \text{通胀率} + 0.5 * (\text{通胀率} - \text{通胀目标}) + 0.5 * \text{产出缺口}$ 。根据奥肯定律， $\text{产出缺口} = 2 * (\text{自然失业率} - \text{失业率})$ 。泰勒规则可以转化为： $\text{联邦基金利率} = \text{中性实际利率} + \text{通胀率} + 0.5 * (\text{通胀率} - \text{通胀目标}) + (\text{自然失业率} - \text{失业率})$ 。从泰勒规则来看，未来两年美联储降息路径取决于通胀率下降速度和失业率回升速度。核心 PCE 通胀每降低 0.1 个百分点，联邦基金利率合宜目标下降 0.15 个百分点；失业率每上升 0.1 个百分点，联邦基金利率合宜目标下降 0.1 个百分点。
- **美联储启动降息的条件。**美联储 1 月议息会议维持政策利率不变，暗示加息周期已经结束。鲍威尔记者会重点信息包括：今年会降息；3 月会讨论缩表的未来进展；3 月可能不会启动降息，因目前 2.9% 的核心 PCE 通胀仍显著高于目标水平，劳动力市场尚未完全恢复正常，近期通胀下行主要来自商品价格回落的贡献，未来需要服务通胀和就业市场冷却令美联储更有信心确认通胀实质性趋近 2% 的目标（图 1）；需要考虑通胀在 2% 以上水平止跌趋稳甚至意外回升的风险。我们注意到，过去几个月长期利率回落和股市上涨推动美国金融条件更加宽松（图 3），消费者信心和消费支出增速回升（图 4），就业数据依然较强，房价和房租涨幅反弹（图 5）。鲍威尔可能担心去通胀最后一公里出现反复，令自己再犯类似此轮加息周期前“通胀暂时论”的错误。假设中性实际利率为 1%，4Q23 核心 PCE 通胀 3.2% 和失业率 3.7% 对应泰勒规则下联邦基金利率合宜目标为 5.4% 左右，与目前目标水平基本持平。美联储启动降息周期的条件是核心 PCE 通胀进一步下降和失业率进一步上升。
- **基准情境下美联储 5 月开始降息、全年下降 150 个基点。**我们假设中性实际利率为 1%、自然失业率为 4.3%。在基准情境下，预计核心 PCE 通胀从 4Q23 的 3.2% 逐步降至 2025 年的 2.2%，失业率从 4Q23 的 3.7% 逐步升至 2025 年的 4.2%，那么 2024 年上半年降息约 75 个基点至 4.6%（5 月首次降息 25 个基点、6 月降息 50 个基点），下半年降息约 75 个基点至 3.8%，2025 年降息接近 50 个基点至 3.4%。在乐观情境下，预计核心 PCE 通胀从 4Q23 的 3.2% 降至 2025 年的 2.4%，失业率从 4Q23 的 3.7% 逐步升至 2025 年的 4.1%，则 2024 年上半年降息 25-50 个基点至 5%（5 月或 6 月 1-2 次降息），下半年降息约 75 个基点至 4.3%，2025 年降息 50 个基点至 3.8%。在悲观情境下，预计核心 PCE 通胀从 4Q23 的 3.2% 降至 2025 年的 2%，失业率从 4Q23 的 3.7% 升至 2025 年的 4.4%，则 2024 年上半年降息约 100 个基点至 4.2% 左右（3 月降息 25 个基点、5 月降息 25 个基点，6 月降息 50 个基点），下半年降息约 75 个基点至 3.4%，2025 年降息 50 个基点至 2.9%（图 7）。

叶丙南, Ph.D

(852) 6989 5170

yebingnan@cmbi.com.hk

刘泽晖

(852) 3761 8957

frankliu@cmbi.com.hk

- **中性实际利率可能从低位有所上升。**中性实际利率是指经济增长处于潜在增速、通胀处于稳定状态和资本供求相对均衡时的实际利率水平。中性实际利率对应中性货币政策，对经济既无促进也无抑制作用。如果政策利率低于中性实际利率加 PCE 通胀，那么货币政策处于宽松状态，反之货币政策处于紧缩状态。中性实际利率无法直接观察，专家学者建立各种模型估计中性实际利率。图 8 展示了 Laubach-Williams 模型、Holston-Laubach-Williams 模型的估计结果和美联储点阵图预测中值。根据预测点阵图，美联储官员对中性实际利率的估计中值从 2012 年的 2% 逐步降至 2020-2023 年的 0.5%。近两年随着通胀上升和经济增速持续超过 2% 的潜在增速，中性实际利率可能有所上升。可能推升中性实际利率的宏观因素包括：联邦政府高赤字率的常态化（图 9）；新冠疫情和资产价格繁荣导致部分大龄劳工提前退休，减少劳工供应并降低储蓄；人工智能等科技革命、劳工供应短缺和政府系列法案刺激企业投资（图 10）。去年 12 月点阵图显示，美联储官员对中性实际利率的估计区间为 0.5%-1%。但也有观点认为中性实际利率上升可能只是短期趋势。IMF 在 2023 年 4 月报告中认为，由于人口老龄化和生产率增长乏力，未来几十年美国实际中性利率将保持在 1% 以下。美联储主席威廉姆斯认为，全球人口老龄化增加储蓄供应，技术变革会降低生产的资本密集度，中性实际利率长期内仍可能下降。美联储主席鲍威尔则担心中性实际利率的可测性与可信度，他认为格林斯潘的经验表明有效决策应该依赖数据经验而非经济模型。从泰勒规则来看，实际中性利率上升将等幅度提高联邦基金利率的合宜目标水平。目前联邦基金利率减 PCE 通胀计算的实际利率为 2.4% 处于历史高位，预示联邦基金利率中期内有显著下调空间（图 11）。
- **核心 PCE 通胀或逐步下降趋近 2% 目标。**美联储定义通胀目标时采用 PCE 通胀，因为它涵盖家庭部门最广泛的消费支出，能够准确反映家庭生活成本。FOMC 认为，寻求 2% 左右的 PCE 通胀率从长期来看最符合物价稳定和就业最大化目标¹。核心 PCE 通胀则扣除了受供给因素影响较大的食品、能源价格，更能反映总需求状态和货币政策作用，是许多央行专家更推崇的通胀指标。美联储前主席耶伦在 2015 年一次演讲中指出，泰勒规则中的通胀率通常用核心 PCE 价格指数来衡量²。美联储 2% 的通胀目标并不意味着短期内必须将 PCE 通胀控制在 2%，而是寻求中长期内推动通胀向目标水平靠近。2024-2025 年，随着总需求放缓和供应链恢复，核心 PCE 通胀可能逐步下降趋近美联储 2% 的目标。但两年内核心 PCE 通胀能否降至 2%、何时降至 2% 存在一定不确定性，全球化放缓、供应链压力和劳工供给缺口可能延缓去通胀达标过程。基准情景下，我们预计核心 PCE 通胀从 2023 年的 4.1% 降至 2024 年的 2.6% 和 2025 年的 2.2%。长期来看，由于人口老龄化、技术进步和贫富差距，核心 PCE 通胀大概率能够降至 2% 目标甚至更低。在新冠疫情之前，通胀长期趋势下行，核心 PCE 通胀均值从 1980 年代 5.3% 降至 1990 年代 2.4%、2000 年代 1.9% 和 2010 年代 1.6%。
- **失业率或温和上升趋近自然失业率。**自然失业率是经济处于充分就业状态时的失业率，是无法避免的最低失业率。自然失业包括结构性失业和摩擦性失业。结构性失业是由于经济结构变化或技术变革背景下劳动力供求不匹配导致的失业。摩擦性失业是因为人们寻找合适工作需要时间而出现的临时性失业。就业最大化目标是尽量使失业率逼近自然失业率，以实现经济运行最佳效率和社会福利最大化。自然失业率与中性实际利率类似，无法直接观察，主要通过经济模型估计。国会预算办公室（CBO）估计的“潜在长期失业率”与潜在经济增速相一致，可作为自然失业率估计值；美联储公布的点阵图中包含对“长期失业率”的预测中值，也可作为自然失业率估计值。最新 CBO 预测和美联储

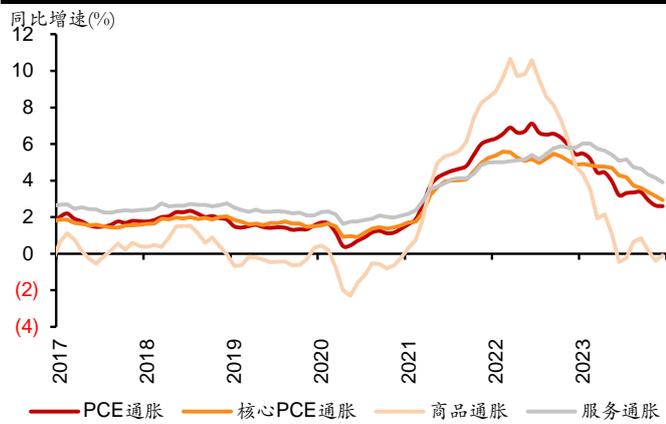
¹ https://www.federalreserve.gov/faqs/economy_14419.htm

² <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/yellen20150327a.htm#fn5>

点阵图显示的美国长期自然失业率分别为 4.4% 和 4.1%，平均值为 4.3%。在基准情景下，预计美国失业率从 2023 年末的 3.7% 温和升至 2025 年末的 4.2%，但略低于自然失业率。尽管美国劳工市场供求向更加平衡方向发展，但目前仍供不应求，职位空缺数/失业人数比例从峰值 2 倍降至 4Q23 的 1.5 倍，仍高于疫情前水平（图 12）。劳工成本增速从峰值超过 5% 降至 4Q23 的 4.2%，仍高于 2% 通胀目标下的合宜增速 3.5%（假设劳动生产率增速 1.5%）。美国总需求在 2021 年已恢复至疫情前趋势线水平，但截至 4Q23 劳动力人数和非农就业人数仍比疫情前趋势线分别低 2% 和 1.8%（图 13），原因包括新冠疫情和资产价格繁荣可能导致一些大龄劳工提前退休（图 14）、特朗普时代移民政策和新冠疫情可能减缓移民劳工流入（图 15）等。由于劳工供求平衡恢复需要时间，基准情境下 2025 年末失业率可能仍略低于自然失业率。

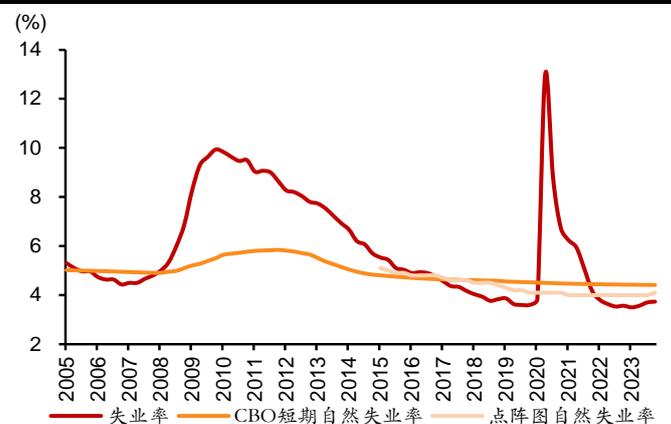
- **短期利率受政策利率周期决定，反映市场对政策利率近期路径的预期。**美联储常规政策利率是联邦基金利率，即银行间隔夜拆借利率。美联储致力于物价稳定与就业最大化两大目标，根据通胀和就业等经济条件，确定联邦基金利率目标水平，通过调整联邦基金利率影响短期利率。由于市场预期先于美联储而动，短期利率往往先于政策利率而变。图 16 显示，3 个月、6 个月、12 个月和 1 年期利率变化与联邦基金利率周期密切相关，且期限越长的市场利率越领先于联邦基金利率，因为包含对未来政策利率路径的预期。美联储 1 月议息会议后，货币市场预期 3 月降息的可能性从之前的 41.2% 降至 36.5%，5 月降息的可能性从 85.4% 升至 94.3%，货币市场预期全年降息幅度扩大，全年降 150 个基点的可能性从 32.6% 升至 42.9%，降 175 个基点的可能性从 10.8% 升至 19.3%。图 17 显示目前货币市场隐含联邦基金利率趋势如下：2 月至 4 月保持不变，5 月和 6 月各下降 25 个基点，7 月和 9 月下降 25 或 50 个基点，11 月和 12 月再降 25 或 50 个基点，2024 年末降至 3.9% 或 4.1%。

图 1: PCE 通胀



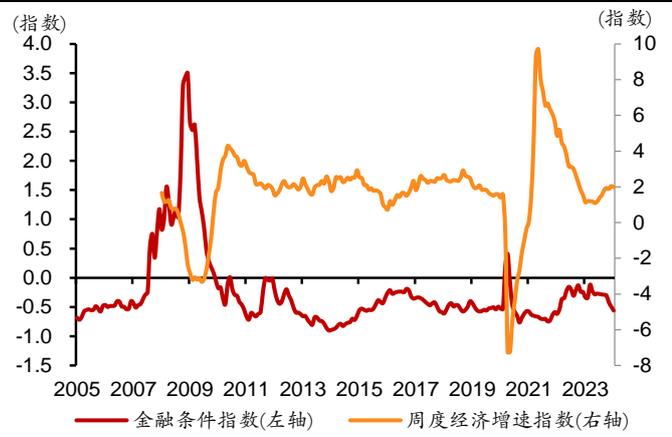
资料来源：Wind，招银国际环球市场

图 2: 失业率与自然失业率



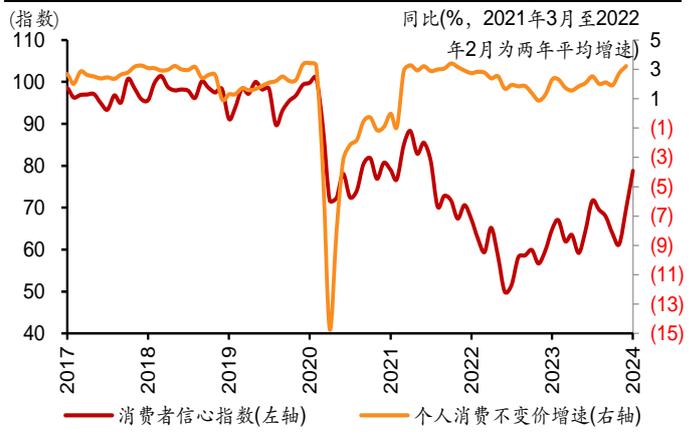
资料来源：Wind，招银国际环球市场

图 3: 金融条件指数与周经济增速



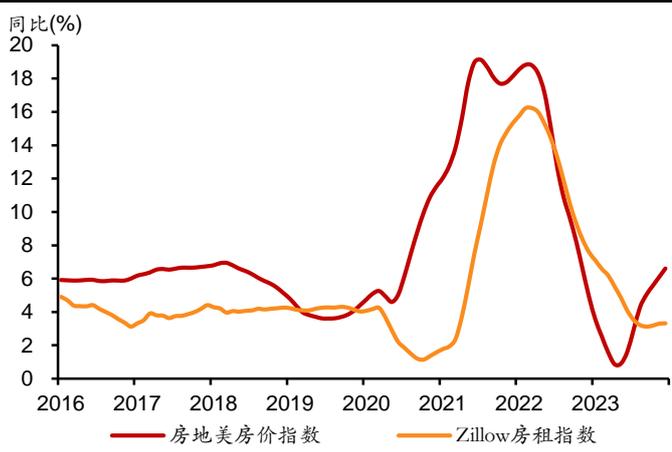
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 4: 消费者信心指数与个人消费增速



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 5: 房价与房租同比增速



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 6: RJ/CRB 商品价格指数与盈亏平衡通胀



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 7: 基于泰勒规则计算的联邦基金利率合宜目标

(%)	中性		基准情景			乐观情景			悲观情景		
	实际利率	自然失业率	核心PC E通胀	失业率	联邦基金利率合宜目标	核心PC E通胀	失业率	联邦基金利率合宜目标	核心PC E通胀	失业率	联邦基金利率合宜目标
4Q23	1.00	4.30	3.20	3.70	5.40	3.20	3.70	5.40	3.20	3.70	5.40
1H24	1.00	4.30	2.80	3.90	4.60	3.00	3.80	5.00	2.60	4.00	4.20
2H24	1.00	4.30	2.40	4.10	3.80	2.60	3.90	4.30	2.20	4.20	3.40
2025	1.00	4.30	2.20	4.20	3.40	2.40	4.10	3.80	2.00	4.40	2.90

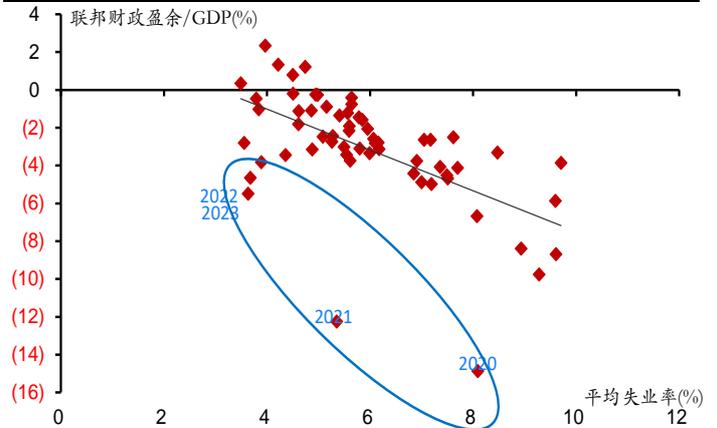
资料来源: 招银国际环球市场预测

图 8: 中性实际利率



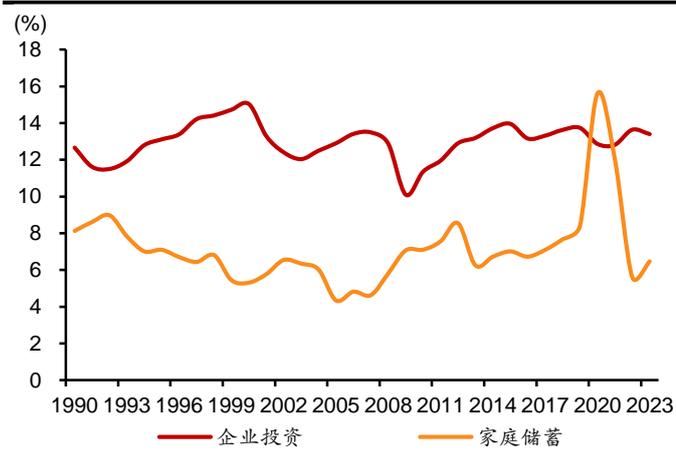
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 9: 历年联邦财政盈余/GDP 与平均失业率



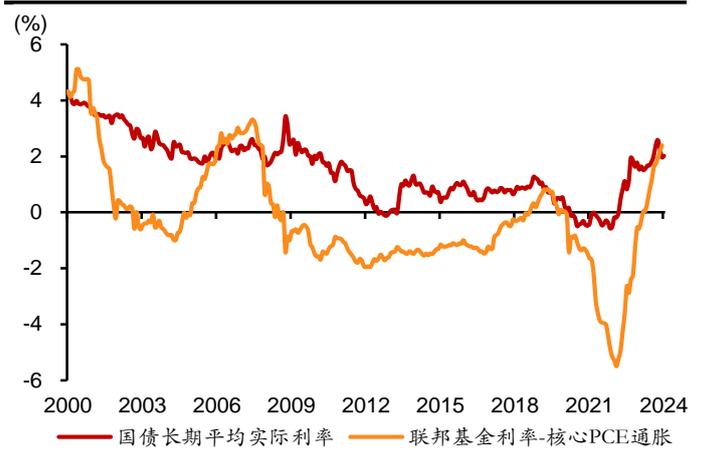
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 10: 企业投资与家庭储蓄占 GDP 比



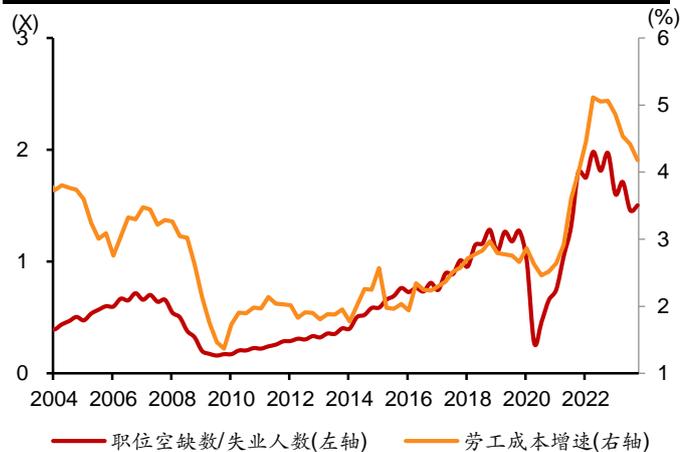
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 11: 扣除通胀后长期国债和联邦基金实际利率



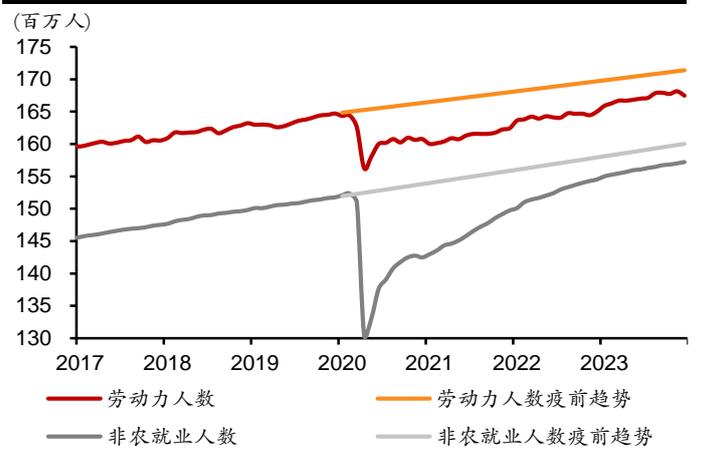
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 12: 劳工供求与成本



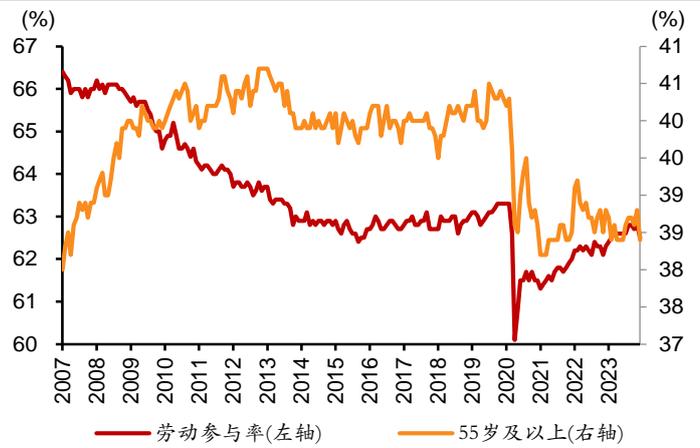
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 13: 劳动力与非农就业人数仍低于疫情前趋势线



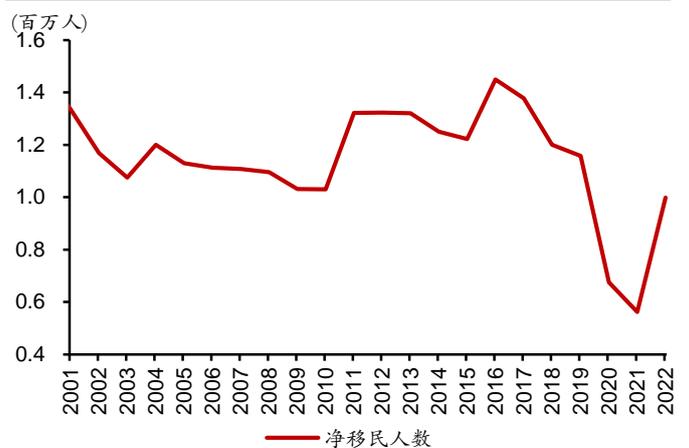
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 14: 劳动参与率



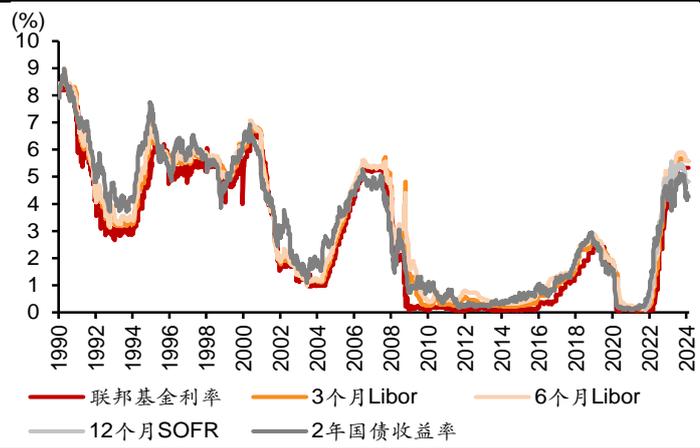
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 15: 净移民人数



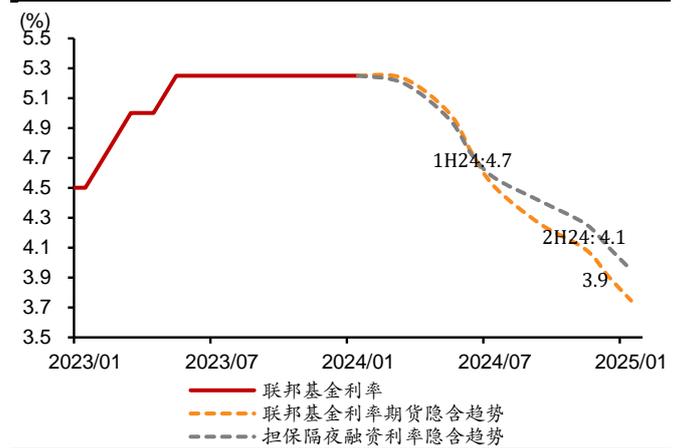
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 16: 短期利率受政策利率周期决定, 但先于政策利率而动



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 17: 市场隐含联邦基金利率趋势



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场投资评级

买入	: 股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%
持有	: 股价于未来12个月的潜在涨幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级	: 招银国际环球市场并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决策。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国2000年金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关FINRA规则的限制。本报告仅提供给美国1934年证券交易法(经修订)规则15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore)Pte. Limited(CMBISG)(公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构属制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。