



月度宏观洞察：美联储预计的软着陆可以实现吗？

核心观点：虽然美联储似乎对经济实现软着陆充满信心，但是数据基本面并未完全打消我们此前提到的硬着陆担忧，还需警惕由于美联储未及时对经济走弱做出反应而引起经济衰退的风险。我们预计美联储从6月开始降息，全年降100个基点。预计美元指数和美国10年期国债收益率短期或双向波动，而后在降息信号更为明确后进入下行区间，但跌幅有限。

美联储似乎对软着陆充满信心。我们在[上个月的宏观洞察](#)中曾提到，美国经济软着陆的机会似乎有所减少，软着陆有可能演变成硬着陆。但是美联储似乎和我们看法不一：3月会议大幅上调今年GDP增速预测高达0.7个百分点到2.1%，与当前彭博社市场预测均值相一致，并下调失业率0.1个百分点到4%（图表4）。

从数据基本面来看，3月发布的数据并未完全打消硬着陆担忧：第一，尽管2月实体经济数据有略微反弹，但1-2月数据加总表现仍显示美国经济正在走弱。我们曾[预测](#)社会零售额和工业生产总值1月数据的总值可能和季节性因素有关，2月有望反弹。两者如期在2月反弹，然而回调幅度并不及1月下滑程度（图表1、图表2）。房地产相关数据或因为房贷利率进一步下降而有所回升，但并不足以弥补其他部门经济的下行（图表3）。纽约联储的周度经济指数亦显示今年至今为止的经济状态弱于去年四季度（图表5）。

第二，劳动力市场的收紧似乎也正在逐渐明朗化，并有加速的风险：尽管非农新增就业人数再次超预期，2月失业率上升0.2个百分点到3.9%（图表6）。虽然全国性的数据还未触发萨姆法则（Sahm rule，即当三个月移动平均的失业率从前12个月最低点上升0.5%之后，失业率的上升可能会加速），但是从州数据来看已有超过20个州（共50个）数据触发了萨姆法则。另外，雇佣率亦在显著降低中。调查数据显示中小企业愿意增加就业计划的比例2月跌至12%（1月：14%，图表8）。

因此，我们认为还需警惕由于美联储未及时对经济走弱做出反应而引起经济衰退的风险。我们将当前的一系列经济指标和上次降息开始前的2019年7月相比，发现目前大部分经济基本面类调查指数均已低于上次降息前（图表7）。然而由于通胀类调查和实际数据均高于2019年7月，美联储未能即时开启降息。我们仍将美国经济今年会陷入衰退的可能性维持在30%。

金晓雯, PhD, CFA

首席宏观分析师

xiaowen_jin@spdbi.com

(852) 2808 6437

2024年3月26日

浦銀國際

宏观洞察

月度宏观洞察：美联储预计的软着陆可以实现吗？



扫码关注浦银国际研究

通胀方面，我们和美联储的想法较为一致。通胀进一步下滑似乎面临一些挑战：美国核心环比通胀率 2 月继续保持韧性，最为关键的住房除外核心服务 CPI 虽然有所下滑但是水平相对仍高。PPI 环比数据更是延续强增长。美联储在更新 3 月经济预测的时候也将核心 PCE 通胀率 2024 年的预测上调 0.2 个百分点到 2.6%，更为接近我们预测的 2.8%。我们仍相信核心通胀会在波动中温和向下，但仍需警惕其上行风险（图表 9）。

货币政策方面，3 月议息会议体现了美联储的鸽派立场。首先，本次会议在调高经济增速和通胀预测的同时仍维持今年预计降息 75 个基点的基本判断。这意味着美联储对高通胀的忍受能力似乎有所提高。然而，尽管表面上看美联储对软着陆充满信心，实际上坚持降息的背后可能隐含着美联储对接下来的美国经济、尤其是下半年的经济仍有担忧。其次，鲍威尔本次并没有完全排除 5 月降息的可能性，他曾在 1 月会议中明确表示 3 月降息为时过早。

我们依然预计首次降息将在二季度到来，全年降息 100 个基点。虽然鲍威尔并未完全排除 5 月降息的可能性，但是目前距离 5 月会议仅能看到 3 月经济数据发布，仅一个月数据或并不足以帮助美联储确认通胀走低并开始降息，除非 3 月失业率大幅上升或者通胀数据大幅走弱。我们预计 5 月降息的可能性或仅剩 10%。

我们认为首次降息较大概率将发生在 6 月（可能性 60%）。但如果接下来通胀数据继续强于预期，那么我们也不排除降息被延迟到下半年的可能性（可能性：30%）。鉴于我们对美国经济的判断较市场和美联储预测更为悲观，我们预测的全年降息次数亦多于美联储和市场预期的 3 次（图表 10），我们预计全年有 4 次 25 个基点的降息。

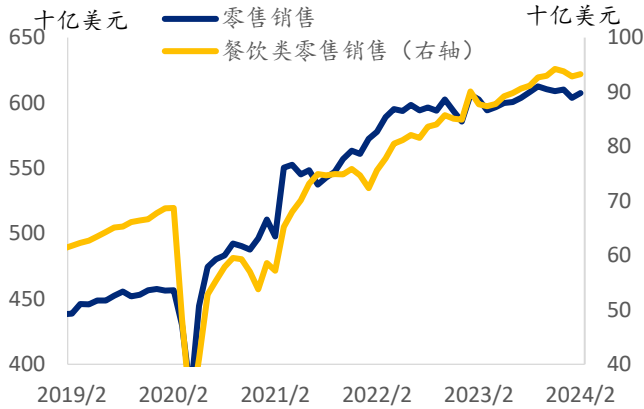
缩表或同步发生。鲍威尔在发布会上提到缩表可能会很快到来。根据他的发言，我们维持美联储或在 5 月公布减半缩表规模、6 月开始执行，而后在三季度结束缩表的基本预测。此后本次会议纪要的发布可能会对具体缩表进程提供更多线索。

金融市场方面，我们预计美元指数和美国 10 年期国债收益率短期双向波动，而后在降息信号更为明确后进入下行区间，但跌幅有限。3 月以来美元指数继续维持强势。尽管日本央行已如期加息终结负利率时代，已被市场充分计入预期的加息并未提振日元兑美元汇率（图表 12）。短期内，我们相信美元指数或在因为经济比较优势得以维持强势的同时随降息预期变化双向波动。中期来看，我们预计年中或下半年美元指数将随着降息的开启降至 98-100 的区间之内，依然高于上轮周期底点的 95（图表 13）。3 月议息会议上美联储调高了 2025、2026 和长期政策利率预测（图表 11），预示着美国的高利率环境将维持更长时间。那也就是说，即便发达经济体纷纷开启降息周期，但是由于通胀韧性较强，美国的降息频率和幅度仍将可能低于其他发达经济体。这将帮助美元指数避免大幅下跌。

随着市场对美联储降息预期的逐渐延后，美国 10 年期国债收益率在 2024 年前三个月稳中有升。我们相信美国 10 年期国债收益率或呈现类似于美元指数的先震荡再下行路径，但不会暴跌（预计年底维持在 3.8% 以上，具体参见：[月度宏观洞察：美国经济软着陆或变成硬着陆？](#)）。

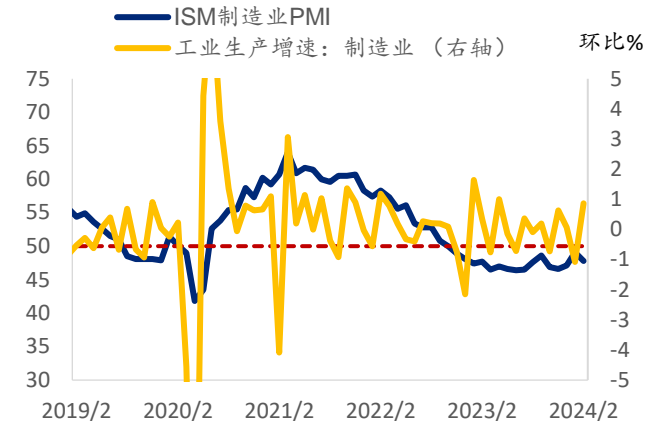
风险提示：美联储未及时对经济走弱做出反应而引起经济衰退，提早降息导致通胀率居高不下和经济过热，地缘政治风险通过能源价格渠道影响通胀和降息决议。

图表 1: 零售销售 2 月反弹力度不及 1 月下行, 1-2 月零售销售平均水平创半年内新低



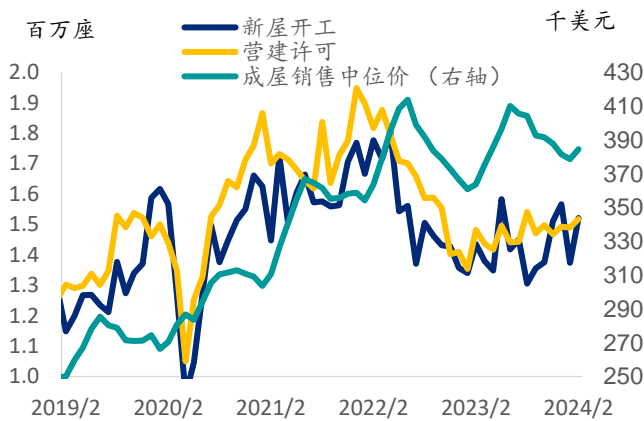
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 2: 工业生产增速 2 月虽反弹, 但幅度小于 1 月下月, 且制造业 PMI 指数继续走低



资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 3: 房地产相关数据或因房贷利率进一步下降有所回升



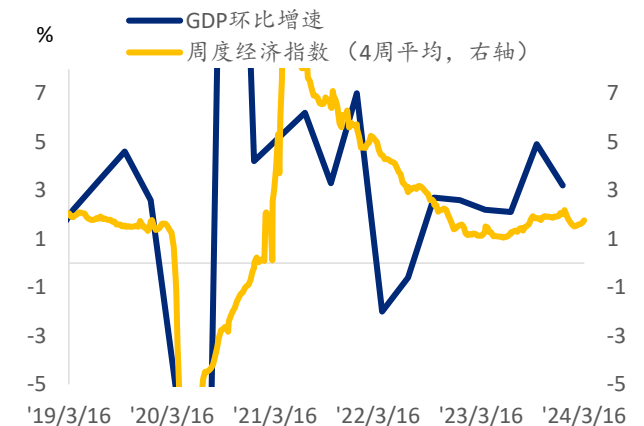
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 4: FOMC 3 月会议更新各经济指标预测

单位 (%)		2024	2025	2026
实际 GDP 同比增速	3 月	2.1	2.0	2.0
	12 月	1.4	1.8	1.9
失业率	3 月	4.0	4.1	4.0
	12 月	4.1	4.1	4.1
PCE 同比增速	3 月	2.4	2.2	2.0
	12 月	2.4	2.1	2.0
核心 PCE 同比增速	3 月	2.6	2.2	2.0
	12 月	2.4	2.2	2.0
联邦基金利率	3 月	4.6	3.9	3.1
	12 月	4.6	3.6	2.9

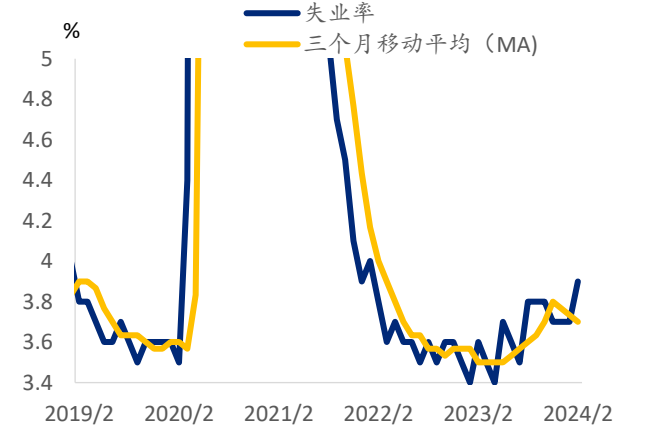
资料来源: 美联储, 浦银国际

图表 5: 纽约联储的周度经济指数亦显示今年迄今为经济状态弱于去年四季度



资料来源: Wind, 浦银国际

图表 6: 失业率 2 月上升 0.2 个百分点, 不过尚未触发萨姆法则



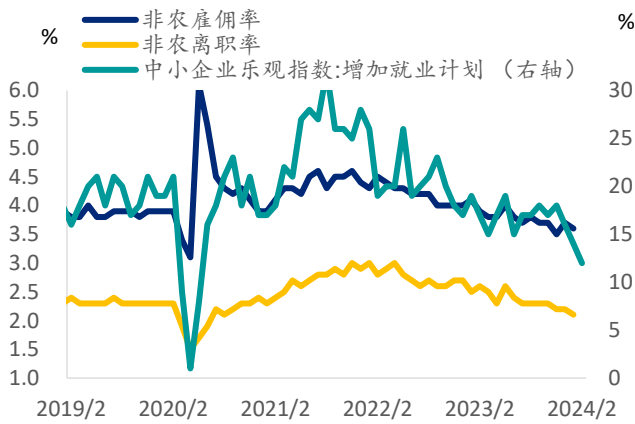
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 7: 和上次降息开始前的 2019 年 7 月相比, 目前所有经济基本面类调查指数均低于上次降息前, 但是通胀类调查和实际数据均高于 2019 年 7 月

	2024年1月	2024年2月	2024年3月	2019年7月
实体经济类调查指数				
制造业PMI	49.1	47.8	#NA	51
非制造业PMI	55.2	55.1	51.2	54.4
中小企业乐观指数	89.9	89.4	#NA	104.7
NAHB房地产市场指数	44	48	51	65
密歇根大学消费者情绪指数	79	76.9	76.5	98.4
企业联合会消费者信心指数	110.9	106.7	#NA	135.8
通胀类调查指数				
制造业PMI价格指数	52.9	52.5	#NA	45.1
服务业PMI价格指数	64	58.6	#NA	56.5
密歇根大学通胀预期变化: 1年	2.9	3	3	2.6
密歇根大学通胀预期变化: 5年	2.9	2.9	2.9	2.5
中小企业乐观指数: 提高平均售价比例	22	21	#NA	16
中小企业乐观指数: 计划提高平均售价比例	33	30	#NA	22
通胀类指标 (同比增速)				
CPI	3.1	3.2	#NA	1.8
核心CPI	3.9	3.8	#NA	2.2
PCE	2.4	#NA	#NA	1.4
核心PCE	2.8	#NA	#NA	1.7
PPI	1.0	1.6	#NA	1.6
平均时薪	4.4	4.3	#NA	3.4

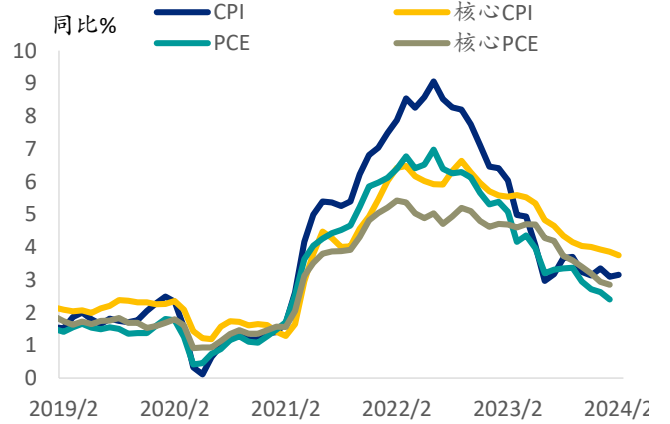
资料来源: CEIC, Wind, 浦银国际

图表 8: 雇佣率亦在显著降低中, 调查数据显示中小企业愿意增加就业计划的比例 2 月跌至 12%



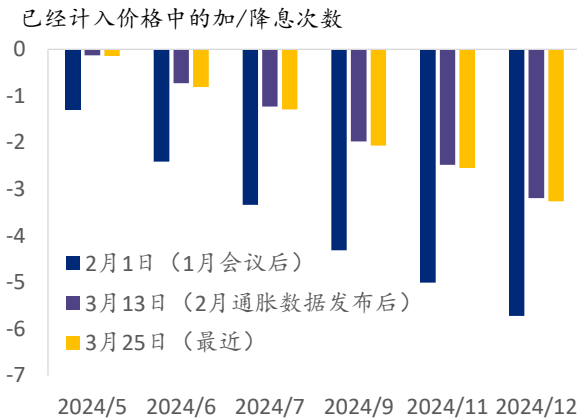
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 9: 通胀进一步下滑似乎面临一些挑战



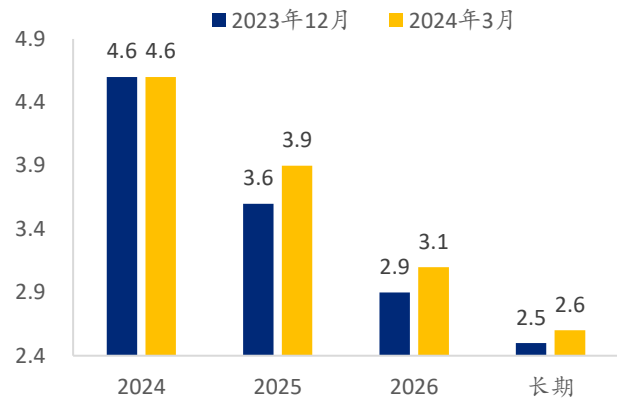
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 10: 市场目前计入今年 3.3 次降息, 首次降息 8 成在 6 月



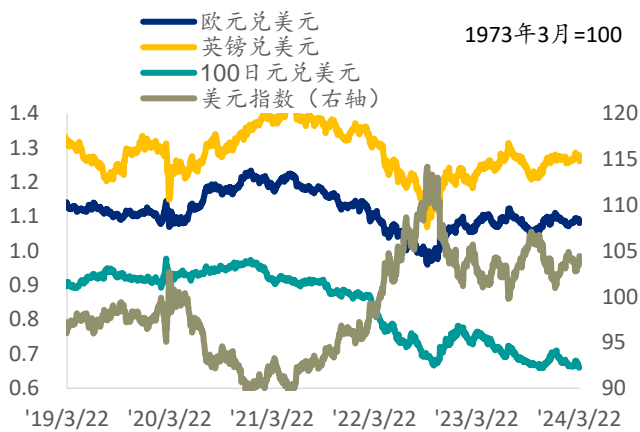
资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 11: 从美联储的政策利率预测来看, 2024 年降息预期不变, 但之后几年降息幅度或减少



资料来源: 美联储, 浦银国际

图表 12: 美元指数以及美元兑主要货币汇率变化



资料来源: Wind, 浦银国际

图表 13: 美元指数和 10 年期国债收益率短期或双向波动, 而后在降息信号更为明确后进入下行区间



资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 14：近期相关报告列表

日期	报告标题和链接
2024 年 3 月 21 日	3 月鸽派美联储会议意味着降息或仍从二季度开启
2024 年 3 月 13 日	美国 2 月通胀维持韧性，对降息决议影响或较为中性
2024 年 3 月 4 日	月度宏观洞察：美国经济软着陆或变成硬着陆？
2024 年 2 月 1 日	月度宏观洞察：政策或是决定经济走势的关键所在
2024 年 2 月 1 日	美联储 1 月会议基本打消 3 月降息预期，首次降息或在 5 月
2024 年 1 月 12 日	美国 12 月通胀继续走强，拉低 3 月开启降息可能性
2024 年 1 月 5 日	月度宏观洞察：静候佳音
2023 年 12 月 14 日	12 月美联储会议体现鸽派转向，降息要来了吗？
2023 年 12 月 13 日	美国 11 月环比通胀率反弹，论降息或言之尚早
2023 年 12 月 1 日	2024 年宏观经济展望：中美经济周期错位进入下半场
2023 年 11 月 7 日	月度宏观洞察：渐入佳境
2023 年 11 月 2 日	美联储 11 月再次暂停加息，加息结束了吗？
2023 年 10 月 13 日	美国 9 月核心通胀环比微升，判断“加息周期已经结束”或为时过早
2023 年 9 月 26 日	月度宏观洞察：中国政策成效初显，美国降息预期大减
2023 年 9 月 21 日	美联储暗示今年还有一次加息，高利率可能会持续更久
2023 年 9 月 14 日	美国 8 月核心通胀环比反弹，四季度或还有一次加息
2023 年 9 月 1 日	月度宏观洞察：中国期待政策继续发力，美国加息周期未完待续
2023 年 8 月 11 日	美国 7 月通胀数据或支持跳过 9 月加息，但并不意味着结束加息
2023 年 7 月 31 日	月度宏观洞察：政治局会议后看下半年经济形势，美国向软着陆继续迈进
2023 年 7 月 27 日	美联储 7 月如期加息，加息周期未必已结束
2023 年 7 月 13 日	美国核心通胀下跌或不会动摇 7 月加息决议
2023 年 7 月 6 日	美联储 6 月会议纪要点评——至少还有两次加息
2023 年 6 月 28 日	月度宏观洞察：中国静待政策支持，美国警惕信贷紧缩
2023 年 6 月 5 日	2023 年中期宏观经济展望：美国渐入衰退，中国复苏再起

资料来源：浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 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。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

- “买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数
- “持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平
- “卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

- “超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上
- “标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%
- “低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明:(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写;(ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关;(iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息/非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票;(ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com

852-2808 6468

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

