

李冰

李冰

李冰



金融信息采编

COMPILATION OF FINANCIAL NEWS

李冰

李冰

李冰

2023 年第 89 期总第 1124 期

合肥兴泰金融控股集团 金融研究所

咨询电话：0551—63753813

服务邮箱：xtresearch@xtkg.com

公司网站：http://www.xtkg.com/

联系地址：安徽省合肥市政务区

祁门路 1688 号兴泰金融广场 2602

2023 年 12 月 8 日 星期五

更多精彩 敬请关注
兴泰季微信公众号



宏观经济	2
习近平会见欧洲理事会主席、欧盟委员会主席.....	2
四部委联合印发纺织工业提质升级实施方案.....	2
11 月份我国进出口总值 3.7 万亿元.....	2
美国 12 月初请失业金人数为 22 万人.....	2
法国 10 月贸易帐逆差 85.97 亿欧元.....	3
货币市场	3
中国主要国有银行抛售美元以稳定人民币汇率.....	3
截至 11 月末中国外汇储备规模为 31718.07 亿美元.....	3
监管动态	3
中证协召开合规管理与廉洁从业专业委员会全体会议.....	3
财政部发布全国社会保障基金境内投资管理办法.....	4
金融行业	4
上交所召开债券发行人座谈会.....	4
境外机构已连续 9 个月净买入中国债券近 1 万亿元.....	4
热门企业	4
中国宝武与华为签署战略合作协议.....	4
AMD 发布 MI300X 加速器.....	5
地方创新	5
深圳：算力基础设施高质量发展行动计划.....	5
广州：金融支持民营经济发展若干措施.....	5
深度分析	5
2024 年美联储利率政策展望.....	5

李冰

李冰

李冰

李冰

李冰

李冰

李冰

李冰

李冰



宏观经济

习近平会见欧洲理事会主席、欧盟委员会主席

12月7日,国家主席习近平在钓鱼台国宾馆会见来华举行第二十四次中国—欧盟领导人会晤的欧洲理事会主席米歇尔和欧盟委员会主席冯德莱恩。习近平指出,当今世界正经历百年未有之大变局,中欧作为推动多极化的两大力量、支持全球化的两大市场、倡导多样性的两大文明,中欧关系关乎世界和平、稳定、繁荣。中欧有责任共同为世界提供更多稳定性,为发展提供更多推动力,为全球治理提供更多引领和支持。欧中合作是互惠平等的,管理好、发展好欧中关系,直接关乎双方人民利益,也关乎世界的繁荣与安全。

四部委联合印发纺织工业提质升级实施方案

近日,工业和信息化部、国家发展改革委、商务部、国家市场监督管理总局四部委联合印发《纺织工业提质升级实施方案(2023—2025年)》。方案提出,到2025年,现代化纺织产业体系建设取得实质进展,规模以上纺织企业营业收入稳中有增,发展质量效益保持良好水平,纺织工业国际优势地位进一步巩固提升。

交通运输部办公厅印发自动驾驶汽车运输安全服务指南

12月5日,交通运输部办公厅印发《自动驾驶汽车运输安全服务指南(试行)》。《服务指南》从适用范围、应用场景、自动驾驶运输经营者、运输车辆、人员配备等8个方面提出相关举措,引导自动驾驶技术发展,规范自动驾驶汽车在运输服务领域应用。要规范自动驾驶汽车在运输服务领域应用。对自动驾驶运输经营者、运输车辆、人员配备、安全保障等方面进行规定。

11月份我国进出口总值3.7万亿元

12月7日,海关总署公布数据显示,11月份我国进出口总值3.7万亿元,同比增长1.2%,连续两个月保持正增长。其中,出口2.1万亿元,增长1.7%;进口1.6万亿元,增长0.6%;贸易顺差4908.2亿元,扩大5.5%。海关总署统计分析司司长吕大良表示,进入四季度,我国外贸发展的积极因素不断增多。

美国12月初请失业金人数为22万人

12月7日,美国劳工部公布数据显示,美国12月初请失业金人数为22万人,预期22.2万人,前值自21.8万人修正至21.9万人;四周均值22.075万人,前值自22万人修正至22.025万人;至11月25日当周续请失业金人数186.1万人,预期191万人,前值自192.7万人修正至192.5万人。

法国 10 月贸易帐逆差 85.97 亿欧元

12 月 7 日, 法国海关公布数据显示, 法国 10 月贸易帐逆差 85.97 亿欧元, 前值逆差 89.17 亿欧元修正为 88.67 亿欧元; 10 月进口 582.68 亿欧元, 前值 580.48 亿欧元修正为 579.44 亿欧元; 10 月出口 496.71 亿欧元, 前值 491.32 亿欧元修正为 490.77 亿元。

澳洲联储宣布将现金利率维持在 4.35%

12 月 5 日, 澳洲联储宣布将现金利率维持在 4.35% 不变, 符合市场预期。澳洲联储主席布洛克表示, 是否需要进一步收紧货币政策, 将取决于数据和不断变化的风险评估。

韩国第三季度 GDP 环比增长 0.6%

12 月 5 日, 韩国央行发布数据显示, 韩国第三季度 GDP 环比增长 0.6%, 连续三个季度保持正增长, 同比则增长 1.4%。韩国 11 月 CPI 同比上涨 3.3%, 连续 4 个月超过 3%; 环比下降 0.6%, 自去年 11 月以来首次环比负增长。

货币市场

中国主要国有银行抛售美元以稳定人民币汇率

12 月 5 日, 中国主要国有银行在在岸掉期市场将人民币兑换成美元, 并在现货市场卖出美元以支撑人民币。中国国有银行此举旨在加速人民币的复苏, 并鼓励国内出口商在年底前以人民币结算外汇收入。

截至 11 月末中国外汇储备规模为 31718.07 亿美元

12 月 7 日, 国家外汇管理局公布数据显示, 截至 2023 年 11 月末, 中国外汇储备规模为 31718.07 亿美元, 环比增加 705.83 亿美元; 黄金储备规模为 7158 万盎司, 环比增加 38 万盎司, 为连续第 13 个月增加。国家外汇管理局指出, 我国经济持续长期向好的基本面没有改变, 将继续支持外汇储备规模保持基本稳定。

监管动态

中证协召开合规管理与廉洁从业专业委员会全体会议

近日, 中国证券业协会召开合规管理与廉洁从业专业委员会全体会议。会议一致认为, 要深入学习领会中央金融工作会议精神, 紧紧围绕会议关于“推进金融高质量

发展”、“有效防范化解金融风险”等要求，把握自身职能定位，切实做好行业合规管理与廉洁从业工作。

财政部发布全国社会保障基金境内投资管理办法

12月6日，财政部发布《全国社会保障基金境内投资管理办法(征求意见稿)》。《征求意见稿》适当优化调整全国社保基金投资范围，明确可投资国债、企业债、股票、股指期货等11类产品和工具；同时明确了各类产品和工具投资比例，其中股票类、股权类资产最大投资比例分别可达40%和30%，进一步提高了全国社保基金投资灵活度。

金融行业

上交所召开债券发行人座谈会

近日，上交所召开债券发行人座谈会，8家债券发行人参加。本次会议旨在深入贯彻落实中央金融工作会议精神，落实证监会部署，进一步推动相关企业通过债券融资、存量资产证券化等方式推进“三大工程”建设。

境外机构已连续9个月净买入中国债券近1万亿元

12月6日，中国人民银行公布数据显示，境外机构已连续9个月净买入中国债券近1万亿元，10月外资净买入量超2000亿元；三季度以来，境外机构持债量保持快速增长，其中10月增持近400亿元，预计11月增持量有望达到2500亿元。

上期所决定调整相关期货公司会员的限仓比例

12月6日，上期所决定调整相关期货公司会员的限仓比例。55家《2023年期货公司分类结果》A类期货公司的会员限仓比例为35%；3家自A类调整至B类及以下的期货公司的会员限仓比例，自35%恢复至25%。

热门企业

中国宝武与华为签署战略合作协议

12月7日，中国宝武与华为签署战略合作协议，双方将加强ICT技术创新和应用探索，大力推动产业数字化、智能化，进一步提升企业管理效率和核心竞争力，促进双方的业务发展和产品延伸，共同为钢铁冶金行业人工智能应用打造新场景、创造新价值。

AMD 发布 MI300X 加速器

12月6日, AMD发布MI300X加速器, 称其为性能最高的芯片, 拥有超过1500亿个晶体管; 新芯片的内存是英伟达H100芯片的2.4倍。新款芯片在大语言模型训练方面的性能与英伟达H100芯片相当; 相比英伟达竞品, MI300运行AI模型的速度更快。

地方创新

深圳: 算力基础设施高质量发展行动计划

12月5日, 深圳市工业和信息化局印发《深圳市算力基础设施高质量发展行动计划(2024-2025)》。《行动计划》提出到2025年, 深圳基本形成空间布局科学合理, 规模体量与极速先锋城市建设需求相匹配, 计算力、运载力、存储力及应用赋能等方面与数字经济高质量发展相适应, 绿色低碳和自主可控水平显著提升的先进算力基础设施布局, 构建通用、智能、超算和边缘计算协同发展的多元算力供给体系, 打造“多元供给、强算赋能、泛在连接、安全融通”的中国算网城市标杆。

广州: 金融支持民营经济发展若干措施

12月7日, 广州市地方金融监督管理局等五部门印发《广州市金融支持民营经济发展若干措施》提到, 落实广州企业上市高质量发展“领头羊”行动计划, 积极开展民营企业上市培育, 支持民营企业上市和再融资; 支持广东股权交易中心高质量建设“专精特新”专板; 支持符合条件的民营中小微企业在债券市场融资, 推动符合条件的民间投资项目发行基础设施REITs(不动产投资信托基金); 推动设立广州市上市公司高质量发展基金, 积极发挥政府产业引导基金、私募股权、创业投资基金等作用, 持续深化合格境外有限合伙人(QFLP)、合格境内有限合伙人(QDLP)试点。

深度分析

2024 年美联储利率政策展望

钟正生(中国首席经济学家论坛理事、平安证券首席经济学家)

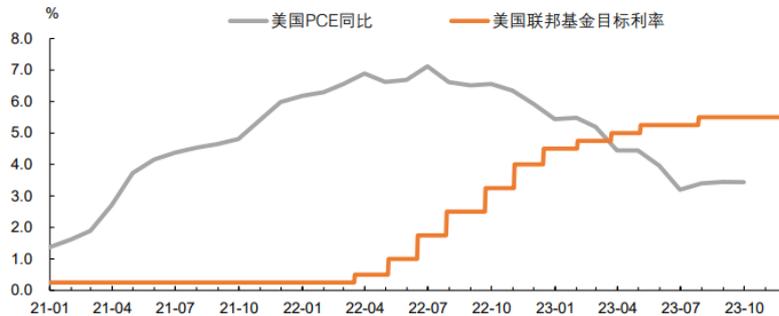
来源: 首席经济学家论坛

回顾本轮美联储抗通胀历程, 美联储一度“落后于曲线”, 所以不得不在通胀过高时采取激进的紧缩政策。迄今为止, 美联储紧缩不足与紧缩过度的风险趋于平衡, 下一步将面临高利率维持多久、何时降息的关键选择。展望2024年, 如果美国经济有幸避免陷入危机, 能够保持相对平稳运行, 美联储或将选择“预防式降息”, 以避免经济过快下行。更长远看, 考虑到美国自然利率具备上修空间, 通胀即便回落也可能略高于2%的目标, 美国中长期政策利率可能明显高于新冠疫情前水平。

一、美联储抗通胀的“功”与“过”

从“通胀是暂时的”到“维护物价稳定”，美联储对通胀的态度演变成为本轮美国利率走势的重要线索。新冠疫情冲击后，美联储采取宽松政策以助力经济复苏。由于预见经济复苏过程中通胀可能阶段“超调”，2020年8月，美联储提出“平均通胀目标制”，为其在通胀高于2%时保持宽松货币政策作铺垫。2021年，美国PCE通胀率自3月超过2%，此后一路上升至年末的6%左右。但是，美联储在11月以前坚称“通胀是暂时的”，维持零利率与量化宽松操作；11月，美联储正式修改“通胀暂时论”，将通胀归因于“与疫情和经济重启相关的供需失衡”，同时开始削减购债（Taper）。2022年，俄乌冲突再为通胀添火，美联储在3月以后的声明中增加了有关地缘风险和能源涨价的表述，同时开启一轮激进的加息周期，曾连续10次加息、其中4次单次加息75个基点，截至2023年11月已累计加息5.25个百分点。

图表1 2021-2023年美国通胀与政策利率走势



资料来源：Wind, 平安证券研究所

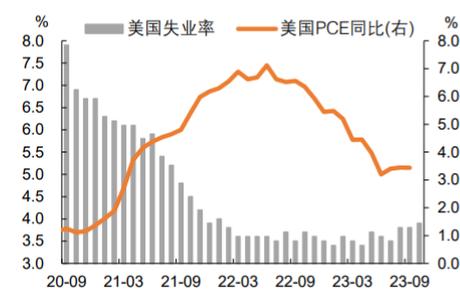
图表2 2021-2023年美联储议息会议声明中有关通胀的表述与货币政策选择

美联储会议时间	有关通胀的表述	货币政策选择	政策利率	利率变化 (BP)	国债/MBS 规模变化 (亿美元/月)
2021年6月		提到Taper	0%-0.25%	0	800/400
2021年7月	通胀上升，主要反映了暂时性的因素	开始讨论Taper	0%-0.25%	0	800/400
2021年9月		预告Taper	0%-0.25%	0	800/400
2021年11月	通胀上升，主要反映了预计是暂时性的因素	开始Taper	0%-0.25%	0	11月：700/350 12月：600/300
2021年12月	与疫情和经济重新开放有关的供需失衡，继续导致通胀水平抬升	加快Taper、提到加息	0%-0.25%	0	1月：400/200
2022年1月		预告加息、提到缩表	0%-0.25%	0	2月：200/100
2022年3月		开始加息、预告缩表	0.25%-0.5%	25	0
2022年5月	通胀依然高企，反映出与疫情相关的供需失衡、能源价格上涨以及更广泛的价格压力。俄乌冲突可能对通胀带来额外上行压力	加快加息、开始缩表	0.75%-1%	50	6月：-300/-175
2022年6月		再加快加息	1.5%-1.75%	75	7月：-300/-175
2022年7月		缩表加快	2.25%-2.5%	75	8月：-300/-175 9月：-600/-350
2022年9月		加息和缩表保持快速	3%-3.25%	75	-600/-350
2022年11月		提到更重视加息高度	3.75%-4%	75	-600/-350
2022年12月		更重视加息高度、加息速度放缓	4.25%-4.5%	50	-600/-350
2023年2月	通胀有所缓解但仍然很高	更重视加息高度、加息速度进一步放缓	4.5%-4.75%	25	-600/-350
2023年3月			4.75%-5%	25	-600/-350
2023年5月	通胀依然很高	保持货币政策的灵活性，并保留额外政策巩固，以平衡收紧过度和收紧不足的风险	5%-5.25%	25	-600/-350
2023年6月		5%-5.25%	0	-600/-350	
2023年7月		5.25%-5.5%	25	-600/-350	
2023年9月		5.25%-5.5%	0	-600/-350	
2023年11月		5.25%-5.5%	0	-600/-350	

资料来源：美联储, 平安证券研究所

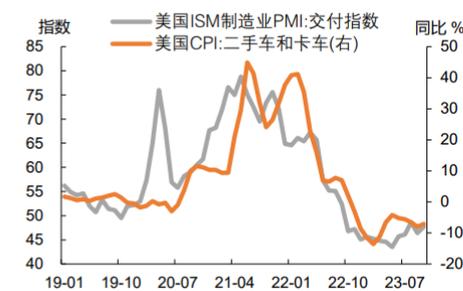
美联储被认为一度“落后于曲线”，未能及时出手遏制通胀，也就不得不在通胀过高时采取激进的紧缩政策。如何理解美联储对通胀态度的“急转弯”？首先，美联储遏制通胀的步伐曾受就业目标的束缚。2021 年，美国经济复苏基础并不牢固，失业率在大部分时间里保持在 5% 以上。在“类滞胀”环境下，美联储希望平衡就业与通胀目标，通过“通胀暂时论”支撑其宽松政策取向；11 月，当美国失业率回落至 4.5% 以下，美联储才更有转向的底气。其次，“通胀暂时论”并非全然误判，只是供给因素的改善比预期得更慢。2021 年二季度开始，美国通胀压力主要来自供应链阻塞，美国 ISM 制造业 PMI 交付指数一度升至 70 以上，美国 CPI 二手车和卡车分项同比高达 20-45%，拉动 CPI 通胀率 0.9-1.9 个百分点。2022 年初，地缘冲突又阶段性加剧了能源短缺与供应链压力。不过事后来看，供应链压力确实是“暂时的”，到 2022 年四季度，美国制造业 PMI 交付指数回落至 50 以下，美国二手车和卡车对通胀的拉动转负。最后，不排除美联储主席换届对货币决策的影响。2021 年，美联储主席鲍威尔维持宽松立场，或也出于退出宽松政策可能招致民主党政府不满的顾虑，尤其考虑到其竞争对手布雷纳德十分鸽派。2021 年 11 月获得提名后，鲍威尔对通胀的态度恰好发生明显转变。

图表3 2021 年美国通胀上升时，失业率也较高



资料来源: Wind, 平安证券研究所

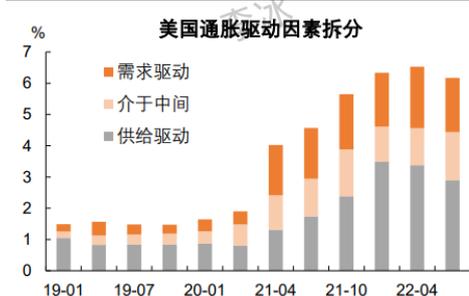
图表4 美国供应链阻塞确实是“暂时的”



资料来源: Wind, 平安证券研究所

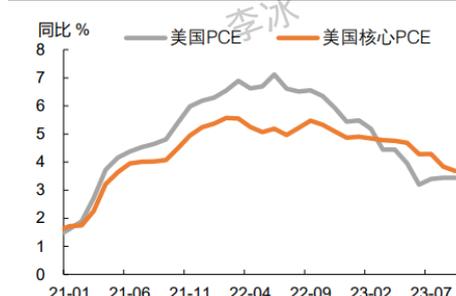
美联储是否应该对高通胀负主要责任？这个问题见仁见智。“物价稳定”是美联储的双目标之一。在开始加息后，鲍威尔多次表达，“物价稳定”是“最大就业”的前提，可以认为美联储阶段性更加重视通胀目标。所以从结果上看，通胀过高，美联储难辞其咎。但如果从成因上看，物价同时由需求和供给决定，而本轮美国高通胀的成因中，供给因素的角色可能更重。据 OECD 研究，在 2022 年二季度美国通胀最高的时候，“供给驱动”和“需求驱动”分别拉动标题通胀率 3.4 和 2.0 个百分点。2022 年下半年以来，美国通胀持续改善，主要得益于供给扰动的退潮。在此期间，需求因素改善并不明显，美国经济增长仍然强劲，实际 GDP 环比折年率连续五个季度超过 2%，失业率保持在 4% 以内。2023 年 3 月以来，美国核心 PCE 通胀率开始高于 PCE 通胀率，与需求更相关的核心服务通胀具有相当粘性。不过，即便仅考虑需求因素，本轮美国需求增长除了货币政策助力外，更离不开大规模财政刺激的加持，美联储或也不应该“负全责”。

图表5 美国高通胀成因中，供给因素大于需求因素



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表6 2023 年 3 月以后，美国核心 PCE 高于 PCE

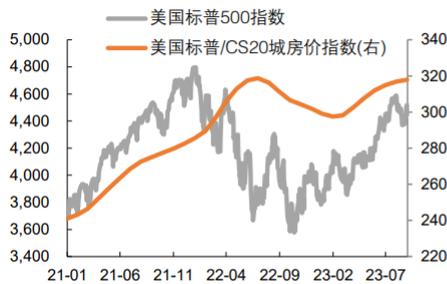


资料来源: Wind, 平安证券研究所



美联储在抗击通胀过程中是否有“功”？答案是肯定的。首先，美联储的紧缩政策虽然暂时没有“制造衰退”，但是也一定程度上避免了需求过快升温。其次，美联储创造出偏紧的金融环境，在预期层面影响即期的资产价格，而资产价格降温直接或间接促进通胀降温。譬如，由于市场预期紧缩货币政策将抑制需求，2022 年下半年以后原油等大宗商品价格相对平稳，为美国通胀的回落作了重要铺垫；美国股票、地产等资产价格受货币紧缩影响而阶段下跌，或也从财富效应渠道助力需求降温。2022 年，标普 500 指数年内最深下跌 25%，美国 20 城房价指数在下半年累计下跌约 7%。最后，美联储的紧缩政策也有利于通胀预期的稳定。美联储在沃尔克和格林斯潘时代以来建立的信誉，加上鲍威尔领导的美联储最终敢于采取激进的紧缩行动，有效避免了通胀预期“脱锚”的风险。2022 年以来，克利夫兰联储模型测算的十年通胀预期保持在 1.8-2.4% 区间，较好地稳定在 2% 目标附近，与 1980 年代 4-6% 的通胀预期形成鲜明对比。

图表7 2022 年美国股票、地产等资产价格调整



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表8 美国十年通胀预期保持相对稳定

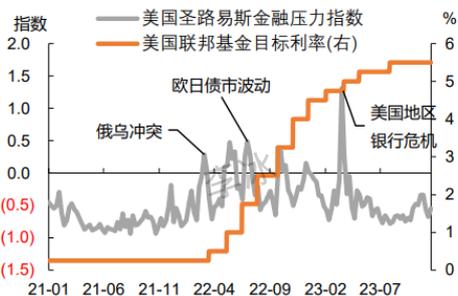


资料来源: Wind, 平安证券研究所

二、美联储将开启降息周期

2023 年，美联储的政策逻辑逐渐发生变化。年初首次议息会议以来，美联储放缓单次加息节奏至 25BP，且在 6 月、9 月和 11 月“跳过”加息。尽管美联储声称通胀仍然过高，货币政策仍然紧缩，且在必要时还可能采取进一步紧缩的行动；但同时也认为“双向风险”（紧缩过度和紧缩不足的风险）更加平衡，关注度从加息的速度逐渐转移至加息的高度、以及维持高利率的时长。美联储逐步放缓加息，出于多重考量：其一，美国通胀顺利回落，PCE 通胀率从 2023 年 1 月的 5.5% 回落至 6 月的 3.2%。其二，3-4 月，美国地区银行暴露危机，迫使美联储更加关注紧缩行动带来的金融风险。其三，9-10 月，在美国预算悬而未决、财政部融资规模超市场预期等事件下，有关美债供给过度的担忧上升，令美债遭遇抛售、金融条件收紧，美联储在 11 月会议选择再次暂停加息，以平衡美债利率过快上行的影响。

图表9 2023 年 3 月美国银行危机加大金融压力



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表10 2023 年 11 月美债利率飙升令美联储暂停加息



资料来源: Wind, 平安证券研究所

展望 2024 年，美联储与市场均预计，美国政策利率将触顶回落，但回落的幅度仍有较大分歧。美联储在 2023 年 9 月的点阵图显示，多数官员预计 2023 和 2024 年政策利率分别为 5.6% 和 5.1%，暗示 2024 年或有小幅降息的空间。截至 2023 年 11 月末，CME 利率期货市场押注美联储首次降息或在 2024 年 5 月，且全年或将累计降息 100BP



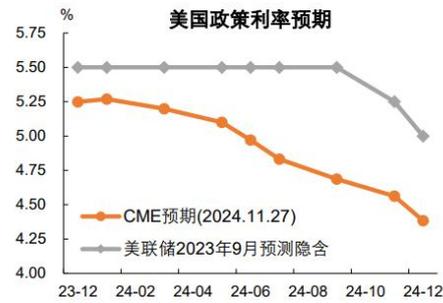
左右。

图表11 2023 年 9 月美联储经济预测

Variable	Median ¹				
	2023	2024	2025	2026	Longer run
Change in real GDP June projection	2.1	1.5	1.8	1.8	1.8
Unemployment rate June projection	3.8	4.1	4.1	4.0	4.0
PCE inflation June projection	3.3	2.5	2.2	2.0	2.0
Core PCE inflation ⁴ June projection	3.7	2.6	2.3	2.0	2.0
Memo: Projected appropriate policy path					
Federal funds rate June projection	5.6	5.1	3.9	2.9	2.5
	5.6	4.6	3.4	2.5	2.5

资料来源：美联储,平安证券研究所

图表12 市场预期 2024 年降息幅度或达 100BP 左右



资料来源：CME,美联储,平安证券研究所

回顾 1980 年代以来美联储历次降息选择,可以大致归结于两类——“纾困式降息”与“预防式降息”。当美国实体经济与金融市场遭遇重大挫折时,美联储紧急降息以促进经济复苏、维护金融稳定,即“纾困式降息”。例如,2000-2001 年美国表现不错,但互联网泡沫破裂,金融市场波动迫使美联储转向;2001 年 1 月美联储首次降息时,纳斯达克指数已经从前期高点下跌了近 50%。又如,2007 年美国次贷危机爆发,8 月法巴银行“暴雷”引发货币市场巨震,美联储于 9 月首次降息,但未能阻止这场危机的蔓延。

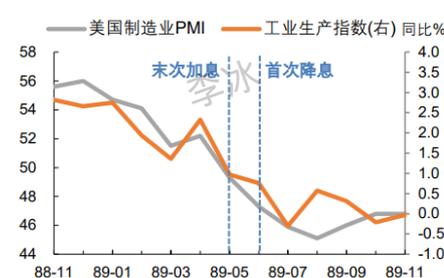
图表13 1980 年代以来美联储开启降息的背景

	利率达峰	利率下降	维持时间(日)	利率水平(%)	降息背景	降息类型
1	1984/8/9	1984/9/20	42	11.50	经济衰退	纾困式
2	1989/5/17	1989/6/6	20	9.81	经济走弱	预防式
3	1995/2/1	1995/7/6	155	6.00	经济走弱	预防式
4	1997/3/25	1998/9/29	553	5.50	亚洲金融危机	纾困式
5	2000/5/16	2001/1/3	232	6.50	互联网危机	纾困式
6	2006/6/29	2007/9/18	446	5.25	次贷危机	纾困式
7	2018/12/20	2019/8/1	224	2.50	通胀走弱	预防式

资料来源：Wind,美联储,平安证券研究所

当美国经济尚未衰退但走弱信号增多时,美联储可能选择适当降息以防经济过快降温,即“预防式降息”。1989 年、1995 年和 2019 年的首次降息大致符合此类情形,但也有各自的特点。1989 年,格林斯潘领导的美联储也在抗击通胀,美国政策利率峰值高达 9.81%,但随着新增非农、制造业 PMI、工业生产等经济数据走弱,美联储更加相信未来通胀可控,因此于 1989 年 6 月首次降息。1995 年,美联储于 7 月首次降息时,PCE 通胀率处于 2%附近,但失业率略高于 CBO 预测的“自然失业率”且出现上行迹象。2019 年,美联储于 8 月首次降息时,尽管失业率仍处于 4%以内,但 PCE 通胀低于 2%且出现走弱苗头。

图表14 1989 年美国核心 PCE 仍高、但趋势下行



资料来源：Wind,平安证券研究所

图表15 1989 年美国核心 PCE 仍高、但趋势下行



资料来源：Wind,平安证券研究所

当前,主流机构对 2024 年的美国经济仍持相对乐观的看法,美联储在 2023 年 9 月预测以及 IMF 在 10 月的预测均认为,2024 年美国实际 GDP 能够增长 1.5%。如果

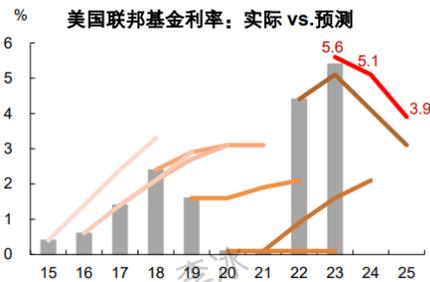
美国经济有幸避免陷入危机，保持相对平稳运行，美联储会否选择“预防式降息”？我们认为，存在这一可能。

首先，美联储的经济预测可能过于乐观。因其预测结果主要服务于“预期引导”，不排除适当高估经济前景以配合当下紧缩的政策立场。历史上，美联储在经济拐点出现前，经济预测往往不够灵活，与真实结果大相径庭。2018 年末，美联储预计 2019 年仍会加息两次，但由于美国通胀实际走势弱于预期，美联储当年反而降息三次。从这个角度看，金融市场对经济拐点的反应或更敏感，市场利率的参考价值可能更高。

其次，伴随通胀回落美国实际利率水平自然上升，美联储有空间也有必要去调降名义利率，防止实际利率过高。参考美联储预测，假设 2024 年美国 PCE 通胀率能够逐步回落至 2.5% 左右，如果美联储不降息，扣除通胀后的实际利率水平或在 2.8% 左右，高出 CBO 预测的美国潜在增长率 1 个百分点左右。

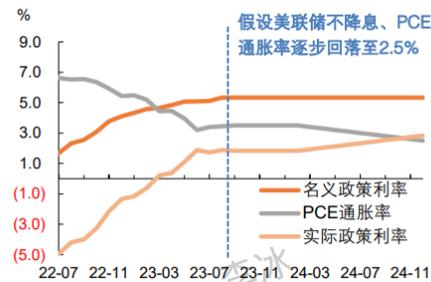
最后，美联储即便降息 1 个百分点至 4% 左右，该利率仍然高于 2.5% 的“longer run”政策利率。因此，即使美国通胀仍高于 2% 的目标，美联储亦可以声称，其并没有放弃“限制性”政策立场；而考虑到通胀回落的前景更加确定，叠加可能出现的经济和就业软化的信号，适当降息是合适的。综合考虑，我们认为 2024 年美联储可能会适当调降政策利率 0.5 至 1 个百分点。

图表16 历史上美联储利率预测未必兑现



资料来源：美联储Wind, 平安证券研究所。注：折线为美联储当年末次经济预测结果

图表17 2024 年美国实际利率有上行压力



资料来源：Wind, 平安证券研究所

三、美国中长期利率或上移

1960 年代以来，美国名义政策利率先升后降，呈现倒 V 型走势，拐点出现在 1980 年代。1980 年代以前，美国经历了战后复苏与工业化，同时也经历了高通胀扰动，美联储政策利率在波动中呈上行趋势；1980 年代以后，美国经济步入“大稳健”时期，同时也步入“去工业化”时代，潜在经济增速逐步下行，通胀及通胀预期逐步稳定，美联储政策利率在波动中呈下行走势。美联储前主席伯南克曾解释低利率的原因，认为美联储并非“有意”设置一个很低的利率水平，而是选择将利率设置在一个更低的“均衡利率”水平附近，令资本和劳动力水平充分利用、经济健康运行。

图表18 1960 年代以来美国名义政策和市场利率走势

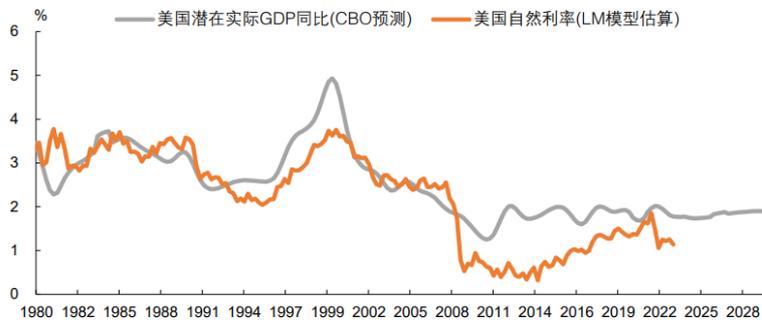


资料来源：Wind, 纽约联储, 平安证券研究所

展望中长期，美国政策利率中枢有可能明显高于新冠疫情前水平。先看“自然利率”。“自然利率”指的是在没有货币摩擦的条件下，经济实现理想资源配置时所要求

的实际利率水平。2008 年国际金融危机后，纽约联储 LM 模型估算的美国自然利率明显下降，由 1997-2007 年均值的 2.9%，下降至 2009-2019 年均值的 0.8%。经济学家通常认为，这一时期自然利率下行的原因包括劳动生产率下降、人口老龄化导致的储蓄过剩、投资长期不足以及全球增长放缓等。截至 2019 年，模型估算的自然利率为 1.5% 左右。新冠疫情以后，LM 模型估算的美国自然利率下降，截至 2023 年二季度仅为 1.14%，尚未回归 2019 年 1.5% 左右水平，具备向上修复的空间。此外，目前有些理由支持美国自然利率进一步上升：一方面，拜登政府上台后动用了大规模财政刺激，加上人工智能等科技发展，以及“再工业化”战略的推进，为美国潜在增长率回升创造了机遇。另一方面，2022 年以来，美国经济在美联储大幅加息后仍然保持韧性，一种可能的解释是，美国自然利率水平已经上移，所以“稀释”了美联储加息的限制性效果。截至 2023 年三季度，美联储经济预测认为美国中长期名义利率和通胀水平分别为 2.5% 和 2.0%，隐含的实际利率水平仅为 0.5%，而 2016-2019 年美联储经济预测隐含的中长期实际利率为 1.0% 左右。综合来看，美国自然利率或有 0.5 个百分点的上修空间。

图表19 1980 年代以来美国自然利率与潜在实际 GDP 增速走势



资料来源：Wind, 纽约联储, 平安证券研究所

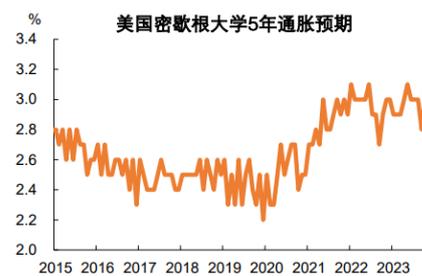
再看通胀水平。在后疫情时代，美国中长期通胀水平可能略高于 2%，突破 2015-2019 年 1.5% 的波动中枢。需求方面，本轮美国货币和财政刺激实质上践行了现代货币理论 (MMT) 的思想，通过激进的政策刺激弥补有效需求的不足，有望打破国际金融危机以来美国需求长期不足的瓶颈。供给方面，劳动力短缺、能源转型、国际供应链退化等因素，可能持续较长时间，并减弱供给端的灵活性，增大通胀波动风险。通胀预期方面，通胀的“自我实现”效应也不容忽视，2021 年以来美国通胀已经“超调”三年之久，这可能重塑居民消费、企业生产以及政府支出的习惯与逻辑。2023 年以来，美国 10 年 TIPS 国债隐含通胀预期波动中枢达到 2.4%，明显高于 2015-2019 年平均水平的 1.8%；美国密歇根大学针对居民的调查结果显示，2023 年以来居民对未来五年的通胀预期在 3% 左右，明显高于 2015-2019 年平均水平的 2.5%。当下，关于美联储是否应该适当上修 2% 通胀目标的讨论不断，美联储无疑会在这一问题上谨慎行事，在实操层面追求更灵活的物价目标，对略高于 2% 的通胀水平给与一定容忍，尽量避免紧缩过度引发不必要的经济衰退。

图表20 美国债券市场中长期通胀预期上升



资料来源：Wind, 平安证券研究所

图表21 美国居民中长期通胀预期上升



资料来源：Wind, 平安证券研究所

免责声明

《金融信息采编》是合肥兴泰金融控股集团金融研究所推出的新闻综合类型的非盈利报告。内容以全球财经信息、国内财经要闻、行业热点聚焦和地方金融动态为主，并结合对信息的简要评述，发出“兴泰控股”的见解和声音，以打造有“地方金融”的新闻刊物为主要特色，旨在服务于地方金融发展的需要，为集团公司、各子公司和相关专业人士提供参考。

《金融信息采编》基于公开渠道和专业数据库资料搜集整理而成，但金融研究所对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。金融信息采编中的内容和意见仅供参考，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。兴泰控股集团金融研究所不对使用《金融信息采编》及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

《金融信息采编》所列观点解释权归金融研究所所有。未经金融研究所事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。