

特朗普2.0时代引发
关于再通胀的担忧

伴随着美国迎来特朗普2.0时代,美国共和党完成了一宫两院的横扫,这也就意味着特朗普的政策可以获得更全面的落实效果,美国的财政政策和货币政策可能会出现新的调整。

从特朗普的竞选主张来看,他主张推动大规模的减税和基础设施投资政策,减少企业税率并加大制造业回流力度,这可能给美国国内的制造业、能源以及基础设施建设等板块带来更多的需求,从而构成利好。此外,特朗普的胜选也意味着贸易保护主义政策的回归。从历史经验来看,关税政策最容易引发贸易摩擦,进而冲击全球经济,打击全球供应链,并推升美国的通胀压力。而贸易摩擦的升级也往往伴随着通胀预期的上升,由于进口商品价格上涨,消费成本上行,特别是高度依赖中国供应链的领域,比如科技、消费品,投资者会选择避开依赖进口的行业,进而对美国国内的生产型企业以及贸易保护主义相关的本土制造业加大投资。这一类政策组合虽然在短期内可能提振经济增长,但是长期来看,通胀的压力可能进一步加剧。



图为核心通胀是量化利率指引的重要指标

同时,从特朗普的其他政策主张来看,他以鼓励传统能源开发为核心手段,可能推动美国整体CPI下降,但是剔除能源价格后的核心CPI和核心PCE可能维持高位。特朗普对外籍劳工的限制可能持续影响美国劳动力市场的供求关系,推升劳动者就业工资成本,进而推升核心通胀,引发再通胀风险,且根据特朗普1.0时期对于移民政策的态度,移民政策很有可能率先落地。所以在特朗普胜选的背景下,美联储的降息路径面临很大的不确定性。根据美联储的决策框架,核心通胀是其量化利率指引的重要指标,特朗普执政后可能引发的再通胀问题或迫使美联储在支持经济增长和控制通胀之间寻找平衡,从而导致美联储降息幅度收窄,而美联储降息周期可能提前结束。

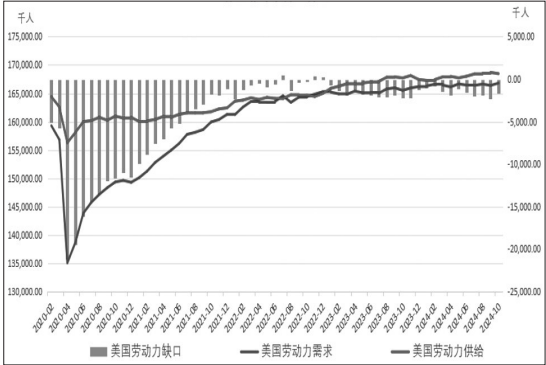


图 为外籍劳动的限制可能影响美国劳动力市场供求关系

多因素推动美联储
12月降息预期升温

目前来看,市场对美联储12月降息预期浓厚,根据CME的数据显示,市场押注美联储12月降息25个基点的概率已经升至98.4%~99%,几乎完全定价了此次降息。但对于明年的降息节奏,尤其是明年1月下旬,特朗普重返白宫一周之后,大多数人认为美联储将维持利率不变,暂停降息。

关于12月的降息预期,从特朗普方面来看,11月下旬以来美债收益率自高位回落,此前由于特朗普在美国大选中获胜带来的再通胀交易逐步退潮,金融市场正在审视特朗普在竞选中的政策落地情况。关于关税政策落实的节奏,虽然大概率是对中国及其他主要贸易顺差国逐步增加,但是预计在制造业周期恢复前很难全面落地。当前美国的经济与特朗普的上任期存在差异,制造业周期偏弱且通胀存在黏性,赤字远高于2016年,实际利率水平更高,失业率趋势也更差,关税政策的全面实施势必会给美国本土也造成一定的拖累,因此,是否会有为了应对关税政策采取减税措施也面临不确定性。



图 为11月下旬美债收益率自高位回落

根据特朗普上一任期的经验来看,美国职位空缺不仅取决于净移民人数的下降,更取决于制造业周期的变化。当前美国制造业周期偏弱,即使特朗普明年1月上任后立刻执行移民政策,短期内也并不会造成



12月美联储降息 大概率落地

明年节奏或有调整

■ 霍柔安

今年以来,由于美国各项经济数据波动、美联储官员频繁发言等原因,导致市场对美联储未来降息预期产生了频繁调整。在美联储9月意外大幅降息50个基点之后,非同寻常的起始幅度使得市场开始重新评估美联储的政策动机,市场一度预期美联储还会有进一步的降息动作,但是后续伴随着美国大选结果落地、美联储官员发言纠偏预期、非农等经济数据超出预期等事件发生,市场对激进降息的预期显著降温,取而代之的是对再通胀的担忧。

税务	通过刺激内需来推动经济增长,财政端主张对内减税,货币端倾向于维持低利率
能源	重视传统化石能源的发展,计划大幅提高石油产量,以此削减能源成本并降低通胀
移民	承诺实施“美国历史上最大规模的驱逐计划”,减少非法移民数量并缓解劳动力市场压力
外贸	扩大全面保护主义规模,对所有中国进口货品全面征收60%的关税,并对所有其他国家进口货品征收10%~20%的关税,但实际政策仍然待定
外交	主张避免军事干预,试图针对俄乌进行停火谈判,试图与伊朗谈判达成新协议

表为特朗普主要政策主张

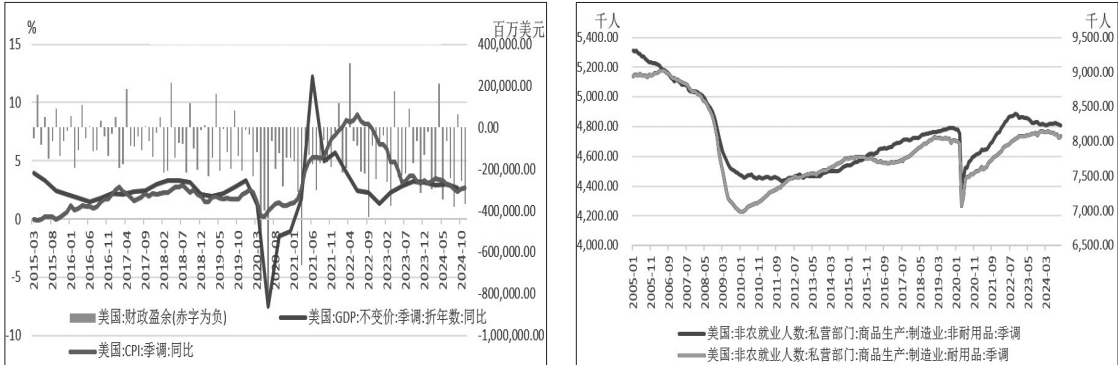


图 为当前美国赤字远高于2016年

图 为制造业就业双双下滑

较大幅度的职位空缺。所以,特朗普所提出的一些政策存在自相矛盾的问题,尤其是在高利率和高债务的背景下,要同时实现通胀走弱、利率下行和减税等目标十分困难,这表明各项政策的执行力度和推进顺序可能存在变数,部分政策会进行微调。

根据近期公布的一系列美国经济数据推断,12月降息可谓板上钉钉。劳动力数据在经济周期中具有滞后性,当各行业陆续恢复疫情前的节奏后,非农数据对经济周期的预示作用下降,主导降息的两大因素——通胀和就业的权重进一步均衡,就业权重有所上升。11月,美国新增非农就业数据回升至22.7万人,高于预期。虽然制造业非农新增2.2万人,但是主要来源于波音罢工的结束,若扣除运输设备制造3.2万人,11月实际制造业就业继续出现耐用品和非耐用品双双下滑的格局,与制造业PMI的持续萎缩相吻合。且周期性行业没有本质变化,今年以来非农就业主力集中在医疗和政府,占比约25%,扣除这两个行业,非农新增仍然处于历次经济周期较低的水平,失业率11月小幅抬升0.1个百分点至4.2%。所以整体来看美国就业市场继续降温,但仍然保持相对韧性,巩固了美联储在明年年初评估政策之前再次降息的预期。

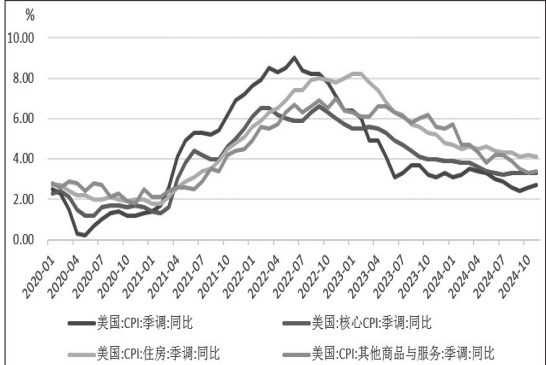


图 为美国黏性通胀表现平稳

而通胀数据方面,11月美国CPI数据是美联储12月议息会议最后一份重要参考数据,尽管名义CPI由10月的2.6%回升至2.7%,但是符合市场预期没有出现意外的上行。通胀分项之中美联储最关注的黏性通胀部分,包括住房通胀和超级核心通胀,均较为平稳,出现反弹的分项主要为商品通胀,比如新车和二手车,可能与之前的港口罢工和气候灾害有关,且持续性有限,所以整体来看市场对这份数据保持着较为乐观的态度。

从官员的表态来看,目前多位美联储官员支持12月降息。美联储理事沃勒认为,在数据不出意外的情况下,倾向于支持美联储在12月降息,政策利率与中性水平仍然存在一段距离。旧金山联储主席戴利表示,美国经济形势良好,美联储仍然拥有12月降息这个选项。芝加哥联储主席古尔斯基表示,通胀或劳动力都没有达到“要求美联储暂停降息”的条件,利率还应大幅下降,降息速度可能会在2025年放缓。但与此同时,也有部分官员表示降息节奏应该有所放缓,可能会早于12月暂停降息。美联储主席鲍威尔表示,美国经济比9月预期得还要强劲,美联储在降息时可以更加谨慎。圣路易联储主席穆萨莱姆表示,在通胀高于预期、劳动力市场担忧减弱的背景下,可能在12月的会议或更晚的会议上暂停降息。克利夫兰联储主席哈马克表示,预计美联储到2025年1月未将降息一次,当前处于或接近应当放慢降息步伐的节点。

根据外媒对经济学家的调查,90%的受访者认为美联储将于12月18日降息25个基点,但对明年的降息节奏仍有争议。绝大多数经济学家认为美联储将在明年1月的会议上维持利率不变,但对美联储接下来的行动,经济学家并没有明确共识。

市场对美联储明年的
降息节奏存分歧

综合来看,美联储12月大概率继续降息。当前美国通胀仍然远低于一般经济周期的高通胀水平,本次的劳工数据中失业率的持续韧性也在短期支撑12月的进一步降息。而对于明年的降息节奏,目前市场仍然存在分歧,如果通胀能稳定在2.5%~3%附近,政策利率最终仍有可能降至4%及以下,但不排除节奏上有所调整,即中间可能会出现1~2次会议不降息的可能。

根据前面提到的经济学家调查,近60%的经济学家预测到明年年底美联储至少还会再降息3次,每次25个基点,将联邦基金利率降至3.5%~3.75%或者更低。通常随着降息的推进,政策利率距离其中性水平越来越近,通常会变得更加谨慎,结合通胀数据的季节性特征,可能出现明年一季度降息概率下降,二、三季度继续降息的节奏。

	CME FEDWATCH TOOL - AGGREGATED MEETING PROBABILITIES			
MEETING DATE	375-400	400-425	425-450	450-475
2024/12/18	0.00%	0.00%	97.13%	2.87%
2025/1/29	0.00%	14.23%	85.77%	0.00%
2025/3/19	0.00%	72.23%	27.77%	0.00%
2025/5/7	0.00%	94.63%	5.37%	0.00%
2025/6/18	33.63%	66.37%	0.00%	0.00%
2025/7/30	52.23%	47.77%	0.00%	0.00%
2025/9/17	75.40%	24.60%	0.00%	0.00%
2025/10/29	88.23%	11.77%	0.00%	0.00%
2025/12/10	98.56%	1.44%	0.00%	0.00%

图 为美联储未来几次会议降息概率

除此之外,也需要关注明年全球地缘政治局势。一方面,中东战争以及俄乌冲突很可能会对能源价格造成影响,若油价上涨推高全球能源成本,则会使得美联储在明年制定政策时不得不更加谨慎,避免过度降息引发通胀回升。另一方面,若地缘政治局势发生变动引起全球避险情绪升温,美元作为避险资产可能会由于资金的流入走强,进而削弱货币宽松政策的落地效果。

(作者单位:国元期货)