

# 多重因素影响 美联储降息预期生变



当前,美联储6月降息预期大概率“破灭”的话题备受关注。

分析人士称,美国就业市场表现强劲、去通胀之路波折、美国金融市场波动风险可控等多因素叠加,使得美联储降息的必要性降低。展望美联储货币政策走向,分析人士预计,美联储降息时点有可能推迟至2024年四季度,也存在今年年内不降息的可能。

● 本报记者 周璐璐

## 美联储降息必要性降低

“市场之前普遍预计美联储将在6月开启降息周期,现在看,预期要‘破灭’了。”随着美国3月CPI数据出炉,有业内人士向中国证券报记者如是表示。

据美国劳工部当地时间4月10日发布数据,今年3月美国消费者价格指数(CPI)同比上涨3.5%,涨幅较2月扩大了0.3个百分点,超过市场普遍预期的上涨3.4%。

数据发布后,美国国债收益率攀升,美国股市大幅下跌。分析人士称,这反映出投资者押注该数据可能迫使美联储推迟降息时间并减少降息幅度。此外,当天,10年期美国国债收益率触及4.5%的高位,是2023年11月以来首次升至该水平。

美联储当地时间4月10日公布的3月货币政策会议纪要显示,美联储官员就通胀问题进行了长时间的讨论,他们普遍不

确定高通胀是否会持续存在,近期公布的通胀数据也“并未增强他们对通胀持续降至2%的信心”。部分与会官员认为,今年初以来通胀反弹的基础相对广泛,不应“仅仅被视为统计偏差”。

值得注意的是,美联储官员近期表态已呈现出浓厚的观望情绪。

美联储主席鲍威尔近日在斯坦福大学发表讲话时表示,对待降息应采取谨慎态度,在今年开始降息“可能是合适的”。鲍威尔也重申,具体降息时点取决于通胀、就业等数据表现。

美联储理事沃勒近日在纽约经济俱乐部发表题为《仍不着急》的演讲,他表示:“最新的经济数据告诉我,要审慎地将利率维持在当前的限制性水平上,维持不变的时间或许比之前认为的时间更长,以帮助通胀可持续地朝着2%的目标前进”。

## 三大因素叠加所致

美联储降息预期缘何生变?

首先,美国经济“软着陆”概率升高,就业市场表现强劲。美国3月非农就业人数增加30.3万人,远高于市场预期的21.4万人;3月美国ISM制造业PMI超预期反弹,在16个月首次回升到荣枯线以上。华创证券研究所副所长、首席宏观分析师张瑜判断,今年美国经济增长和就业市场或仍然持续偏强。“此前市场对降息的预期很多是建立在预防式降息的基础上,但目前来看美国经济并不需要预防式降息。”中金公司研究部首席宏观分析师张文科说。

其次,美国去通胀之路波折,美联储距离其所设定的2%通胀目标仍有距离。张瑜表示,通胀是美联储选择降息时点的重要依据,但目前来看,在美国经济良性循环推动下,服务业通胀回落慢于市场预期,导致整体去通胀进程受阻。“美国通胀还没有达到‘实质性’改变的地步。自通胀两次超预期以来,鲍威尔就多次明确数据尚未达到‘真正改变整体情况’的标准。”东吴证券首席宏观分析师陶川表示。对于美国通胀后续走势,开源证券宏观首席分析师何宁判断,总的来看,3月数据显示美国去通胀进程遭遇较大“逆风”,持续下行趋势暂告段落;往后看,若二季度能源价格保持高位,将会对美国民众的通胀预期起到一定催化作用,且会逐渐向核心通胀传导。从Zillow房

租指数来看,三季度后房租通胀或将转正,从而带动核心通胀回落更加缓慢,届时美国或将面临更大的通胀压力。

最后,美国金融市场潜在风险波动可控。“美股不大跌,美联储难以大幅降息。”张瑜坦言,据历史经验,美股大跌是美联储货币政策快速转向宽松的重要推动因素,比如1998年、2001年、2007年和2019年。当下从宏观盈利和微观市场结构来看,美股下行风险有限,潜在的风险点可能是美国科技企业业绩不及预期引发的科技股大幅回调。张文朗称,此前市场曾担忧2024年到期的企业债券会面临较大的再融资压力,但事实上今年美国企业债收益率已较去年明显下降。另外,根据FDIC数据,美国银行的逾期贷款比例和冲销率仍处于历史较低水平,这表明发生金融系统性风险的可能性下降。

此外,美国大选是否会影响美联储决策也成为机构热议的话题。中信证券首席经济学家明明认为,在美国总统选举年中,美联储倾向于维持其原有的货币政策方向,但货币政策实施的节奏或会在临近选举日时暂停。明明举例称,剔除陷入衰退的年份后,除1984年的选举年外,美联储均在距美国总统选举日1-2个月前暂停了加息或降息的操作。张瑜表示,从历史经验和海外研究来看,并无有力证据表明总统大选会干扰美联储的政策取向,在总统大选年,美联储依然保有独立性。

## 年内存不降息可能

息次数的预测。富国银行预计美联储将在9月开始降息,而之前的预测是在6月。高盛预计美联储将在7月和11月共降息两次,此前预计6月、9月和12月共降息三次。巴克莱银行预计美联储可能在9月或12月降息一次,此前预计6月、9月和12月共降息三次。道明证券预计美联储将在9月和12月共降息两次,此前预计首次降息在6月,年内共降息4次。

值得一提的是,美联储青睐的另一通胀指标,即个人消费支出(PCE)价格指数尚未公布。陶川认为,往后看,美国PCE环比增幅显得尤为重要。“基于基数效应,我们认为未来3个月的PCE将比CPI更加受关注,但是随着基数效应的退散,美联储可能需要更长时间来确认通胀是否发生实质性的变化。”

## 2023年9月暂停加息以来美国通胀、就业数据表现及美联储表态一览

时间	美国CPI同比涨幅(%)	美国非农就业新增人数(万人)	美联储表态
2023年9月	3.7	33.6	准备在适当的情况下进一步提高利率
2023年10月	3.2	15.0	通胀水平能否朝着目标持续下降还有待观察
2023年11月	3.1	19.9	如需要,美联储将进一步加息,以实现2%的通胀目标
2023年12月	3.4	21.6	美联储将继续监测即将发布的信息对经济前景的影响
2024年1月	3.1	35.3	今年降息是合适的,但3月不太可能降息
2024年2月	3.2	27.5	在对通胀持续向2%迈进更有信心之前,降低利率并不合适
2024年3月	3.5	30.3	尚未在出炉的各项数据中获得可以开始降息的信心

资料来源/美联储、美国劳工部官网,券商研报 制表/周璐璐

# 美元走高黄金回调 大类资产配置如何演绎

● 本报记者 吴玉华

美国通胀超预期,美联储降息预期降温。受此影响,美元指数4月10日上涨1.04%,报105.1975,美元兑一篮子货币全面上涨,而近期价格持续创新高的现货黄金下跌0.80%。4月11日,截至中国证券报记者发稿时,美元指数小幅上涨,美元兑一篮子货币多数上涨。分析人士表示,美国经济和就业强劲,美联储降息不及预期,短期内美元指数和美债收益率将保持高位,全球股市、黄金等可能面临压力。

## 美元指数大幅走高

4月10日,美国劳工统计局公布的数据显示,3月CPI同比增长3.5%,创下2023年9月以来最高水平,超市场预期。

受此影响,美元指数大幅走高,4月10日上涨1.04%,报105.1975。美元兑一篮子货币普遍上涨,美元兑日元汇率站上153,创下自1990年以来的新高;美元兑欧元、美元兑英镑等也均涨逾1%。4月11日,截至记者发稿时,美元指数小幅上涨,美元兑一篮子货币多数上涨。

今年以来美元指数累计上涨超3%,美元兑一篮子货币全面上涨,美元兑日元涨超8%。3月以来,现货黄金价格大幅上涨,截至记者发稿时,累计涨幅超过14%。4月10日,近期价格持续创历史新高现货黄金出现近一个月单日最大回调,下跌0.80%。4月11日,现货黄金价格维持震荡走势。

长江证券宏观首席分析师于博认为,应重点关注6月议息会议上修年内降息次数的可能。若降息延后意味着美元或继续保持强势,美债利率有上行风险。

“美元指数走强或贯穿全年。”华创证券研究所副所长、宏观首席分析师张瑜表示,从内部因素来看,美国经济和就业强劲,美联储降息不及预期。从外部因素来看,欧元区经济或超预期低迷;高利率导致私人部门付息压力大;劳动生产率增长乏力,工资黏性侵蚀企业盈利;家庭部门的财务预期和

信贷可获得性较差,欧元区的经济循环存在堵点。因此,欧央行降息时点可能早于美联储,降息幅度大于美联储,将对美元指数构成支撑。

## 大类资产如何表现

在今年美联储降息幅度可能进一步削减的情况下,资产如何表现?

国盛证券首席经济学家熊园预计,短期美元指数和美债收益率将保持高位,全球股市、黄金可能面临压力。

张瑜表示,降息预期继续修正,叠加美联储量化紧缩(QT)政策带来流动性实际紧缩的潜在冲击,后期美债利率反弹风险较大,可能再度提升,短期内有可能会进一步上升。而美股估值端压力或将增大,短期面临一定的调整压力,不过考虑到美国经济基本面较强,调整幅度或有限。同时,考虑到欧洲央行可能于6月降息,美元指数或将上行。对于近期价格涨幅较大的黄金,虽然降息预期延后对其有一定的负面影响,但考虑到后续通胀及经济、美国政治前景的不确定,中期看其价格或仍有一定的支撑。

“预计美元和美债利率仍有上行空间,商品方面再通胀交易仍将持续。”浙商证券首席经济学家李超表示,美债方面,本次10年期美债利率触及4.5%后,考虑到短期美联储宽松预期仍有回撤空间,10年期美债利率仍具备上行动能。美元方面,短期之内可能继续上行,除美联储自身宽松预期回撤外,欧洲经济增长压力加大、欧央行降息预期不断前移可能驱动美元向上。商品方面,再通胀交易预计仍将持续,以铜为代表的工业金属仍有进一步上行空间;黄金价格虽然也将受益于再通胀交易,但避险情绪是金价当前更为重要的影响因素,未来需重点关注地缘风险的演变情况,如果风险进一步升级则金价可能仍有上行空间。

## 基本面改善 黑色系期货深跌后迎反弹

● 本报记者 马爽

步入4月之后,国内黑色系期货一改此前颓势,迎来震荡反弹行情,黑色系产业链指数累计最大涨幅超7%。业内人士表示,经过前期大幅下跌后,钢价等具有超跌反弹修复需求。此外,近期钢材终端需求出现改善,去库速度加快,也对黑色系期货反弹提供动力。不过,考虑到房地产市场以及地方政府化债压力等因素对钢材市场需求的影响,预计后市黑色系期货价格反弹空间有限。

## 钢材终端需求出现改善

在连续多日下跌并触及阶段新低点后,黑色系期货近期迎来了反弹。文华财经数据显示,截至4月11日收盘,黑色系产业链指数报134.07点,创下3月26日以来新高,若以4月1日盘中低点124.56点计算,至今区间累计涨幅达7.63%。

对于近期黑色系期货反弹的原因,中钢网资讯研究院首席分析师李广波对中国证券报记者表示,背后的逻辑主要有两方面。“一方面,估值价格偏低。经过前期大幅下跌后,钢价具有超跌反弹修复需求;另一方面,钢材需求环比改善,近两周五大材库存周度降幅均在100万吨以上,表明市场悲观情绪得到一定程度上的释放。”

方正中期期货钢材研究员汤冰华对记者表示:“近期黑色系商品的基本面出现了一定的改善,其中螺纹钢的季节性需求回升,去库速度加快,总库存同比增幅收窄,钢厂在利润持续好转后,高炉复产意愿上升,铁水产量回升,原料需求好转。”

从历史情况来看,春节过后,随着下游建筑工地复工,建材需求逐步回暖,并在“金三银四”传统旺季达到峰值,建材类钢厂同步复产推动铁水产量回升,上游原料供需也将明显好转。不过,今年“金三”旺季阶段,黑色系期货集体下跌,文华财经黑色系产业链指数当月累计下跌10.68%。

对于此前黑色系期货下跌行情,国投安信期货研究院高级分析师何建辉表示,主要是由于今年房地产市场下行压力较大,而基建、出口等支撑力度减弱,需求复苏明显不及预期。“这造成钢厂复产信心不足,铁水产量此前更是出现连续下滑。此外,由于今年整体库存水平较高,旺季去库面临较大考验,复产和去库难以兼得。”

近期的反弹是否会上演“银四”行情?对此,李广波表示,目前来看,4月已经过去三分之一时间,钢价底部区域基本确定,4月中下旬有望延续反弹走势。

从下游需求来看,汤冰华表示,4月建材需求有所好转,二季度债券发行量有望上升,利好下游项目施工,但房地产较难快速好转,可能会对需求回升幅度形成制约。因此,4月市场更多是供需同步回升状态。

## 业内对后市仍持谨慎态度

尽管近期黑色系市场出现一定改善,但在采访中记者了解到,不少业内人士对后市仍持谨慎态度。

就二季度来看,东证衍生品研究院黑色首席分析师顾萌认为:“一季度财政政策发力以及基建需求明显不及预期,导致黑色系市场出现负反馈。从二季度需求分项看,建材需求核心关注点在于基建相关资金的到位节奏。由于一季度地方政府新增专项债发行速度明显慢于过去两年同期,加上终端春节前后资金压力较大,二季度存在回补空间。但考虑到地方政府化债压力,以及3月专项债发行量依然偏低,对二季度上半段需求提振有限。”

放长时间来看,汤冰华表示,对年内黑色系期货均价持有略有下跌的看法。“今年以来,原料供应开始增加,同时国内房地产对需求的拖累程度并未减轻,基建受地方控制债务总量影响,也面临高位回落,需求端并不十分乐观。不过,制造业和出口需求有望持稳,使钢材需求回落幅度相对有限。”

对于钢铁产业链企业,汤冰华建议,在对市场维持谨慎看法的同时也不要过分悲观,市场重现2014-2015年连续单边大跌行情的可能性较低。“钢铁企业可以在原料价格跌至关键成本位后,可适当增加原料库存或通过买入套期保值;钢材下游企业则可结合原料成本来确定钢材拿货及买入套期保值的时点,而在价格上涨后,贸易企业需结合自身库存进行卖出套期保值。”



视觉中国图片