

美联储降息之路或“走走停停” 资产配置挖掘结构性机会



视觉中国图片

美联储9月货币政策会议将于下周开启。而本周起，美联储已进入常规“静默期”。相关人士认为，美联储9月降息几乎是板上钉钉，市场分歧仅局限于降息幅度——即一次性降息50个基点还是25个基点。

在美联储重磅会议召开前，于本周陆续出炉的美国通胀和就业数据或透露降息路径。美国8月CPI和PPI同比涨幅双双低于市场预期，显示美国通胀压力进一步缓解，9月降息预期得以巩固。不过，美国8月核心CPI环比涨幅高于市场预期，表明美国通胀黏性仍存，这也使得市场对美联储本月一次性降息50个基点的预期大幅降温。

机构人士认为，美联储已具备降息条件，但不急于快速降息，降息之路或“走走停停”。从配置角度出发，机构人士提醒，目前市场对于美联储降息预期的交易已经非常充分，甚至存在过度计价，近期可关注资产配置中的结构性机会。

● 本报记者 周璐璐

核心通胀超预期上涨

本周起，美联储进入9月议息会议前的“静默期”。本周陆续出炉的美国8月通胀数据、就业数据成为市场判断美联储货币政策路径的重要参考。

美国东部时间9月11日，美国劳工部公布的数据显示，美国8月CPI同比上涨2.5%，涨幅较7月收窄0.4个百分点。这是2021年2月以来最小涨幅，且低于市场预期，显示出美国通胀继续放缓的迹象。这一最新数据虽较2022年6月9.1%的高点显著下降，但仍高于美联储设定的2%的长期通胀目标。值得注意的是，剔除波动较大的食品和能源价格后，美国8月核心CPI环比上涨0.3%，较7月环比涨幅扩大0.1个百分点；核心CPI同比上涨3.2%，涨幅高于市场预期。

美国劳工部于美国东部时间9月12日发布的报告显示，美国8月PPI与去年同期相比上涨1.7%，为2024年初以来的最低水平，且低于市场预期。美国8月PPI环比增长0.2%，而7月则持平，预期为增长0.1%。

美国通胀黏性从何而来？中国银河证券首席经济学家兼研究

院院长章俊表示，美国劳工部数据显示，8月，食品价格延续稳定，能源价格阶段性下行，核心商品依然维持通缩，导致核心CPI环比涨幅超预期的主要原因是居住成本中业主等价租金环比上升。

对于美国通胀后续演绎路径，多位机构人士均预计其将继续向2%的目标靠拢。

广发证券资深宏观分析师陈嘉荔表示，今年以来，尽管有曲折，但美国通胀总体下行趋势不变。三大因素对通胀中枢形成下拉：一是收入增速放缓带来总需求下降，引导就业市场降温、薪资增速放缓；二是租金价格仍在降温 and 回落趋势中，虽然中间会有反复；三是供应、库存中枢上行，核心商品价格同比延续下行趋势。“上述三大因素会继续作用于美国核心通胀，预计年内美国核心通胀环比涨幅维持在0.2%-0.3%水平。考虑到美国经济增长平稳放缓仍是大概率事件，以及通胀基数走低，预计年末美国核心CPI将小幅回落至3.1%附近。”陈嘉荔判断。

“美国总体通胀水平或能继续下降，但需要关注核心通胀的潜在反弹风险。”开源证券宏观首席分析师何宁表示，若美国通胀数据出现连续反弹，则美联储决策压力将明显增加，因此其后续关注重点也将放到核心通胀上。

美国劳工部最新数据显示，在截至9月7日的一周内，美国初请失业金人数小幅上升至23万人，环比增加了0.2万人。这是三周以来的首次回升，反映了美国劳动力市场在轻微放缓。分析人士称，当前，由于利率上升抑制了经济需求，许多企业减少了招聘活动，导致劳动力市场整体出现放缓迹象。

大幅降息预期或落空

美联储主席鲍威尔8月下旬曾表示，降息时机已到。这意味着，美联储几乎明确示意，其将在9月17日至18日举行的货币政策会议上宣布降息。

彼时，市场判断美联储9月降息几无悬念，分歧在于降息幅度。而现在，机构人士普遍认为，美国通胀数据显示出的通胀黏性或使市场对美联储9月一次性降息50个基点的预期落空。

中信证券海外研究首席分析师崔嵘表示，在美国通胀趋缓但有瑕疵、就业降温但有韧性的背景下，美联储依然处于“风险管理式”而非“危机应对式”的决策框架之中，在呵护劳动力市场状况的同时也需要兼顾尚存黏性的物价环境，尽量减小通胀卷土重来的风险。她判断，综合而言，美联储已具备降息条件，但不必快速降息，预计年内降息三次，每次降息25个基点。

“对于美联储而言，9月降息25个基点、全年降息50个-75个基点是偏中性判断。”华福证券首席经济学家燕翔表示，美国经济下行风险仍相对可控，若过度降息，容易引发二次通胀风险。

陈嘉荔认为，中性假设下，美联储9月正常启动预防式降息，但不会有大幅降息。其判断美联储将于9月降息25个基点，全年降息50个基点。

降息交易或过度计价

市场对于美联储降息的预期已持续

较长时间。从投资角度看，降息交易逻辑是否还具有投资参考价值？

“目前市场对降息的交易已非常充分，甚至存在过度计价。”国盛证券首席经济学家熊园坦言，若后续降息预期继续下调，美元指数和美债收益率有望止跌企稳并小幅反弹，黄金则面临回调压力；降息预期下调虽然对美股偏利空，但这一过程也伴随着衰退预期降温，综合来看对美股影响偏中性，不过9-10月需要警惕季节性效应和美国大选不确定性引发的美股调整风险。

中金公司研究部宏观分析师肖捷文表示，美国通胀黏性可能导致美联储降息之路“走走停停”。市场对美联储今年年底前降息幅度定价约100个基点，现在看来该定价可能有些过度激进，未来存在调整风险。

对于大类资产配置，燕翔表示，在已计入较充分降息预期的背景下，美债利率短期或偏震荡，美股短期处于消化偏高估值阶段，中长期降息仍利好美股；美元或受益于美国经济的韧性，下行空间有限。

崔嵘建议，近期可关注资产配置中的结构性机会。就美债而言，美国通胀压力缓和巩固降息预期，经济增长动能虽有放缓迹象但仍具韧性，故短债收益率下行潜力可能大于长债。就美股而言，市场对美国经济增长动能的担忧短期似乎较难逆转，可考虑防御性板块的配置机会。同时降息周期开启通常意味着企业融资负担逐步降低，这对于兼具资本密集属性、防御特性和充裕自由现金流的医疗保健行业或较有利。

12月欧洲央行或再次降息

对于欧洲央行后续降息路径，目前市场不少机构倾向于其将在12月降息，即在10月继续按兵不动，全年降息3次。

崔嵘认为，欧洲央行目前的政策利率有限制性，PCCI等指标反映欧元区通胀动能减弱的程度已较充分，因此欧洲央行年内有进一步减少货币政策的限制性的空间。此外，目前欧元区服务业通胀仍然偏高，以物价稳定为首要目标的欧洲央行可能依旧有必要保留利率的限制性，从而抑制服务业通胀动能。“总体上，我们维持欧洲央行全年共降息3次的预测。”

考虑到当前市场对美联储年内降息预期的定价已较充分，崔嵘判断，美元指数近期或保持震荡，进一步下行的空间可能需要新数据催化才能充分打开。

从市场表现看，在欧洲央行宣布降息后，欧洲股市主要股指迎来上涨但涨幅并不突出，相比之下金价表现更为活跃。Wind数据显示，9月12日，COMEX黄金期价、伦敦金现货价格均涨近2%，盘中再创历史新高。对此，东海期货研究所认为，欧洲央行降息降低了持有黄金的机会成本，受美联储降息预期增强以及全球经济面临的不确定性影响，黄金价格仍有望在未来几个月保持强势。

欧洲央行再降息“靴子”落地

通胀韧性扰动后市预期

● 本报记者 胡雨

在7月按兵不动后，欧洲央行日前终于开启年内第二次降息——下调三大主要利率25个基点至60个基点不等。不过，从欧洲央行议息会议后发布的货币政策声明以及欧洲央行行长拉加德的表态看，其释放的“鹰派”信号非常明显：既强调下半年通胀存在反弹可能，也未预先确定后续降息的时间和幅度。

综合欧洲央行表态以及市场对即将到来的美联储议息决议的预期，业内人士分析，欧洲央行有望在12月再次降息，即将2024年降息频次定格在三次；对市场而言，美元指数近期或保持震荡，黄金价格仍有望在未来几个月延续强势。

非对称降息符合预期

北京时间9月12日晚间，欧洲央行公布最新利率决议，将其三大利率中的存款机制利率下调25个基点，主要再融资利率和边际借贷利率均下调60个基点，降息后三大利率分别降至3.50%、3.65%、3.90%。欧洲央行年内第二次降息“靴子”落地。

对于此次降息，市场之前已形成较为一致的预期。对欧洲央行而言，降息既有来自通胀率整体持续下行的支持，也有面临欧元区二季度经济增速放缓、“火车

头”德国经济浮现衰退信号的因素。

数据显示，2024年8月，欧元区CPI同比增幅进一步回落至2.2%，低于前值2.6%，创出2021年7月以来最低水平，离欧洲央行2%的目标通胀率只有一步之遥。与此同时，2024年第二季度，欧元区GDP终值环比增长0.2%，低于初值和预期的0.3%；德国2024年第二季度GDP环比下降0.1%，制造业疲软拖累整体经济表现。在与议息决议一同发布的欧元区宏观经济前景预测报告，欧洲央行还进一步下调了欧元区经济增速，预计2024年GDP增速为0.8%，2025年、2026年分别为1.3%和1.5%。

考虑到此前欧洲央行已经宣布把主要再融资利率与存款机制利率的利差收窄至15个基点，同时维持边际借贷利率与主要再融资利率之间25个基点的利差不变，因此欧洲央行本次非对称降息的举措也并未出乎市场预期。欧洲央行管理委员会同时表示，随时准备在其职权范围内动用所有工具，确保通胀率在中期时间尺度内恢复到2%的目标。

“缩窄利率走廊的决策仅属于技术性调整，不会传递增量宽松政策信号，理论上近期不会向货币市场额外注入流动性，也不会明显扰动市场利率水平。”中信证券海外研究首席分析师崔嵘表示。

未预先确定降息路线图

欧洲最新通胀率距离欧洲央行2%

的目标通胀率似乎只有一步之遥，但无论是欧洲央行货币政策声明的表述，还是会后拉加德的表态，均对欧元区通胀前景持谨慎态度，降息背后“鹰”味浓浓。

欧洲央行表示，尽管最近的通胀数据大致符合预期，但继续高速增长的工资使得欧元区通胀仍处高位。考虑到能源价格大幅下跌将不再纳入年率计算范围等因素，欧洲央行判断，下半年欧元区通胀预计将再次上升，预计2024年总体通胀率将达到2.5%，但应该在2025年下半年下降到欧洲央行目标水平。

由于本次降息几乎是板上钉钉，因此市场各方对于欧洲央行可能透露的后续降息路径更为关注。但从拉加德的表态看，后续降息时间和幅度均未预先确定。同时鉴于未来的不确定性，拉加德再次重申将继续遵循依赖于数据和逐次会议的方法，来确定适当的限制水平和持续时间。

实际上不仅仅是欧洲央行，从包括英国在内的全球多个主要经济体央行举动看，“鹰派降息”成为今年降息的一大鲜明特色，即在谨慎降息的同时传递出对通胀韧性的关切，避免通过连续降息使通胀反弹，即使是被普遍认为将在下周降息的美联储，也因美国8月核心CPI环比增速意外回升等因素，使得市场对于9月大幅降息的预期有所降温。