美联储降息大幕开启

美国经济“硬着陆”风险扰动资产交易逻辑

北京时间9月19日凌晨，美国联邦储备委员会宣布，将联邦基金利率目标区间下调50个基点，降至4.75%至5.00%之间的水平。这是美联储自2020年3月以来的首次降息，也标志着其货币政策由紧缩周期转向宽松周期。

机构人士表示，此次美联储降息被视为“非常规”开局，历史上降息50个基点起步的情况只有在美国经济或市场紧急时刻才会出现。这引发了市场对美国经济“硬着陆”的担忧。不过，美联储主席鲍威尔的表态也反映出美联储呵护就业市场的较强决心，不愿以经济衰退为代价换取通胀目标的达成。

对于美联储货币政策后续如何演绎，机构人士判断，年内仍将有两次降息，整体降息周期可能持续一年以上。对于大类资产的交易逻辑，鉴于美国经济衰退预期的证伪需要时间，并且四季度将迎来美国大选，短期内大类资产价格可能波动较大，后续或需观察美国经济、通胀、就业等各项数据的实际表现。

● 本报记者 周璐璐

视觉中国图片

就业为主要决定因子

美联储在9月利率决议声明中表示，对通胀率可持续地朝着2%目标前进有了更大信心，并认为实现充分就业和物价稳定两大目标的风险大致处于平衡状态。

从声明发布后的全球资产表现看，市场仍在担忧美国经济衰退的风险。“降息50个基点更容易让市场对美国经济有更大衰退的担忧，因此鲍威尔强调并没有看到有任何迹象表明衰退的可能性正在上升，试图用这种方式来对冲市场的担心。”中金公司海外策略首席分析师刘刚认为，从市场的反应来看，强调“不着急做更多”的确起到了效果，解释了避险资产的下跌，但美国经济衰退压力缓解还未能完全让市场信服，解释了风险资产同样的回调。

机构人士普遍认为，就业成为美联储决策的决定因子。

广发证券资深宏观分析师陈嘉荔认为，与7月相比，美联储在此次声明中强化了风险管理的态度，并且突出其支持充分就业的意愿。这或许意味着，在美联储决议框架中，就业为主要决定因子。

“美联储呵护就业市场的决心较强，不愿以经济衰退为代价换取通胀目标的达成。”浙商证券首席经济学家李超表示。

在中信证券海外研究首席分析师崔嵘看来，本次50个基点的降息与以往应对风险和冲击的被迫大幅降息不同，整体看仍是一次预防式降息，旨在维持当前经济增长和就业市场的状态。尽管美联储发表声明表示当前两端的风险是大致平衡的，但本次会议声明突出了美联储对就业市场的支撑意愿。从鲍威尔的发言来看，引导经济增速和就业市场维持在当前水平、实现美国经济“软着陆”是美联储当前的首要目标。

中泰证券固定收益首席分析师肖雨判断，“充分就业”替代“去通胀”已成美联储的首要目标。他表示，这一变化背后反映在美国通胀持续降温之下，美联储更为关注美国经济衰退风险。

年内或再降息两次

美联储年内降息路径如何演绎？

“9月点阵图对未来降息指引偏鹰，显示美联储预计2024年仍有两次降息。”陈嘉荔表示。

从降息节奏角度看，李超预计，大踏步降息后，美国经济和通胀的韧性都将进一步提升，这也会在一定程度上约束后续的降息空间。在此背景下，预计美联储在11月、12月分别降息25个基点，符合当前点阵图的指引；但2025年降息空间未必能如当前点阵图显示的达到100个基点。

拉长时间周期看，崔嵘表示，本次点阵图再次上调了长期利率水平，从2.8%上调至2.9%（6月从2.6%上调至2.8%），或显示美联储再次提升对于中性利率水平的评估。“从历史来看，宽松周期不会短期结束。”肖雨表示，根据美联储对于2%通胀目标的实现预期，降息周期可能持续一年以上。

平安证券首席经济学家钟正生表示，如果仅基于当前美国经济增长、就业和通胀水平，美联储短期应有150个基点左右的降息空间，从而从限制性利率回到“轻微”限制性利率。但是，考虑到较快降息可能增加美国通胀反弹风险，美联储降息的节奏和幅度应更受限制。

短期资产价格料波动较大

美联储降息周期已开启，大类资产的交易逻辑如何把握？

“后续几个月公布的美国经济数据至关重要。”刘刚坦言，美国经济数据只要能够“立得住”，不大幅恶化，甚至还出现改善，都可以进一步佐证美联储想要传递的“更快降息但增长不差”信息，届时风险资产将表现更好，而避险资产的演绎则接近尾声。

在国盛证券首席经济学家熊园看来，鉴于美国经济衰退预期的证伪需要时间，并且四季度将迎来美国大选，短期内大类资产价格可能波动较大。后续资产价格如何演绎，需要观察美国经济、通胀、就业等各项数据的实际表现。

李超则对美联储开启降息后的大类资产走势进行了研判。他认为，降息落地后美国经济仍将保持相对优势，从而助力美元维持韧性；考虑到年内降息空间定价已较为充分，10年期美债利率进一步大幅下行难度较大；美元和美债利率企稳后，黄金价格短期进一步上行阻力增加，但从中长期来看，全球地缘不稳定预期以及美国潜在的再通胀压力仍将利好黄金长期走势；美股短期仍将维持较高波动率，但在经济“软着陆”和货币宽松的共同配合下，下行风险有限。

“美联储降息也给中国国内货币政策留出了空间，人民币对美元汇率压力明显减轻，中国股票、债券等资产价格外部压力进一步减轻。”李超说。

对于大宗商品，南华期货认为，短期看降息对大宗商品的影响总体偏利多，但需要认识到当下的降息并不是构成所谓对美国经济的“救命稻草”，依然不能对美国经济“软着陆”做太过乐观的市场判断。除黄金具有相对明确的配置价值外，其余资产依然需要谨慎对待。

需求复苏叠加创新红利

电子行业投资价值获机构关注

● 本报记者 昝秀丽

机构数据显示，上半年，A股市场电子行业整体营收同比增长15%，位居全行业第一；归母净利润同比增长54%，位居全行业第三。单季度来看，2024年第二季度电子行业整体营收同比增长17%，环比增长12%；归母净利润同比增长42%，环比增长36%。

多位业内人士表示，上半年电子行业景气度步入上行通道，经营情况显著改善，复苏趋势明显。库存去化的顺利完成、自主可控的持续推进、AI创新带来的国产替代需求增长是电子行业整体业绩转好的主要驱动力。需求复苏叠加创新红利，电子行业投资价值持续提升。从中长期视角看，技术追赶叠加政策助力，国内人工智能产业发展后劲十足。半导体国产替代持续推进，行业发展空间依然广阔。

行业景气度持续复苏

专家认为，上半年，电子行业景气度持续复苏，电子行业上市公司业绩显著改善。

华创证券研究所副所长、首席电子行业分析师耿琛表示，上半年，电子各细分行业复苏趋势明显，周期已然触底反弹；同时，部分积极拥抱人工智能创新大趋势的先发赛道、公司，也享受到较为明显的产业红利，实现了周期成长共振。“电子行业整体业绩转好，我们认为库存去化的顺利完成、自主可控的持续推进，以及AI创新拉动的需求增长为主要驱动力。”耿琛说。

“2024年上半年，得益于行业逐渐复苏，AI训练和推理需求快速增长带动相关芯片需求旺盛，叠加去库存进入尾声，电子行业景气度进入上行通道，全球半导体销售额同比恢复增长态势。”广发证券电子行业首席分析师耿正表示。

国泰君安证券电子行业首席分析师舒迪认为，2024年是电子行业业绩反转年，行业内各个细分环节业绩同比均有明显改善，行业整体业绩高增长。上半年在消费电子、IoT（物联网）、出口等行业补库存拉动下，电子行业利润增速较高。

人工智能产业发展后劲十足

从中长期视角看，技术追赶叠加政策助力，国内人工智能产业发展后劲十足。

“根据产业调研情况，我们观察到国产算力公司正持续加码AI研发投入，逐步建立本土化的AI算力生态，解决算力瓶颈问题。国产AI芯片的研发和产业化落地不断加速，领军企业如华为海思、寒武纪等，目前其AI芯片持续迭代升级，不断缩小与全球领先企业核心竞品的性能差距，实现了规模销售并赢得了市场的广泛认可，锋芒初露。”耿琛表示。

舒迪认为，2024年电子行业业绩反转主要是由库存周期、AI创新、自主可控等因素驱动。展望未来，补库周期正接近尾声，AI创新海内外持续共振，半导体自主可控步入先进制程领域，相关配套政策持续支持，行业稳健向上发展可期。

“AI的裂变时刻，算力、互连、存储这三个AI算力硬件踏浪而行。”耿正分析，算力方面，GPU（图形处理器）为算力核心，龙头英伟达一马当先，国产GPU厂商加速追赶；连接方面，AI服务器PCB（电路板）价值量持续提升，HDI（高密度互连）占比显著增加，国产厂商优势显著，有望伴随行业共同成长；同时，GPU集群规模指数级增长，需要提升交换机的交换容量和交换速率，交换机将迎来量价齐升的机遇期；存储方面，HBM（高带宽内存）产业链目前主要以海外厂商为主，国产替代空间广阔。国内相关厂商有望凭借已有的产业发展基础，加速产业链各环节的技术突破，提升HBM市场份额。

半导体国产替代持续推进

专家预期，半导体国产替代持续推进，行业发展空间依然广阔。

“半导体国产替代持续推进，由点到面，由易到难。从消费电子到工控车规产品，从芯片到制造和设备，本土厂商持续加大研发投入，不断取得技术突破，扩充产品品类，拓展成长边界。未来，国产替代空间依然广阔，国内半导体公司有望持续受益于国产替代进程的深入，建议关注国产半导体设计、制造、设备等产业链关键环节厂商。”耿正表示。

结合上半年的情况，舒迪认为，半导体设计板块上半年业绩整体表现优异，补库周期接近尾声；半导体自主可控国产化初现成效，成熟制程产能利用率冠绝全球；半导体制造、封测、设备板块受益景气度向上以及自主可控进一步推进，相关板块公司业绩同环比均实现稳步增长。

“自主可控诉求日趋强烈，大国重器砥砺前行。”耿琛表示，上半年，半导体设备板块整体营收同比增长42%，归母净利润同比增长54%。得益于此前饱满的在手订单，业绩端稳步向好，同时随着下游晶圆厂恢复扩产和国产替代需求的持续提升，新增订单持续向上。外部贸易环境变化叠加国家政策支持，国产化进程有望加速推进，以中微公司为代表的国内半导体设备厂商将持续受益。

美联储降息推升人民币资产走强

A股后市走势仍取决于国内基本面

● 本报记者 胡雨

美联储时隔四年宣布降息迅速成为全球市场关注焦点。受美联储降息有望进一步释放流动性提振，9月19日，A股市场迎来普涨行情，港股市场反弹更为明显，市场对中国资产关注度和布局意愿升温。

结合对历史行情及相关数据的分析，多位业内人士认为，美联储降息对国内股市、债市和人民币汇率偏利好，但对A股而言，其后市走势仍主要由中国经济基本面情况主导，港股后续持续上行的关键同样在于国内政策宽松程度及国内经济动能的恢复。具体配置方面，建议沿提振内需和自主可控两大政策方向布局，此外创新药以及港股科技板块、高股息品种同样值得把握。

利好国内股债汇市

北京时间9月19日凌晨，美联储宣布将基准利率目标范围降至4.75%至5%，50个基点的降息幅度超出市场预期。通常情况下，美联储推行宽松货币政策可能导致全球资本流向新兴市场，提升风险偏好。受美联储降息提振，9月19日，包括A股在内的人民币资产集体走强。

Wind数据显示，9月19日，A股市场放量拉升，三大股指集体上涨，沪深两市合计近4800只个股飘红；港股市场反弹幅度更为明显，截至收盘，恒生科技指数、恒生中国企业指数均涨逾2%。汇市方面，人民币在9月19日继续走强，离岸人民币对美元汇率、在岸人民币对美元汇率盘中均创出阶段新高。

“美联储降息对国内股市、债市和人民币汇率偏利好。全球流动性宽松有助于为中国股市提供增量资金，我国货币政策空间增大将带动债券收益率下行，美元承压有利于人民币汇率稳定。”粤开证券首席经济学家、研究院院长罗志恒认为，美联储开启降息周期为国内货币政策打开操作空间，有利于对冲全球经济下行风险，支撑中国出口延续韧性。

从A股9月19日行业板块表现看，以银行为代表的高股息红利板块降温，乳业、白酒、预制菜等消费类概念板块涨幅居前。谈及美联储降息对A股市场风格的影响，信达证券策略首席分析师樊继拓认为，利率见顶拐点通常短期利好成长风格，利率见底拐点通常短期利好价值风格；对于部分利率敏感型资产而言，产业Alpha对板块超额收益的影响更重要。

就港股而言，中金公司海外策略首席分析师刘刚判断，因为对外部流动性敏感、联系汇率安排下香港跟随降息的缘故，港股弹性较A股更大；行业层面，对利率敏感的成长股（生物科技、科技硬件等）、海外美元融资占比较高的板块，以及受益于美国降息拉动地产需求的出口链条等，也可能会在边际上受益。

国内基本面状况影响更关键

尽管国内A股市场在美联储降息后首日出现较为积极的行情，但多位业内人士研判，当下美联储降息对A股的影响可能相对有限，国内基本面状况对于股市走势的影响更大。

“对于中国市场，观察美联储降息最主要的影响逻辑是外围宽松效果如何传导进来，也即国内政策在这一环境下如何应对。”刘刚认为，考虑到中美利差与汇率的约束，美联储降息将为国内提供更多的宽松窗口和条件，如果国内宽松力度强于美联储，将给市场带来更大提振，反之如果幅度有限，美联储降息对中国市场的影响可能就是边际和局部的。

梳理中国加入WTO后，美联储三次降息后的市场表现，中航证券首席经济学家董忠云表示，A股或短暂受美联储降息影响出现市场情绪改善，但美联储降息前后A股走势主要由中国经济基本面情况主导。“当下稳增长政策持续落地，地方政府积极响应，同时政策加码预期升温，持续增量政策有望改善经济基本面，扭转市场情绪，并带动国内外资金回流，A股有望见底回升。”

对于港股而言，后续能否进一步走强同样取决于国内基本面的修复状况。平安证券首席策略分析师魏伟认为，美联储降息落地对港股影响更多在于增加资金流动性、国内政策窗口打开等利好，后续港股进一步持续上行的关键在于国内政策宽松程度及国内经济动能的恢复，如国内政策后续发力，将有利于更多资金流向港股，为港股反弹提供更多助力；如宽松幅度有限，港股或更多维持震荡行情。

布局消费、创新药等方向

美联储降息后，哪些行业板块更有望受益？董忠云认为，目前仍处于等待政策发力见效期间，A股或仍以大盘价值风格为主，但参考历史经验，不排除降息后成长风格在月度级别暂时占优。行业层面，建议沿提振内需和自主可控两大政策方向布局；降息后1至3个月，内需消费方向如食品饮料、美容护理等行业存在较高的胜率和超额收益。

结合对历次美联储降息周期开启后行业板块表现的分析，国金证券策略首席分析师张弛表示，作为资金敏感型行业，创新药或显著受益于美联储宽松货币政策的开启，降息不仅利于其现金流改善、分子端预期修复，也将利好其分母端估值低位回升；从国内看，创新药产业链存在政策利好，尤其是在融资利率回落、行业景气度有望回升的背景下，相关政策支持或成为板块风险偏好回暖的加分项。

对于港股市场，中国银河证券策略分析师、策略组组长杨超认为，降息周期下港股科技板块存在投资机遇，同时高股息策略配置价值也仍然存在。“外资流入港股市场，科技板块有望迎来向上行情，南向资金对于科技板块投资意愿也在增强，重点关注互联网龙头、消费电子两大方向；新一轮央国企改革背景下，港股市场央企配置价值有望抬升。”

地址：北京宣武门西大街甲97号 邮政编码：100031 电话：编辑部63070357 发行部63070326、63070324 广告部63072603 传真：编辑部63070483、63070480 广告部63071029 零售价格：4.00元 广告许可证：京西工商广字0019号