

美联储降息：现实与预期的博弈

本报记者 谭志娟 吴婧
北京 上海报道

美联储的货币政策牵动着

全球金融市场的神经，随着美国通胀压力下降和就业数据疲软，市场对美联储降息预期显著升温。

虽然美联储“鹰王”鲍曼8月10日表示，美国通胀仍存上行风险，将对降息保持谨慎态度，但美联储主席鲍威尔在7月

政策会议后的新闻发布会上发言也转“鸽”：“美联储可能在9月的下一次会议上讨论降息。”对于降息预期，中国银行

研究院研究员梁斯在接受《中国经营报》记者采访时表示：“近期美联储宣布继续将联邦基金利率目标区间维持在

5.25%—5.5%不变，这进一步释放了“鸽派”信号，如果抗击通胀取得明显成效，9月份大概率会宣布降息。”

9月有望降息

通胀压力下降和就业数据疲软加剧投资者对美国经济增长动能放缓的担忧，进一步增强了美联储降息预期。鲍威尔在媒体会上表示，如果通胀数据有进一步的进展，将支撑美联储9月降息。

在美国劳工部发布6月通胀数据与7月就业数据低于市场预期后，市场普遍认为，美联储9月首次开启降息或是大概率事件。

与此同时，物价和就业数据边际的变化也为美联储降息创造了条件。

根据美国劳工部数据，6月美国CPI同比上涨3%，为近12个月的最低水平；美联储更为关注的个人消费支出(PCE)物价指数同比上涨2.5%，是2021年3月以来最低水平。

这些变化减轻了美联储对通胀失控的担忧，也为其实施更为宽松的货币政策提供了空间。

在失业率方面，美国当地时间8月2日，美国劳工统计局发布数据显示，美国7月非农就业数据全面降温，新增非农就业人数仅11.4万人，不及市场预期的17.5万人，失业率升至4.3%，触发萨姆法则临界值。

在此前6月公布数据中，美国失业率环比增长0.1个百分点至4.1%，也是自2021年11月以来最高值。

在市场看来，通胀压力下降和就业数据疲软加剧投资者对美

国经济增长动能放缓的担忧，进一步增强了美联储降息预期。

梁斯认为，失业率上升背后可能也反映出美国经济的疲弱。在通胀继续放缓背景下，美联储可能会采取降息策略抑制经济下行。

“加之，美国大选在即，此时需要营造相对温和的政策态度，以达到有效提振经济发展、创造更多就业机会的目的。”梁斯说。

对于就业市场，鲍威尔表示，如果持续降温，将是采取(降息)行动的一个理由。

财经专栏作家李庚南在接受记者采访时称，在当前背景下，美联储降息倾向或更多涉及对经济增长减缓的担忧，而非农数据所显示的劳动力市场降温迹象、通胀压力的减缓则进一步强化了降息预期，这些因素使美联储9月降息概率明显上升。

鲍威尔在媒体会上表示，如果通胀数据有进一步的进展，将支撑美联储9月降息。

记者注意到，在美联储9月货币政策会议前，7月CPI、8月非农、8月CPI等数据的发布将成为美联储降息节奏的重要信号。

“数据依赖”模式

面临通胀高企，美国开启了自“沃尔克时刻”以来加息曲线最为陡峭的一次加息进程。

事实上，早在两年前，市场各方就已开始预期美联储会降息。今年以来，美联储已举行了5次会议，每次会议都将降息视为日后考虑的问题。

北京大学国民经济研究中心主任苏剑对记者表示：“实际上美国一直在推迟降息，年内能否实现降息，还有待观察。”

根据记者不完全统计，美联储自2022年3月—2023年7月已经连续11次加息，这开启了美联储历史上最快的加息周期，累计加息幅度高达525个基点。面临通胀高企，美国开启了自“沃尔克时刻”以来加息曲线最为陡峭的一次加息进程，加剧了金融市场的波动性和脆弱性。

中信建投证券首席经济学家黄文涛表示，市场会通过一系列指标，综合判断降息预期。比如通胀，美国的CPI在2022年6—9月达峰，之后整体保持回撤态势。2023年年底回落到3.4%—3.9%的水平，而同期目标利率为5.5%，高利率的抑制性逐步反映在就业、经济活动等指标中，这提升了降息预期。

实际操作中，由于货币政策的运作存在明显的滞后性，因此，加息结束并不意味着降息马

1920年以来重要时间节点衰退大事记

	通胀			失业率		
	高点	衰退结束时水平	高点至衰退结束变化	衰退开始时	衰退结束时	衰退期间变化
1920—1921年：一战后衰退	23.7%	-14.9%	-38.6%			
1929—1933年：投机过度，大萧条	1.2%	-10.0%	-11.2%	0.04%	25.4%	+25.3%
1937—1938年：存款准备金率翻倍叠加冲销黄金流入	5.1%	-2.1%	-7.2%	11.2%	20.0%	+8.8%
1948—1949年：货币政策收紧及价格管控	19.7%	-2.9%	-22.6%	3.8%	7.9%	+4.1%
1973—1975年：第一次石油危机，布雷顿森林体系解体	12.3%	10.3%	-2.0%	4.8%	8.6%	+3.8%
1980年：第二次石油危机，沃尔克强力抗通胀	14.8%	13.1%	-1.7%	6.3%	7.8%	+1.5%
1990—1991年：储贷危机	6.3%	4.9%	-1.4%	5.5%	6.8%	+1.3%
2000—2001年：科技泡沫破裂，“9·11”事件	3.6%	1.9%	-1.7%	4.3%	5.5%	+1.2%
2007—2009年：金融危机	5.6%	-1.4%	-7.0%	5.0%	9.5%	+4.5%
2020年：新冠疫情	2.5%	0.3%	-2.2%	3.5%	14.7%	+11.2%

资料来源：Haver、中金公司研究部

上开始。

从历史周期看，多轮降息开启前，往往出现失业率连续攀升、新增非农就业持续放缓甚至单月负增长等情况，这意味着9月降息博弈最终可能由劳动力市场报告决定，其中包括每周的初请失业金人数和8月份非农就业报告。

苏剑表示，目前美国的经济形势尚可，如果降息，大概率是25

个基点。“当然不排除降息将拖延到明年年初的可能性。”

虽然目前市场对25个基点降息幅度的预期呼声更高，但或许还不足以对降息盖棺定论。

黄文涛认为，美联储的“数据依赖”模式主要优势是决策的透明度、一致性和预期性，根据数据来判断经济形势非常必要，但不能避免的是，数据可能有误差，也可能发生与主要数据走势背离的

情况。

至于市场关注的降息节奏，是连续降息或是间隔降息，则主要由首次降息之后的传导效果、后续数据决定。

黄文涛介绍，一般来讲，如果首次降息后，通胀、就业等指标的回升比较快，可能就降低了连续降息的必要；但如果通胀、就业等指标恢复比较慢，可能需要更多的连续降息动作。

降息影响：市场流动性更充足

本报记者 吴婧 谭志娟
北京 上海报道

从美国当前的经济数据看，美国经济“正在接近适合降息的水平”。2024年8月14日，美国劳工统

中国货币政策“以我为主”

由利率驱动的货币政策对经济有着最广泛的影响。通过降息，央行刺激经济的效果更为直接，因为降息提高了大多数投资的现值，进而产生积极的财富效应。同时，降息减轻了偿债负担，改善了现金流和支出。

任何一轮新的决策周期，都意味着体系的重新构建和诠释。

从货币政策上来看，随着美联储降息，美国国债收益率带动全球收益率曲线变化，国内货币政策或需要做出应对。黄文涛认为，首先需要强调的是，我国货币政策是“以我为主”的，这是大的前提。

“美联储降息对中国来说也是好事情。”北京大学国民经济研究中

计局公布的数据显示，美国7月CPI同比增长2.9%，自2021年以来首次降至3%以下。

中信建投证券首席经济学家黄文涛对《中国经营报》记者表示，美联储是否决定降息，主要受四类信

号的影响：一是经济增长；二是最大化就业；三是长期均衡通胀水平；四是金融市场稳定。基于这四类指标的变化，美联储会决定目标利率，也就是加息或降息。

总体看，美联储降息对我国和别是美国降息可能带来美元资产收益率下降、美元走弱，部分新兴市场国家可能会面临新一轮的资本流入压力。”对于美联储降息的影响，中国银行研究院研究员梁斯分析。

从中国市场来说，又该如何应对美联储降息？

梁斯认为，在此轮美联储政策周期中，人民币在全球范围内表现较好，并维持了相对坚挺的态势，预计降息对国内市场影响有限。

以A股为例，根据华创证券的统计，历史上美联储降息前后，短期看，A股整体受影响不明显，结构上大盘、价值占优，经济强相关的周期资源品及消费品表现占优，这表明顺周期行业受影响较大，但最终都

需求增加，这抬高了黄金作为避险资产的价值。

同时，从实际利率的角度看，降息一般会推动短线的实际利率下行，这有利于支撑黄金价格，但如果从降息支撑中长期经济增长角度看，这可能也会抑制黄金价格。在黄文涛看来，哪种传导更主导，需要专业跟踪后续的数据综合判断。

关于股市，从全球美元流动性角度看，降息有利于各国货币形成更宽松的外部环境，这会对市场提供一定支撑。

黄文涛认为，美联储降息对

全球其他国家的货币、经贸条件等，都将产生或多或少的外部影响。比如，降息会直接影响美元流动性条件，同时也影响美国经济的预期展望，进而影响到全球流动性和经济增长环境。

回归基本面判断。

艾文智略首席投资官曹轍表示，美联储降息可能会给A股市场带来一定利好影响。“整体看，降息会降低企业的融资成本，提高市场流动性，这有利于股市的稳定和发展。同时，降息也会吸引国际资本流入中国市场，会进一步推动A股市场的繁荣。”

近日，中国人民银行发布的《2024年第二季度中国货币政策执行报告》中明确，人民银行将密切关注主要发达经济体货币政策动向，实施好稳健的货币政策，合理有效应对外部挑战，为实体经济高质量发展营造良好的货币金融环境。

美股的影响是复杂的，不能一概而论。比如，降息可能意味着货币层面提供了更多潜在的流动性和估值支持，但也可能意味着经济基本面存在一定的压力，因此需要从不同的路径和不同传导效果，结合未来市场数据和表现综合分析。

正如达利欧在其全球畅销书《原则：生活和工作》中所言，绝大多数事情都是一遍又一遍地重复发生的，所以通过研究事物的规律，人们可以理解事物背后的因果关系，并制定妥善应对的原则。

记者观察

美联储降息是大概率事件

本报记者 吴婧 上海报道

1913年，美国联邦储备委员会成立。最初，在金本位制占据主导地位的背景下，美联储的主要职责是在一定程度上防止金融恐慌，并发挥最终贷款人的作用。

然而，从美联储百年货币政策演变史来看，其操作范式和决策框架随着美国经济和金融周期的演绎而不断变化。总的来看，抑制通胀是美联储最重要的目标。

鉴于美联储在经济和金融系统的影响力，货币政策决策依循的理论基础，也与美联储主席对货币政策的认识有密切关系。

时间来到了2020年8月。彼时，美联储对货币政策框架进行了重大调整，美联储主席鲍威尔提出了“平均通胀目标”新框架。新框架的主要变化有三个方

面：一是货币政策目标向就业倾斜；二是对通胀的容忍度上升；三是强调金融稳定的重要性。

2023年，美股硅谷银行、美国签名银行和美国第一共和银行相继“暴雷”倒闭，美联储也面临继续加息还是转向降息

的“重要选择”。在极端

假设下，一端是美国或将面临信贷收缩和经济衰退的恶性循环，一端是或将承担通胀触底反弹的风险。权衡利弊后，美联储坚持认为，过早降息会给美国经济造成更加严重的后果。

2023年12月，美联储召开了最后一次议息会议，会上美联储决定继续“按兵不动”，并表示联邦基金利率基本到达顶点。市场普遍认为，这暗示了美国本轮货币政策历史性的紧缩周期可能已经结束。

从目前情况看，2024年以来，美国通货膨胀读数已明显回落，经济前景和劳动力市场也有所变化。在这样的背景下，美联储货币政策转向的呼声越发高涨。

多位市场人士表示，2024年美联储降息已是大概率事件，但市场对降息时点和节奏的预期仍存在较大分歧。因此，对于降息的具体步长和频率，美联储还需综合考虑，不过这并不影响市场声音的存在，目前有投资者呼吁希望以50个基点的步长更快降息。然而，市场终究无法干预美联储的决定。对于降息结果，我们唯有拭目以待9月份议息会议。

大类资产价格波动

尽管美联储降息对中国货币政策走势影响有限，但在美联储新一轮降息之下，大类资产价格可能还会呈现以下变化：全球无风险收益率波动下行，美元指数逐步走弱，非美货币或趋于升值，全球股市可能受益，大宗商品中黄金价格大概率上涨。

从历史走势看，降息有时有利于支撑黄金价格，但并不是一定的。“金银天然不是货币，但货币天然金银。”具备货币、金融和避险三重属性的黄金，其定价体系是专业、复杂的。

中国首席经济学家论坛理事

长连平对记者表示，名义利率并不能决定黄金市场走向，计入通胀后的实际利率、黄金供需基本面、市场避险情绪等因素都会对金价产生影响。

8月12日，伦敦金大涨1.7%，收报2471.93美元/盎司；同时，COMEX黄金期货则收报2513.4美元/盎司，日内涨1.62%。2024年上半年，黄金成为表现最佳的资产类别之一，有统计显示，国际金价上涨约10%。

2023年以来，地缘政治冲突以及全球流动性紧张引发的一系列金融风险，令投资者对避险资产的