

控通胀波折不断 美联储陷入两难困境



近阶段,海外金融市场风云激荡,以纳指、标普500指数为代表的美股和以金银铜为代表的商品价格再创新高,而后在美联储政策前景转鹰和地缘风险推升通胀预期等因素的影响下,市场对年内欧美等海外主要经济体降息时点的预期再度推迟,尤其是在5月22日美联储会议纪要呈现鹰派信号的打击下,海外股市及商品价格高位调整。目前,市场对以美联储为首的海外货币政策前景的重估成为金融市场的热点议题之一。

深度分析

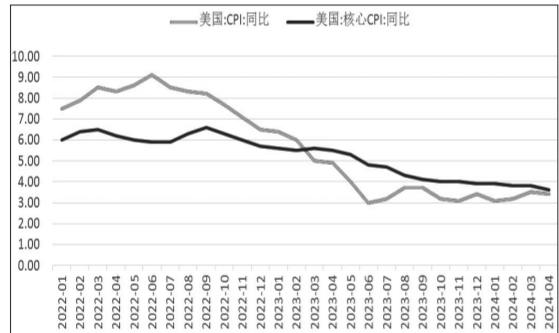
降息延迟 聚焦美联储决策背后主线

■ 顾冯达 王美丹

美联储延后降息

美国通胀数据与经济前景仍待观察

回顾5月全球金融市场,聚焦点来看,无论是美联储官员对内对外的鹰鸽分歧加大,还是中东及俄乌地缘乱局引发通胀预期回升,都为以美联储为首的海外央行政策决策增加了不确定性。然而无论是美联储主动因通胀预期的不确定性而延长观察期,还是地缘乱局导致美元地位有所动摇被动放缓降息节奏,美联储希望未来逐步放松货币政策的意愿都相当清晰,年内逐渐转向降息是大概率事件。

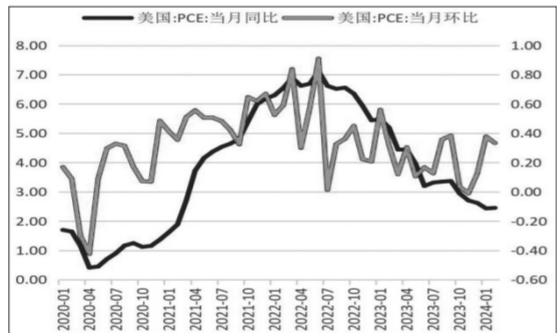


图为美国CPI与核心CPI同比(单位:%)

在美联储5月22日公布的会议纪要中,与会的官员对通胀数据及降息前景的分歧加大。部分官员认为,如果通胀风险增加,他们愿意进一步收紧政策,这一鹰派表态使得市场对美联储降息的预期发生显著变化。一些官员认为,相较于2023年通胀持续放缓,2024年前几个月市场缺乏支持通胀朝着2%目标回落的进展,虽然有一些官员试图图解释为“一些异常大的季节性扭曲推高通胀”,但也有官员认为“价格上涨具有广泛性,不应该过分忽视”。正是基于上述分歧争议,美联储货币政策委员会经过一系列“切磋”后,得出了5月最重要的一个结论:降息可能还要再等一等,未来一个月不够,还要再多观察几个月。因此美联储货币政策委员会在5月连续第六次将基准利率维持在5.25%-5.50%不变,同时宣布从6月开始,将国债持仓的缩表速度从每月600亿美元缩

减至250亿美元,而市场对美联储年内首次降息时点的预估延至9月。

然而,被华尔街广泛看作下任美联储主席的热门人选,有着美联储“大鹰派”之称的当红票委沃勒则强调美联储当前货币政策已足够紧缩,不需要考虑加息,但需要更多观察到未来通胀数据下降,美联储才可能考虑今年晚些时候降息。美国近期公布的一系列核心经济数据也显示一个相当明确的信息,美联储没有太多理由来短期放松货币政策,当前美国经济增长保持相对稳定,而地缘政治引发的美元地位争议和全球通胀预期则成为消费者和美联储政策制定者警惕的方向。



图为美国PCE同环比(单位:%)

美元国际地位被削弱

各国官方储备对黄金需求更高

值得注意的是,不同于美联储5月鹰派表态强化延迟降息,在大洋彼岸的欧洲各大央行的鸽派发言层出不穷。早在5月9日举行的英国央行议息会议中,今年夏天可能开启降息就已被暗示;同时英国央行行长贝利表示没有排除6月降息的可能性。5月10日,欧洲央行在发布4月货币政策会议纪要时显示,欧元区通胀率有望在明年回落至2%的目标水平,行长拉加德暗示由于消费者价格指数快速增长的趋势目前已经基本得到遏制,6月可能会降息。而瑞典央行更是继瑞士央行3月超预期降息后在5月8日的议息会议中宣布降息。欧美降息节奏不一叠加大选年

的影响,美元汇率大幅波动所带来全球经济与汇市的影响仍然值得关注。

从美元在全球经济中举足轻重的地位和变化情况来看,美联储重要官员似乎也信心削弱,在5月20日一场讨论美元国际角色的会议上,美联储理事沃勒说:“一段时间以来,一直有人评论说,美元注定要灭亡,这一切并没有发生,但美元在世界经济中的角色的确在发生变化,我认为政策制定者也需要考虑这些变化。”美元在世界经济中的主导地位有所降低,从2002年到2022年的20年间,全球央行的美元储备减少约20%,与此同时,各国官方储备对黄金的需求更高。尤其是近年来美国加强对俄罗斯实施的制裁,促使越来越多国家的央行“逃离美元”,尤其是非西方国家在贸易中减少对美元的依赖。沃勒强调,跨境支付网络建设、加密货币以及其他主权货币兴起对美元地位和美国金融优势地位带来了挑战。

2024年是全球超级选举年,据统计有超过76个国家和地区举行100多场选举活动,覆盖42亿人,占全球总量比重超过41%,占全球总GDP的比重超过42%。除了以美国两党内部争夺作为主线贯穿全年的美国总统大选以外,英国政府5月下旬出人意料宣布将在7月初提前开始大选,并可能带来巨大颠覆性冲击,而俄乌冲突、中东乱局两大地缘冲突当事方的以色列和乌克兰两大战时内阁正面临愈发严重的提前选举内外部压力。在此背景下,长期标榜政治中立、决策独立的美联储也很可能因全球通胀及经济前景的极大不确定,而选择审慎应对外部环境的诸多挑战,尤其是在金融市场保持警惕,6—7月将是其观察世界地缘变化及经济前景的重要时期。

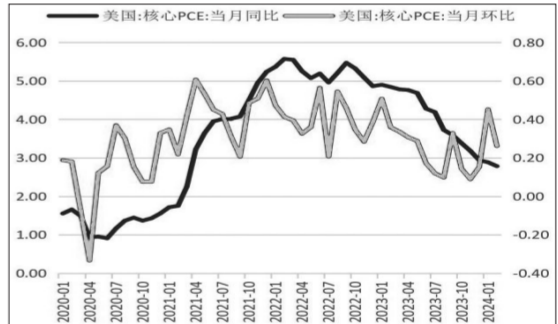
欧美即将步入降息周期

建议投资者做好风险管理

从宏观大环境来看,海外关键选举及欧美央行降息周期正纷至沓来,考虑到百年变局加速演进,地缘乱局冲击国际关系,当前东西方产业链、价值链和供应链裂痕加深,全球经贸秩序遭受冲击,世界各国的和平发展与安全治理遭遇现实主义威胁。风云激荡的变局时代各国产业政策的巨大不确定性,正引发

全球关键性大宗原材料市场巨变,全球经贸安全及产业链稳定正迎来愈发显著的挑战。尤其是今年以来中东及俄乌等地缘政治风险持续发酵,全球经贸秩序遭遇当下现实主义威胁和未来巨大不确定性冲击,大国间的新一轮科技创新从合作到竞争到对抗,关键性产业链科技竞争加剧、资源品面临逆全球化背景下供应链争夺,原油及铜等战略性资源品面临宏观定价变量增多、生产扰动增加、物流效率降低、风险溢价提高等巨变,地缘经贸割裂及保护主义加剧资源品供需错配并推高通胀预期,使得美联储做出降息决策面临极大的压力。

展望美联储未来决策和金融资产表现,在5月地缘乱局和通胀前景不明的情况下,美联储未来两个月内缺乏降息的信心,需要更多数据来确认通胀和经济增长的持续趋势,而在美联储会议纪要鹰派基调显著打压了市场对美联储降息的预期之后,市场调整降息预期的争议将在下一个观察窗口期6—7月得到更好验证。



图为美国核心PCE同比、环比(单位:%)

作为衡量全球经济的重要观察指标之一,原油和“铜博士”被认为是大宗商品的领头羊,其价格与宏观经济周期、通胀周期呈高度正相关性。当前大宗商品市场原油和铜走势分化,原油价格因主要产油国加强产出而有所承压,而国际铜价则在创出新高后面临震荡。考虑到5月以来全球能源及服务价格上涨对通胀预期前景的推动作用,预计6月各国通胀压力依旧较大,尤其是美国核心服务价格的韧性和PPI的上升,显示出通胀并未全面得到控制,因此建议投资者更多聚焦变局下的风险管理。

(作者单位:国信期货)

市场观察

市场人士:总体朝着由鸽转鹰的方向前进

■ 记者 郑泉

2024年以来,投资者对美联储的降息预期不断修正,虽然道路显得异常曲折,但总体是朝着由鸽转鹰的方向前进。从年初的过度抢跑,最高预期年内要降息7次、125个基点、3月就开始降息,一直到如今的年内可能仅降息1次、25个基点甚至是不降息,降息预期不断调整,开始时间也推迟到了9月或11月。

“大幅调整既是对年初过度抢跑的降息预期的修正,也反映的是美国经济数据的韧性特别是通胀数据的坚挺,令美联储陷入了两难境地。”冠通期货研究咨询部经理王静告诉期货日报记者,2%的通胀目标遥遥无期,史无前例的加息速度与高利率持续时间不断考验着美国经济的“成色”,而即将到来的美国大选,则将进一步对美联储官员带来政治维度上的压力。因此,美联储官员内部的分歧日渐加剧,货币决策上则表现为官员讲话的“鹰声嘹亮”和利率决议的“按兵不动”。

记者了解到,美联储5月政策会议纪要显示,多位官员愿在必要时进一步收紧政策,长期中性利率可能高于此前预期;官员讨论了需在更长时间内维持利率不变的必要性,或在劳动力市场走弱的情况下降息的

问题。随后公布的美国经济数据表现强劲,美国初请失业金人数表现强于预期,暗示就业市场依然表现韧性;美国5月PMI数据意外强于预期凸显商业活动表现强劲;美国最新零售、工业以及非农数据表现偏弱引发的经济再度下行担忧预期降温,降低了美联储降息的紧迫性。

中泰期货产融发展事业部总经理助理史家亮表示,美联储5月政策会议声明意外“鹰”于预期(不排除预期管理的可能),美国的PMI数据和就业市场表现强于预期,均降低了美联储尽快降息的押注;从联邦基金期货推算出的隐含隔夜利率可以看出,美联储9月降息的概率降至50%以下,美联储2024年降息2次和1次的概率再度持平。尽管市场降低美联储降息押注,但是基于美国通胀和经济数据的表现及预期,美联储依然可能在9月和12月降息,年内降息2次的可能性依然大于1次。政策短期偏紧对贵金属价格形成利空影响,但是由于政策整体依然逐步转向宽松,因此年内降息的可能性大,对贵金属依然形成利多影响。

展望后市,王静认为,美联储首次降息的时间在9

月的概率依旧较高。最新的美国高频经济指标显得矛盾重重,劳动力市场依旧火热,消费依旧强劲的同时超额储蓄却基本消耗殆尽,大宗商品的火热与通胀预期的下降走势背离。而美联储理事沃勒最新的讲话值得关注,为市场传递出美联储降息的“条件”。沃勒表示4月CPI数据是令人欣慰的,但在劳动力市场没有显著走弱的情况下,需要再看到三至五个月较好的通胀数据才会考虑在年底降息。那么,推算下来,在9月议息会议时,美联储将会看到4份CPI数据(5、6、7、8月)和4份PCE数据(4、5、6、7月),如果未来几个月通胀数据出现环比连续下降,则首次降息的时间窗口大概率在9月,而这个时间,刚好也是美国大选前最为重要的时间窗口。

“美联储货币政策的态度主要取决于通胀和就业的情况。”正信期货金融期货分析师刘影分析称,一方面,5月美联储利率决议虽然维持利率水平不变,鲍威尔发言仍然担忧通胀风险,但美联储缩减了减持国债的规模,这意味着美联储将放缓缩减资产负债表步伐。同时,货币政策或逐步渐进式放松,叠加美国服务

业PMI已经出现了回落态势、制造业补库尚不明显,经济下行的压力可能逐步显现,从中长期视角来看美联储开启降息周期势在必行。另一方面,美国4月CPI超预期回落修正了美联储过度鹰派的预期,鹰派预期担忧逐步降温。能源价格和住宅价格对美国通胀走势起到决定性作用,在地缘政治和高利率背景下能源和住宅价格相对坚挺,目前能源和住宅价格同比增速依然偏高,预计美国通胀恢复至目标位2%的水平仍然需要一段时间。短期来看,美联储可能根据通胀和就业数据的表现对市场预期进行管控,使得美债利率水平在4%-5%区间反复的可能性较大。

史家亮提示,近期美国经济数据再度走强,政策预期偏鹰,美元指数和美债收益率整体依然偏强运行,货币属性回归与地缘避险需求是主导,政策转向宽松预期与流动性泛滥亦是直接利好,贵金属中长期上涨趋势将持续。美国经济数据表现强劲,有色金属走弱,多头资金撤退迹象明显,贵金属冲高后出现调整行情,调整行情暂未结束,调整则会提供低位做多机会,依然不建议做空。