

2024年8月26日

## 全球宏观

### 降息时点已至——杰克逊霍尔会议点评

自7月美国非农数据公布后，衰退疑云始终不散，市场万分期待美联储的下一步行动，使得这次杰克逊霍尔全球央行年会格外受到关注。市场亟需美联储的安抚，而鲍威尔此次演讲也符合万众期待，如期释放降息信号。

蔡瑞, CFA

Carl.Cai@bocomgroup.com  
(852) 3766 1808

李少金

Evan.Li@bocomgroup.com  
(852) 3766 1849

#### ⊕ 降息时点已至 (The time has come for policy to adjust)

鲍威尔给出迄今为止最明确的降息信号。在本次全球央行年会上，鲍威尔开篇便回应了市场关切，并认为降息时点已到。支撑他降息的因素包括近期的通胀走势使得鲍威尔重获信心，并表示**就业市场不再是通胀上行的压力之一**。而此前，鲍威尔曾多次强调趋紧的就业市场、上行的工资压力是通胀，特别是核心服务通胀高居不下的的重要原因之一，而如今论述的改变也是转向的重要风向标之一。

#### ⊕ 过迟降息的声誉压力可能也推动美联储降息

美联储在此轮加息周期中，一个广受批评的点在于市场认为其“落后于曲线”——即在通胀上升时期，因为“通胀暂时性”的判断，美联储加息较晚。而在当前时点，市场衰退担忧升温，认为美联储降息过慢的批评又开始涌现。

声誉之于美联储的重要性不言而喻。鲍威尔会上表示此轮高通胀不同于上世纪70年代的大通胀，一个重要差异就在于通胀预期在本轮加息周期中被很好的锚定，这当然要归功于美联储积累的声誉——市场相信并预期美联储能够恢复物价稳定的决心和举措。而一旦声誉受损，很容易招致市场预期脱锚，不便于美联储通过前瞻指引来低成本实现其货币政策意图，进而降低货币政策的有效性。就此而言，这样促使美联储开展降息操作。

#### ⊕ 降息节奏仍取决于数据，目前尚不支持强降息

鲍威尔随即也表示降息的时机和步伐将取决于数据，以及不断变化的前景和风险平衡。其强调劳动力市场放缓、失业率上升并非由于裁员增加，这与经济衰退典型情况不同，现阶段失业率上行更多反映了劳动力供应的大幅增加，以及此前就业招聘市场的放缓。因此，**当前劳动力市场的降温是支持降息的，因美联储不希望看到就业市场进一步转弱，但劳动力市场当前的放缓程度尚在可接受的区间，因而可能尚不支持强降息。**

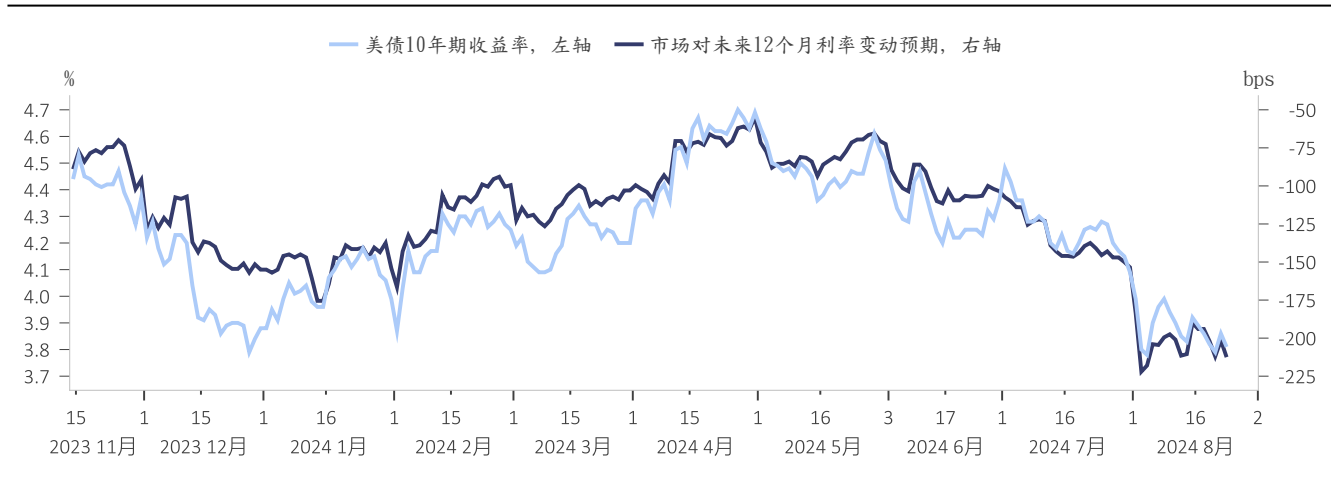
### ⊕ 但强降息门槛已有所降低，天平逐步倒向经济尤其是就业

鲍威尔虽表示降息的时点和幅度还要取决于数据，但也表示会尽一切可能保证就业市场的稳定，而在当前高利率水平的基础上，美联储降息以提振就业市场的动力明显在提升。美联储达成强降息可能并非需要衰退情况的发生，超预期转弱的就业市场或将推动美联储开展强降息。

另外相比不降息、迟降息，冒经济衰退之风险，美联储当前或更愿意及时开展降息。上文提及的声誉风险为其一，除此之外，我们认为美联储的天平已逐步倒向经济，如降息引发通胀再度反弹，美联储尚有政策调整的空间，比如暂停降息或再度加息。而一旦经济进入衰退或者就业市场超预期大幅走弱，那么美联储致力于经济软着陆、维护声誉的努力可能终将付之东流。

**后市观察：**鲍威尔在全球央行年会释放降息信号后，市场对9月降息50基点的押注有所提高，利率期货隐含的降息预期显示降息50基点的预期由会议前的28%提高至36%。当前市场定价已偏乐观，9月FOMC会议前，仍需关注8月非农、CPI以及制造业PMI、零售销售等经济数据。我们认为9月美联储开展降息几乎已是板上钉钉，但降息幅度更可能是25个基点，2024年降息2次，4季度有望进行另一次降息。

图表 1: 利率期货市场隐含的对未来 12 个月美联储降息预期



资料来源: Macrobond, 交银国际

## 交銀國際

香港中环德辅道中68号万宜大厦10楼

总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

### 评级定义

#### 分析员个股评级定义：

**买入**：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

**中性**：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

**沽出**：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

**无评级**：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

#### 分析员行业评级定义：

**领先**：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

**同步**：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

**落后**：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

## 分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i)发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行之观点；及ii)他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii)对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i)他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii)他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii)他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份，一位分析师持有英伟达之股份。

## 有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、佳捷康创新集团有限公司、武汉有机控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、宏信建设发展有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、四川科伦博泰生物医药股份有限公司、新传企划有限公司、乐舱物流股份有限公司、途虎养车股份有限公司、北京第四范式智慧技术股份有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、迈越科技股份有限公司、极兔速递环球有限公司、山西省安泰集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份公司、长久股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司及中赣通信(集团)控股有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及Interra Acquisition Corp的已发行股本逾1%。

## 免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受递送延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

**交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。**