



# 衰退预期回落，赤字殊途同归

## ——海外宏观周报（8月12日-18日）

2024年08月19日

- **全球宏观和市场：**截至8月18日当周，在美国通胀数据温和回落整体符合预期、零售消费数据超过预期的情况下，市场将9月首次降息的幅度从50BP调整为25BP，**衰退预期进一步回落，权益市场继续恢复。**（1）美元指数当周回落，收102.4040；（2）美国国债收益率曲线稍有回落，整体稳定，等待首次降息落地；（3）美国三大股指在衰退恐慌进一步消散后回升，在消费稳固的情况下权益资产短期不易出现大幅下跌；（4）黄金、白银与铜价格回升，**黄金创下新高。**从全球主要股指来看，当周主要股指整体恢复，涨幅居前的有日经225指数、纳斯达克指数、韩国综合指数、标普500指数和欧元区STOXX50指数，下跌的有俄罗斯MOEX指数和创业板指数。从全球主要货币汇率来看，美元指数回落，兑美元上行的其他主要货币有英镑、澳元、欧元、新西兰元和加元；兑美元下跌的有卢布、日元和瑞士法郎等。从重要商品来看，涨幅居前的有COMEX白银、SHFE锌、COMEX铜和黄金、LME镍等；跌幅居前的有焦炭、螺纹钢、铁矿石、焦煤、棕榈油等。从花旗经济意外指数来看，新兴市场经济体表现平平，中国、欧洲和美国经济表现均低于预期，全球总需求依然处于较为疲弱的阶段，美国以外其他发达经济体的降息尚未明显带动需求恢复。全球地缘政治风险指数8月显著抬升，俄乌和巴以冲突均存在恶化的风险。

- **美国-通胀下行、消费稳健，哈里斯亦可能大幅增加赤字：**数据方面，美国PPI同比增速2.3%略低于预期，核心2.4%；CPI同比增速2.9%，核心CPI为3.2%，整体符合预期。通胀增速压力的进一步稳定回落意味着9月首次降息25BP的理由愈发充分，同时价格数据的相对粘性也意味着并无必要进行更大幅或快速的降息。“衰退交易”短期进一步退潮，7月零售销售数据名义同比增2.66%，环比0.97%，均明显好于预期，在**劳动市场薪资等收入端变量稳定的情况下，支撑美国经济的消费年内并不存在“滑坡”的危险。**当然，随着价格压力缓和和经济下行风险的进一步积累，美联储降息的合理性继续上行。

政治方面，现任副总统哈里斯目前在主要民调中表现好于特朗普，其在8月16日宣布了如果当选后希望在短期推行的经济计划。（1）哈里斯对居住成本问题做了较为详细的规划，以供供给侧政策为主：她计划在当选后的四年内建设300万套新住房，为提供可负担和刚需住房的企业提供税收奖励，并建立联邦基金支持新房建设；此外，她还倾向于立法取消对于大企业和机构投资者投资房产相关的税收优惠阻止企业通过算法抬高租金。需求方面，哈里斯将为及时交付两年以上房租的首代购房者提供最高25000美元的首付支持。

（2）物价和生活成本方面，哈里斯将阻止日用杂货行业，特别是食品等进行持续涨价；除了可能对价格进行限制外，哈里斯计划打击食品行业“不公平的并购行为”，因为合并后大企业定价权更加突出，破坏了价格竞争。（3）其他方面，哈里斯计划进一步降低医疗成本，并为中产家庭和部分服务行业人员减税。不论是哈里斯还是特朗普当选，美国的财政赤字短期预计都将保持较高水平。CRFB研究显示，新的税收抵免和支出将在2026-2035财年的十年内大约花费1.95万亿美元，如果住房政策永久化，将花费2.25万亿美元。哈里斯团队表示超过2025预算的成本将以提高企业税和富人税等收入方式抵消。

- **日本二季度经济边际恢复，底部时期可能过去：**日本二季度GDP环比折年增速为3.1%，高于预期的2.1%；但一季度前值由-1.8%下修为-2.9%，（非折年环比增速为0.8%，前值下修为-0.6%），上半年整体仍接近零增长状态。连续四个季度环比负增长的私人消费环比改善至0.5%，结束了消费在薪资上行下依然萎缩的局面。薪资方面，二季度所有行业合同现金收入增速均值为4.25%，亦高于维持2%通胀所需的3%左右，实际薪资转正也利于消费进一步扩张。“薪资-价格”的正向循环有所加强，这表明日本经济的底部时期可能过去，尽管其能否进一步扩张还取决于涨薪能付持续支撑消费以及外需能否避免“衰退”。

### 分析师

分析师：章俊

☎：010-8092 8096

✉：zhangjun\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070003

研究助理：于金潼

### 风险提示

1. 美国经济和通胀加速的风险
2. 美国银行系统意外出现流动性问题的风险
3. 对各国央行政策理解不到位的风险

- **本周看什么?** 8月19至25日将公布美国咨商会经济领先指标、欧元区7月价格数据、8月美欧 Markit PMI 数据等，美欧央行的7月货币政策会议纪要也将在周四公布。最为重要的还是周四开始的 Jackson Hole 央行会议。鲍威尔将在周五讲话，对美国的货币政策和经济情况做出更多评估。预计鲍威尔将在整体模糊并强调数据导向的基础上继续为9月降息铺垫，通胀在二、三季度较为顺利的回落和失业率的上行支持“预防性降息”的出现。英央行行长贝利和欧央行首席经济学家莱恩也将在会议中登场，但日央行行长植田和男由于国内事务并不会参加。

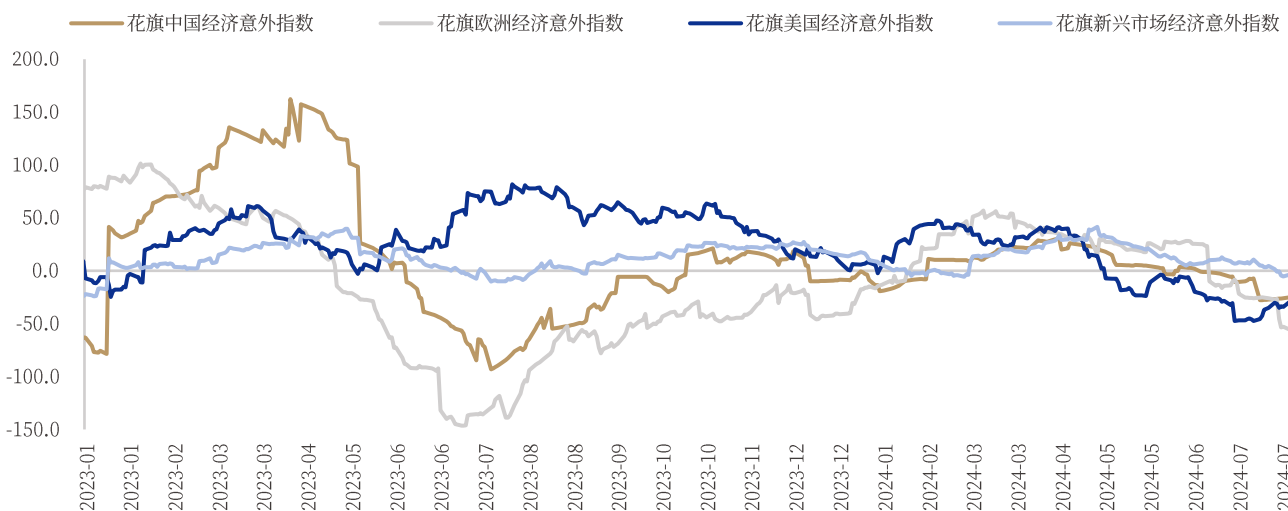
## 一、全球宏观和市场

截至 8 月 18 日当周，美国公布了 7 月 PPI、CPI 数据和零售销售数据，日本公布了二季度 GDP 增速初值，而民主党总统候选人哈里斯也对其上任后的短期经济计划做出了更详细的描述。在美国通胀数据温和和回落整体符合预期、零售消费数据超过预期的情况下，市场将 9 月首次降息的幅度从 50BP 调整为 25BP，衰退预期进一步回落，权益市场继续恢复。(1) 美元指数当周回落，收 102.4040；(2) 美国国债收益率曲线稍有回落，整体稳定，等待首次降息落地；(3) 美国三大股指在衰退恐慌进一步消散后回升，在消费稳固的情况下权益资产短期不易出现大幅下跌；(4) 黄金、白银与铜价格回升，黄金创下历史新高。

从全球主要股指来看，当周主要股指整体恢复，涨幅居前的有日经 225 指数、纳斯达克指数、韩国综合指数、标普 500 指数和欧元区 STOXX50 指数，下跌的有俄罗斯 MOEX 指数和创业板指数。从全球主要货币汇率来看，美元指数回落，兑美元上行的其他主要货币有英镑、澳元、欧元、新西兰元和加元；兑美元下跌的有卢布、日元和瑞士法郎等。从重要商品来看，当周贵金属和工业金属表现相对较好，涨幅居前的有 COMEX 白银、SHFE 锌、COMEX 铜和黄金、LME 镍等；跌幅居前的有焦炭、螺纹钢、铁矿石、焦煤、棕榈油等。

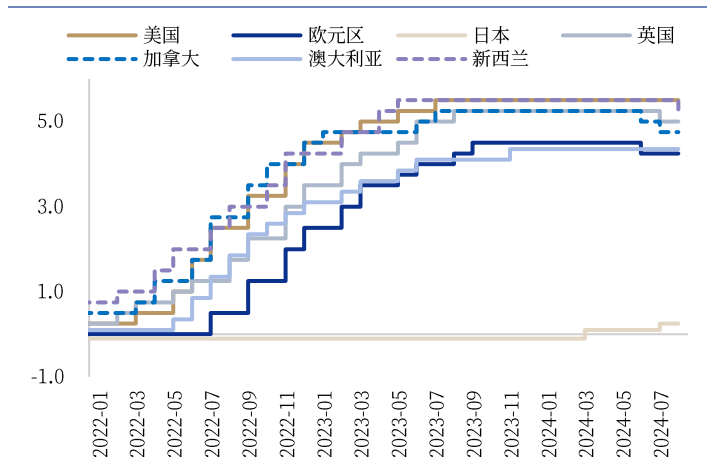
从花旗经济意外指数来看，新兴市场经济体表现平平，中国、欧洲和美国经济表现均低于预期，全球总需求依然处于较为疲弱的阶段，美国以外其他发达经济体的降息尚未明显带动需求恢复。全球地缘政治风险指数 8 月显著抬升，俄乌和巴以冲突均存在恶化的风险。

图1：花旗经济意外指数（%）



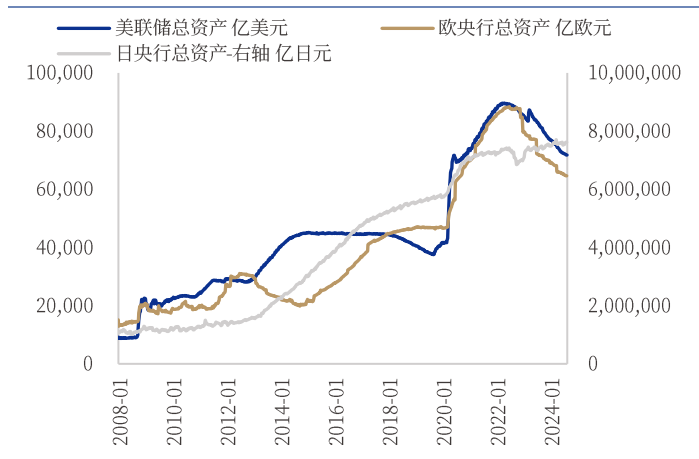
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图2: 重要发达经济体政策利率变化 (%)



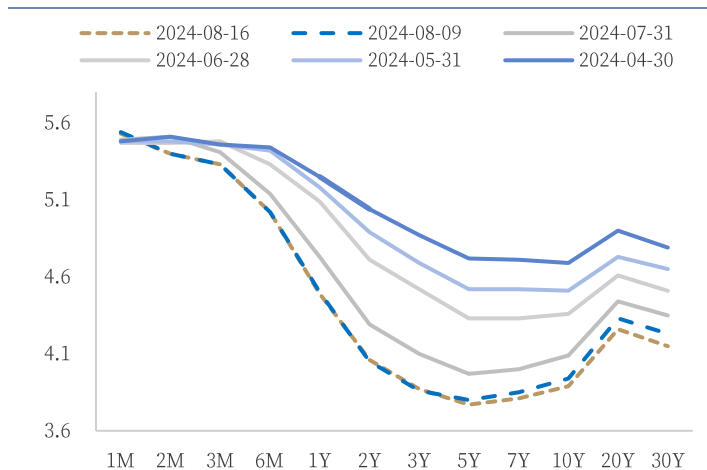
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图3: 美欧央行资产规模



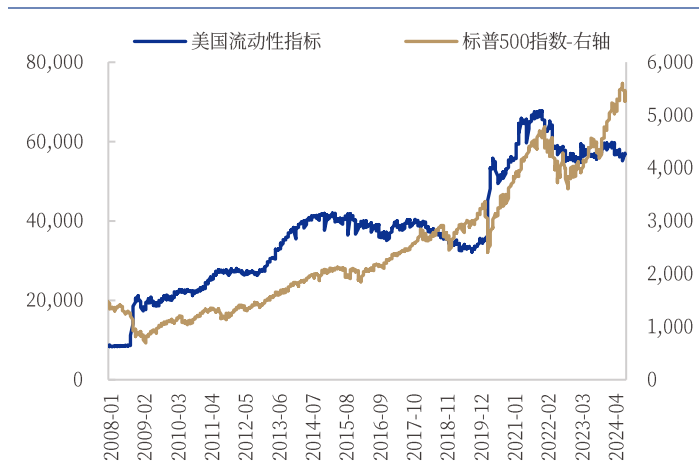
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图4: 美国国债收益率曲线 (%)



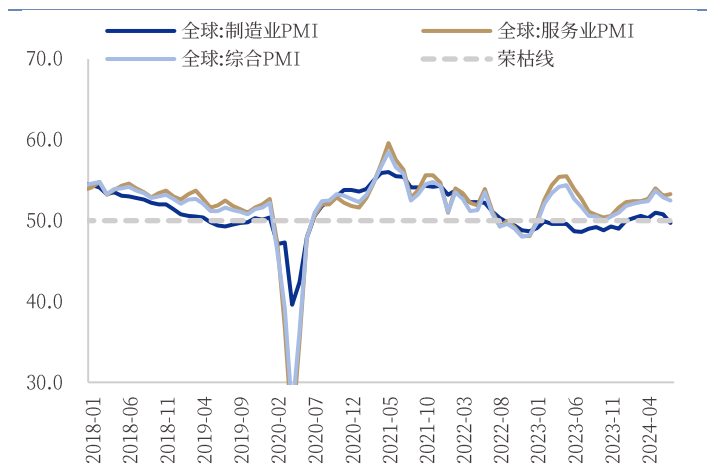
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图5: 美联储流动性监测



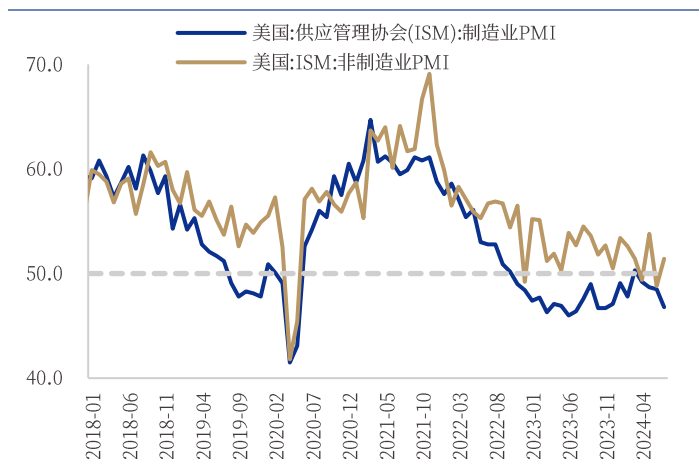
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图6: 全球 PMI (%)



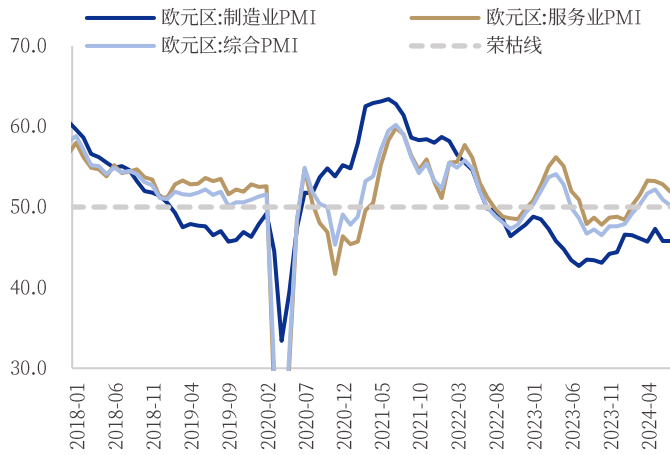
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图7: 美国 PMI (%)



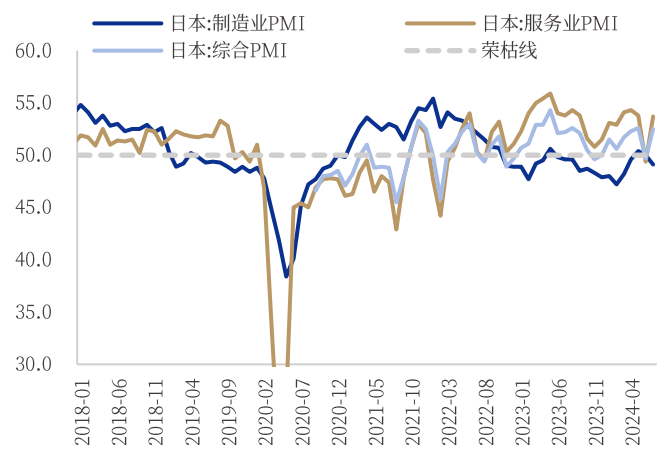
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图8: 欧元区 PMI (%)



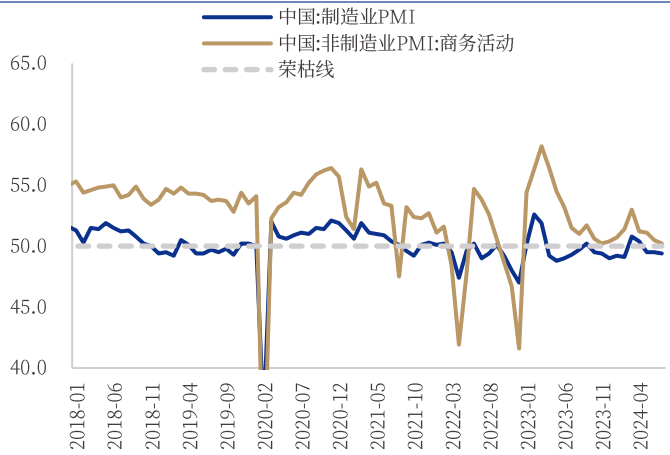
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图9: 日本 PMI (%)



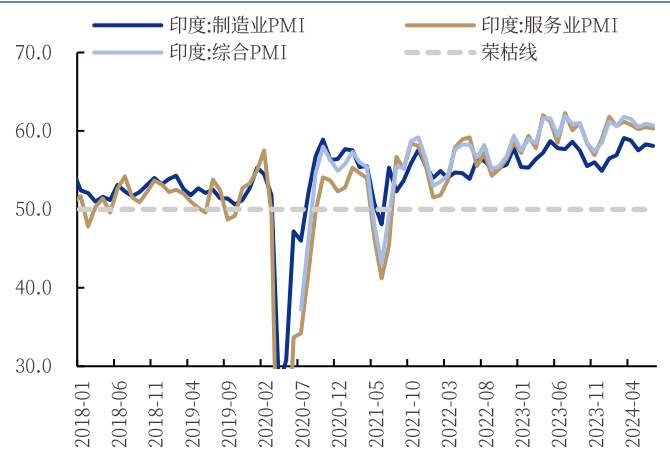
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图10: 中国 PMI (%)



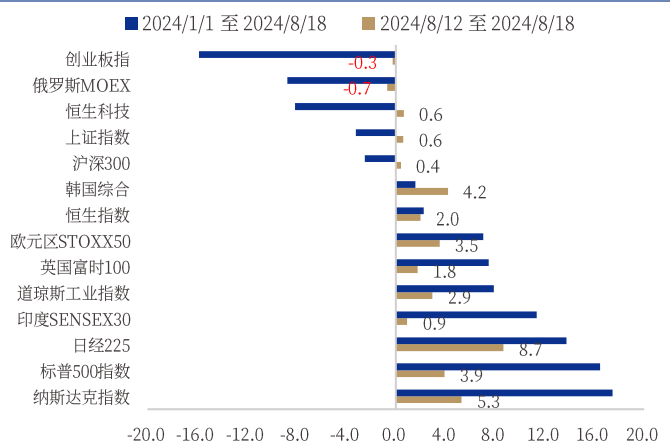
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图11: 印度 PMI (%)



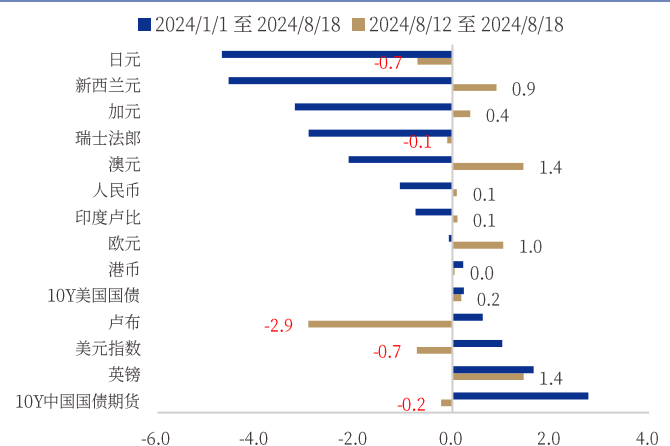
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图12: 全球主要股指变动 (年初至今及当周%)



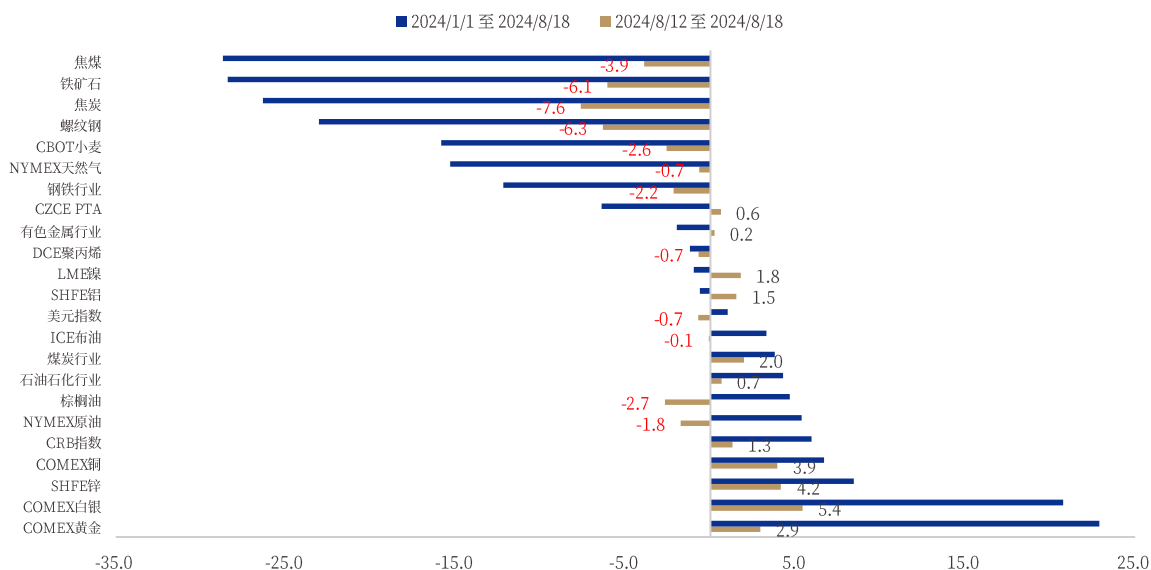
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图13: 全球主要货币汇率变动 (年初至今及当周%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图14: 全球主要商品变动 (年初至今及当周%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

## 二、美国：通胀下行、消费稳健，哈里斯亦将增加赤字

8月12日-18日当周，美国公布了7月PPI、CPI数据和零售销售数据等，同时民主党总统候选人哈里斯在8月16日北卡罗莱纳州集会中进一步明晰了经济方案，亦将大幅增加赤字。数据方面，美国PPI同比增速2.3%略低于预期，核心2.4%；CPI同比增速2.9%，核心CPI为3.2%，整体符合预期。通胀增速压力的进一步稳定回落意味着9月首次降息25BP的理由愈发充分，同时价格数据的相对粘性也意味着并无必要进行更大幅或快速的降息。“衰退交易”短期进一步退潮，7月零售销售数据名义同比增2.66%，环比0.97%，均明显好于预期，在劳动市场薪资等收入端变量稳定的情况下，支撑美国经济的消费年内并不存在“滑坡”的危险。当然，随着价格压力缓和经济下行风险的进一步积累，美联储降息的合理性继续上行。政治方面，希望冲击总统大位的哈里斯在小规模集会上公布了“降低美国家庭（生活）成本”的经济计划，同样希望依靠扩张赤字来“增加住房，降低医疗、食品和日用品价格以及为中产家庭减税”，进而获得选票。虽然两党候选人利用扩张性财政的思路不同，但殊途同归的确立了未来高赤字环境将进一步延续。总体上，短期“降息交易”依然是主线，而失业率等数据的边际弱化可能意味着“衰退交易”穿插进行。

价格数据支持消费者价格增速在三季度稳定放缓的趋势延续。率先公布的PPI显示7月生产者商品同比增速回升至1.7%（前值1.3%），而服务价格可喜的缓和至2.6%（前值3.5%），主要得益于贸易服务成本的环比负增长；建筑价格出现一定回升并结束了上半年的通缩状态，但上行压力有限。CPI主要项目中食品价格稳定，能源在需求侧偏弱的情况下涨幅较弱，核心商品通缩进一步小幅加深，居住成本在6月超预期降低后7月环比出现反弹，但仍在缓慢回落过程中，核心服务增速继续逐步放缓。以0.2%左右的环比增幅推算，年末名义CPI同比可以降至2.5%左右（12个月年化同比增幅2.4%左右），核心CPI可降至3.0%左右；不过，需要注意名义CPI同比增速在四季度因低基数和部分服务项目粘性而回升的可能。

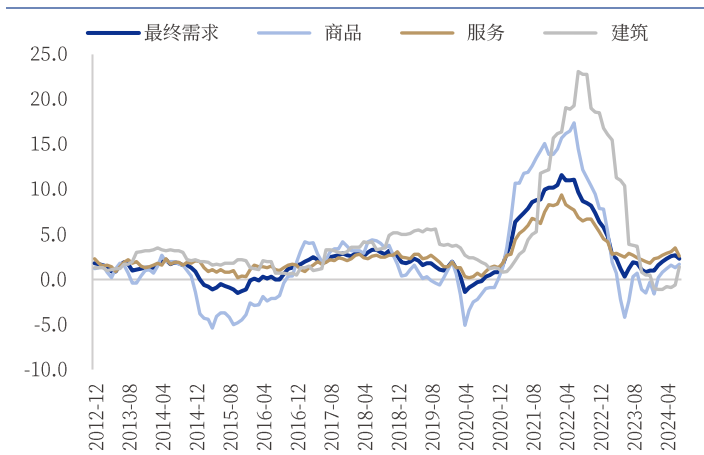
**通胀下行的逻辑保持：**（1）短期指标中，居住成本、运输服务中的机动车保险以及医疗护理服务仍有放缓空间，金融服务的降幅已经反映。（2）美国需求弱化仍在缓慢向价格传导，不仅劳动市场在带动消费逐步下行，近期对美国衰退的担忧部分替代了美国经济“不着陆”的乐观情绪，因此即使美联储降



息，需求可能也不会在短期明显回升。(3) 从欧日和国内经济表现来看，全球总需求仍然偏弱，商品和能源价格不易出现显著上行，美国进口价格面临压力不大。通胀可能面临的潜在降幅不及预期的风险包括 (1) 美国大财政背景下，7%左右的赤字率和对需求的持续刺激并未消退，未来两党均计划扩张赤字；(2) 地缘政治风险仍然笼罩，不排除意外事件使能源价格超预期的风险。

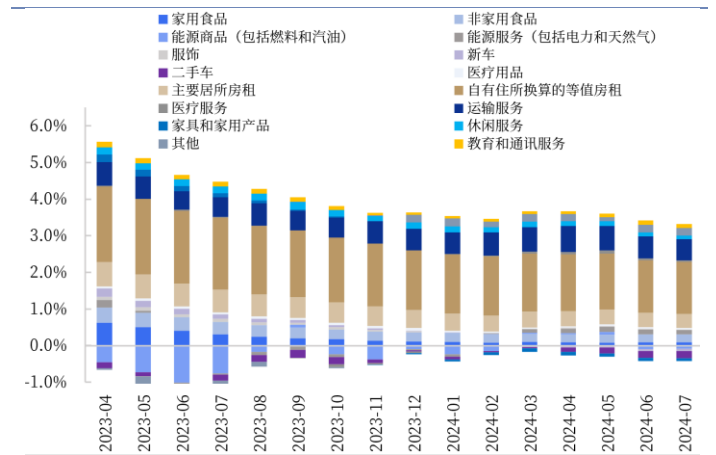
我们认为下半年 CPI 的季调环比增速应保持偏低水平，即使四季度同比回升也不会引起美联储对通胀反弹的担忧，缓慢回落的趋势依然确定。美联储下半年的核心关切中，通胀将缓慢下行，失业率继续小幅抬升，实际消费在有韧性的薪资增速支撑下不会失速，因此“软着陆+预防性降息”依然是基准假设。

图15: 7月美国 PPI 服务价格增速放缓 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图16: CPI 增速三季度将进一步弱化 (%)



资料来源: BLS, 中国银河证券研究院

政治方面，在顶替拜登成为民主党总统候选人后，现任副总统哈里斯在部分民调中表现好于特朗普，其在 8 月 16 日宣布了如果当选后希望在短期推行的经济计划：在同样是财政扩张的大前提下，哈里斯希望为中产减税、降低食品医疗等日常成本并增加可负担房屋的建设，其压低通胀的方式比特朗普更有针对性，但高赤字仍将维持。同时，哈里斯将通胀压力矛头指向地产和食品领域的大企业，并计划对其涨价行为加以限制。

哈里斯对居住成本问题做了较为详细的规划，以供给侧政策为主：她计划在当选后的四年内建设 300 万套新住房，在拜登政府此前的 200 万套计划上进一步扩张，以减少供给短缺。其可能为提供可负担和刚需住房的企业提供税收奖励，并建立联邦基金支持新房建设；此外，她还倾向于立法取消对于大企业和机构投资者投资房产相关的税收优惠阻止企业通过算法抬高租金（如计划通过“Stop Predatory Investing Act”和“Preventing the Algorithmic Facilitation of Rental Housing Cartels Act”），阻止机构投资者抬高房价。需求方面，哈里斯将为及时交付两年以上房租的首代购者提供最高 25000 美元的首付支持。短期来看，增加价格较低的新房供给有助于缓解通胀压力并扭转高利率下住宅开发投资再度下行的压力，有利于降通胀、稳经济。不过需要注意的是，美国当前的住房供给短缺更多来自以成屋为代表的二手房供给不足，新房库存在需求较弱的情况下已经开始累积，因此大量增加新房供给的策略在长期是否有推升地产供给泡沫的风险还有待观察。

物价和生活成本方面，哈里斯将阻止日用杂货行业，特别是食品等进行持续涨价；除了可能对价格进行限制外，哈里斯计划打击食品行业“不公平的并购行为”，因为合并后大企业定价权更加突出，破坏了价格竞争。而在其他方面，哈里斯计划进一步降低医疗成本，并为中产家庭和部分服务行业人员减税，比如为有新生儿的家庭提供新的 6000 美元税收减免（特朗普副手万斯的计划约为 5000 美元）、恢复 3600 美元/儿童的中产和工薪家庭税收抵扣额，以及为一线工人减税高达 1500 美元和免除小费税等。

总体上，不论是哈里斯还是特朗普当选，美国的财政赤字短期预计都将保持较高水平。负责任联邦预算委员会 (CRFB) 研究显示，新的税收抵免和支出将在 2026-2035 财年的十年内大约花费 1.95 万

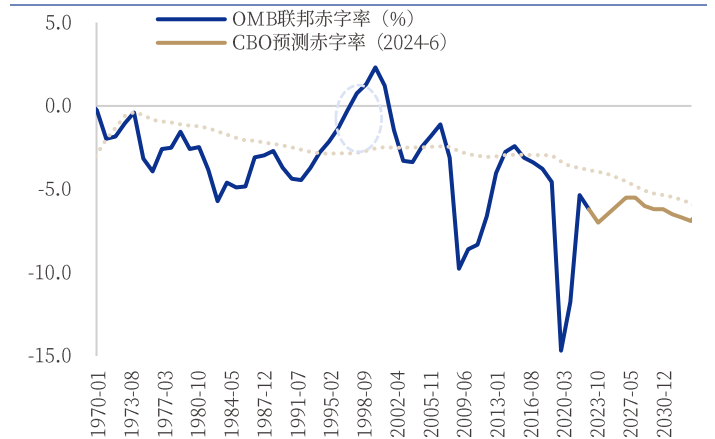
亿美元，如果住房政策永久化，将花费 2.25 万亿美元。而哈里斯团队表示超过 2025 财年预算的成本将以提高企业税和富人税等收入方式抵消。

图17: 哈里斯参选后收到市场欢迎，短期民调好于特朗普 (%)



资料来源: Bloomberg, 中国银河证券研究院

图18: 美国高财政赤字似乎难以避免，但将托底经济



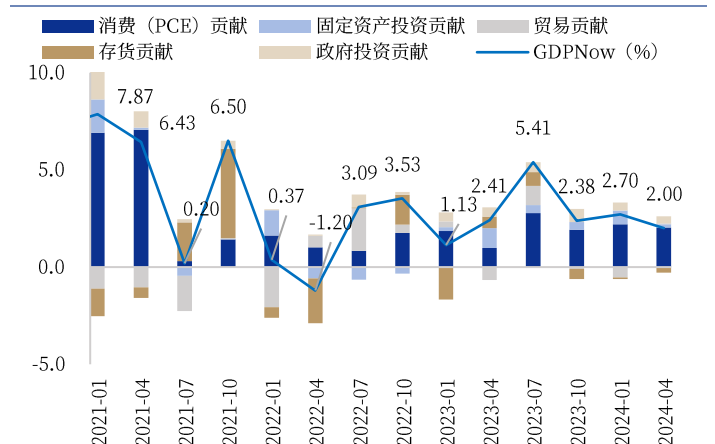
资料来源: OMB, CBO, 中国银河证券研究院

图19: 美国经济周度指数 8 月 10 日为 2.29%左右



资料来源: Fred, 中国银河证券研究院

图20: GDPNow 预测美国三季度实际经济环比折年增长 2.0%



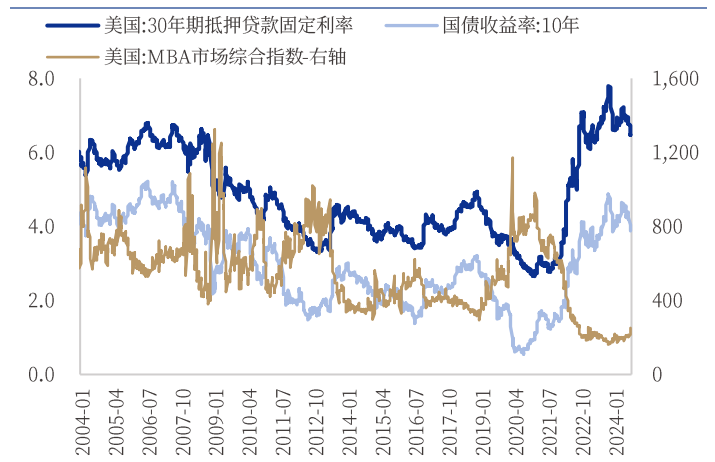
资料来源: Fred, 中国银河证券研究院

图21: 美国红皮书商业零售显示名义商品消费有望在 2.5%左右 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

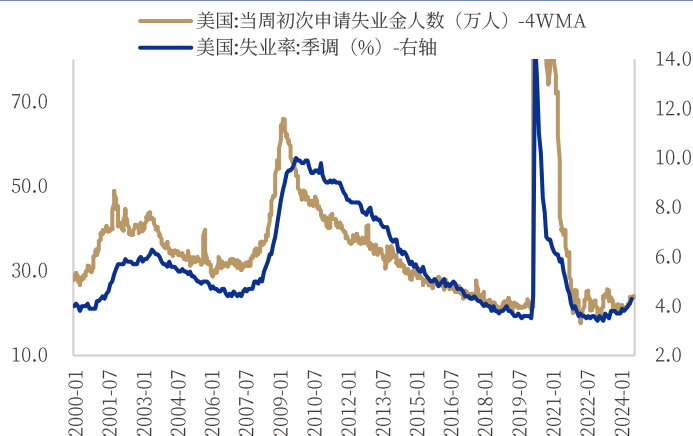
图22: 抵押贷款利率 8 月 15 日为 6.49%左右 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

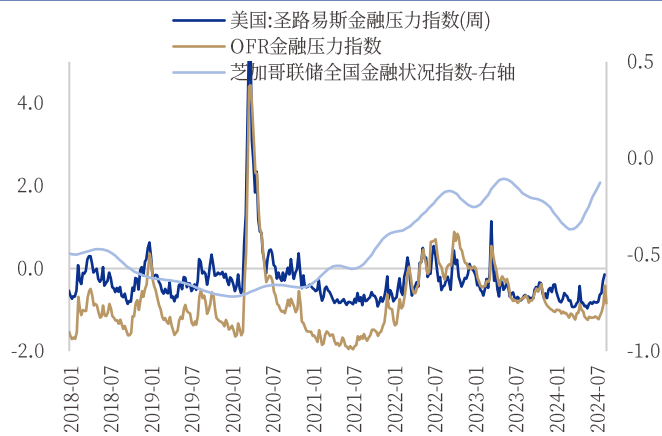


图23: 失业金初请人数 22.7 万人左右, 失业率缓慢上升



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图24: 金融条件指数显示市场短暂紧张后再度趋于宽松



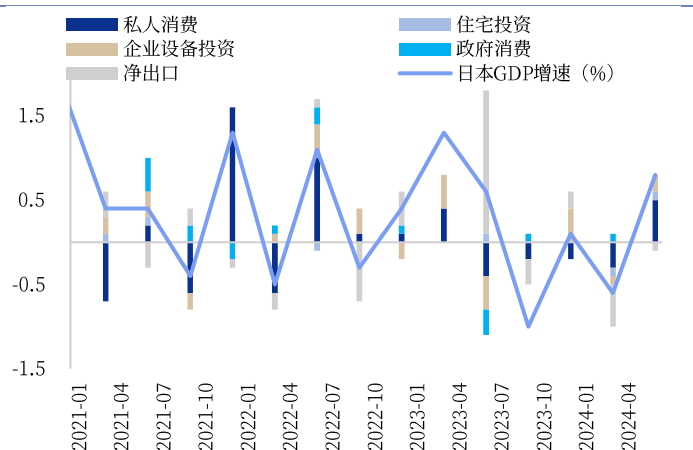
资料来源: Fred, 中国银河证券研究院

### 三、日本二季度经济边际恢复, 底部时期可能过去

日本二季度 GDP 初值终于出现了边际改善, 环比折年增速为 3.1%, 高于预期的 2.1%; 但一季度前值由 -1.8% 下修为 -2.9%, (非折年环比增速为 0.8%, 前值下修为 -0.6%), 上半年整体仍接近零增长状态。同比方面, 二季度实际增长 -0.8%, 前值 -0.9%, 依然处于较弱状态。

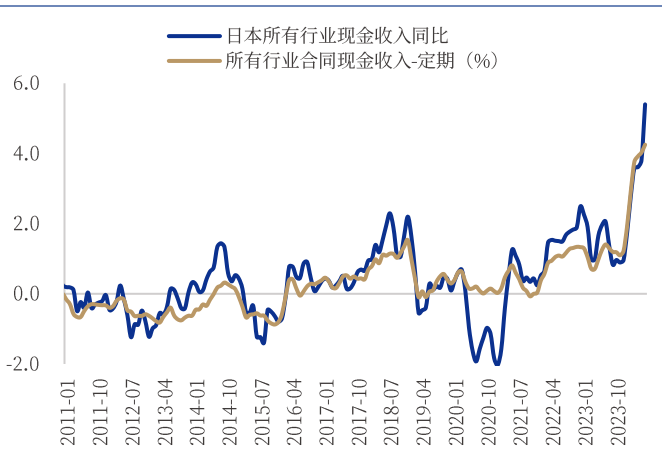
虽然如此, GDP 中出现了一些可喜的信号: 首先, 连续四个季度环比负增长的私人消费环比改善至 0.5%, 结束了消费在薪资上行下依然萎缩的局面。其次, 企业住宅投资环比亦转正, 库存小幅回落, 这也是经济自一季度明显低于预期的数据中改善的信号。同时, 二季度平减指数同比为 2.93%, 比上一季度小幅回落且依然稳定高于日央行 2% 的价格增速目标, 这也有利于日央行判断经济回升并进行进一步的正常化。薪资方面, 二季度所有行业合同现金收入增速均值为 4.25%, 亦高于维持 2% 通胀所需的 3% 左右, 实际薪资转正也利于消费进一步扩张。“薪资-价格”的正向循环有所加强, 这表明日本经济的底部时期可能过去, 尽管其能否进一步扩张还取决于涨薪能付持续支撑消费以及外需能否避免“衰退”。其他方面, 日本出口和工业生产近期表现平平, 服务业对经济的支撑仍更加明显, 产出从底部恢复的斜率依然需要更长时间观察。

图25: 日本经济在消费带动下环比改善



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图26: 日本薪资增速可以支持 2% 通胀, 正向循环在形成



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

## 四、下周看什么？

8月19日至25日将公布美国咨商会经济领先指标、欧元区7月价格数据、8月美欧 Markit PMI 数据等，美欧央行的7月货币政策会议纪要也将在周四公布。最为重要的还是周四开始的 Jackson Hole 央行会议。鲍威尔将在周五讲话，对美国的货币政策和经济情况做出更多评估。预计鲍威尔将在整体模糊并强调数据导向的基础上继续为9月降息铺垫，通胀在二、三季度较为顺利的回落和失业率的上行支持“预防性降息”的出现。英央行行长贝利和欧央行首席经济学家莱恩也将在会议中登场，但日央行行长植田和男由于国内事务并不会参加。

## 五、宏观日历

日期	事件或数据
8月19日（周一）	1. 美国7月咨商会领先指标月率
8月20日（周二）	1. 中国至8月20日一年期贷款市场报价利率 2. 欧元区7月CPI年率终值 3. 德国7月PPI月率
8月21日（周三）	1. 美国至8月16日当周EIA原油库存 2. 2024年FOMC票委、亚特兰大联储主席博斯蒂克发表讲话。
8月22日（周四）	1. 欧元区8月制造业PMI初值 2. 美国至8月17日当周初请失业金人数 3. 美国8月标普全球制造业PMI初值 4. 杰克逊霍尔全球央行年会举行，至8月24日
8月23日（周五）	1. 日本7月核心CPI年率 2. 美联储主席鲍威尔在杰克逊霍尔年会上就经济前景发表讲话
8月26日（周一）	1. 美国8月达拉斯联储商业活动指数
8月27日（周二）	1. 美国8月咨商会消费者信心指数

8月28日（周三）	1. 美国至8月23日当周 EIA 原油库存
8月29日（周四）	1. 美国至8月24日当周初请失业金人数 2. 美国第二季度实际 GDP 年化季率修正值 3. 2024 年 FOMC 票委、亚特兰大联储主席博斯蒂克就经济前景发表讲话
8月30日（周五）	1. 美国7月核心 PCE 物价指数年率 2. 美国8月密歇根大学消费者信心指数终值 3. 日本7月失业率

资料来源: Wind, 金十数据, 中国银河证券研究院

## 六、风险提示

- (1) 美国经济和通胀加速的风险
- (2) 美国银行系统意外出现流动性问题的风险
- (3) 对各国央行政策理解不到位的风险

## 分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

**章俊：**中国银河证券首席经济学家。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

## 评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10% 以上
		中性：相对基准指数涨幅在 -5%~10% 之间
		回避：相对基准指数跌幅 5% 以上
公司评级	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20% 以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20% 之间
		中性：相对基准指数涨幅在 -5%~5% 之间
	回避：相对基准指数跌幅 5% 以上	

## 联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru\_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang\_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying\_yj@chinastock.com.cn