

美国经济“软着陆”的概率

——8月海外环境分析



YONGXING SECURITIES

核心观点

1. 美国经济能否实现“软着陆”的问题仍悬而未决。一方面，美国7月失业率升至4.3%，触发“萨姆规则”，这是美国出现经济衰退的可能信号；另一方面，美联储主席鲍威尔在“杰克逊霍尔年度会议”上的讲话认为“有充分的理由相信经济将在维持强劲劳动力市场的同时，恢复到2%的通胀率”。但鲍威尔也承认“降息的时机和速度将取决于未来的数据、不断变化的前景和风险的平衡。”因此，实现“软着陆”的概率还需要用数据指标的变化来持续跟踪、动态验证。

2. 美国名义利率、实际利率与美元指数回落，美股与金价反弹，反映降息预期上升。从7月29日至8月30日，美国1年期国债收益率从4.79%降至4.38%，10年期国债收益率从4.17%降至3.91%，期间还曾于8月21日到达3.79%的低位；美元指数从104.57降至101.73，期间曾于8月27日到达100.55的低位；金价从2,391美元/盎司升至2,513美元/盎司；美股、日股也在8月出现了反弹。

3. 美国就业：7月美国失业率上升至4.3%（前值4.1%），延续2024年3月以来的上升趋势，并触发了“萨姆规则”，即失业率3个月平均值升至过去12个月最低值以上0.5个百分点，这会被认为是经济衰退的可能信号。但美联储主席鲍威尔在“杰克逊霍尔年度会议”讲话认为：“到目前为止，失业率上升的原因并不是经济衰退期间通常出现的大规模裁员，而是劳动力供应的显著增加，以及招聘速度的减缓”。我们认为，市场对美国失业率趋于上升并触发“萨姆规则”的担忧与美联储主席鲍威尔的解释具有不同的政策指向。前者指向“硬着陆”情景下的“衰退式降息”，后者指向“软着陆”情景下的“预防式降息”，如前所述，两种情形都需要用数据指标的变化来持续跟踪、动态验证。

4. 美国经济：美国2024Q2不变价GDP同比增速与环比增速都出现了反弹。从库存周期的角度来看，美国制造商、零售商、批发商的库存增速都在4月至6月保持上升趋势，我们认为这意味着美国库存周期已经进入到加库存的初期。但美国的住房市场需要进一步观察，目前美国成屋与新建住房的销售中位价、销售套数都没有明显回落，新建住房待售套数仍处于相对高位，但新屋开工套数却出现了一定的下降。

5. 美国通胀：尽管7月欧元区HICP出现反弹，但美国7月CPI仍然降至3.0%以下，美国PPI也出现了回落。同时8月国际油价均值相比7月小幅回落，这也有利于全球通胀预期的稳定。

投资建议

我们提示，“软着陆”的判断需要用数据指标的变化来持续跟踪、动态验证，目前并不能确定发生的概率。除了全球资产价格的变化之外，还需要全面观测美国的经济、就业、通胀等方面的宏观指标。

风险提示

(1) 地缘政治冲击可能推升能源价格；(2) 美联储降息预期可能推升美国房屋价格。

日期：2024年09月02日

分析师：高明

E-mail: gaoming@yongxingsec.com

SAC编号: S1760524050003

相关报告：

《中国出口增速已接近全球名义GDP增速》

——2024年08月13日

《美国通胀率回落失业率上升》

——2024年07月15日

《美国通胀率的五个观察视角》

——2024年06月21日

正文目录

1. “软着陆”是美联储的基本假设	3
1.1. 美联储主席在 2024 年杰克逊霍尔年度会议上的讲话	3
1.2. 全球资产价格的表现	4
2. 美国就业：失业率持续上升并触发“萨姆规则”	5
3. 美国经济：二季度 GDP 反弹，住房销售需要观察	6
4. 美国通胀：CPI 降至 3.0% 以下，PPI 也出现回落	8
5. 投资建议	9
6. 风险提示	9

图目录

图 1: 美国 10 年期与 1 年期国债收益率	3
图 2: 美国 10 年期国债实际收益率与黄金价格	4
图 3: 美元指数与 USDCNY 即期汇率	4
图 4: 美股纳斯达克指数	5
图 5: 东京日经 225 指数	5
图 6: 美国新增非农就业数初值	5
图 7: 美国失业率	5
图 8: 美国劳动力参与率	6
图 9: 美国非管理人员平均时薪增速	6
图 10: 中国与美国不变价 GDP 季度同比	6
图 11: 美国 GDP 环比折年率 (%) 及其分项拉动率 (百分点数)	7
图 12: 美国制造商、批发商、零售商库存同比增速	7
图 13: 美国新屋、成屋销售中位价	8
图 14: 美国新屋、成屋销售量	8
图 15: 美国新建住房待售量	8
图 16: 美国新屋 (私人住宅) 开工量	8
图 17: 美国 CPI 与核心 CPI	9
图 18: 欧元区 HICP 与核心 HICP	9
图 19: 美国 PPI 与中国 PPI	9
图 20: 布伦特原油现货价与美国原油钻机数	9

1. “软着陆”是美联储的基本假设

1.1. 美联储主席在 2024 年杰克逊霍尔年度会议上的讲话

8 月 23 日，美联储主席鲍威尔在“杰克逊霍尔年度会议”发表讲话，根据财联社翻译的版本，可以归纳出以下基本要点：

(1) **通胀与就业形势**：经济仍在以稳健的步伐增长；通胀的上行风险已经减弱；而就业的下行风险则增加了。

(2) **政策目标**：恢复价格稳定，同时保持强劲的劳动力市场，避免像过去通胀预期较不稳定时所出现的那种失业率大幅上升的情况。

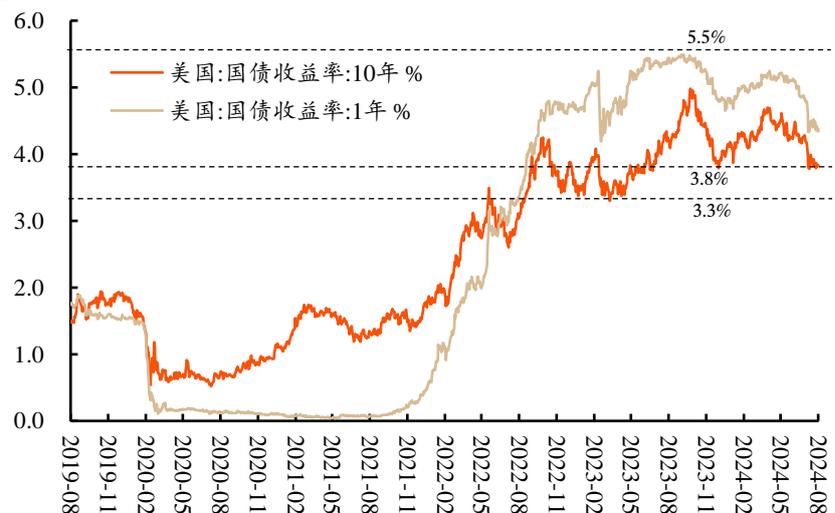
(3) **政策方向**：现在是调整政策的时候了。前进方向很明确，降息的时机和速度将取决于未来的数据、不断变化的前景和风险的平衡。

(4) **政策空间**：当前的政策利率水平为我们应对任何风险提供了充足的空间，包括劳动力市场条件进一步恶化的风险。

(5) **政策效果的预期**：随着政策限制的适当减少，有充分的理由相信经济将在维持强劲劳动力市场的同时，恢复到 2% 的通胀率。

可以看出，鲍威尔的讲话总体上认为美国经济“软着陆”的概率更大，这集中体现为“有充分的理由相信经济将在维持强劲劳动力市场的同时，恢复到 2% 的通胀率”这句表述。但我们提示，美国“软着陆”的判断需要用数据指标持续去验证。鲍威尔也承认“降息的时机和速度将取决于未来的数据、不断变化的前景和风险的平衡。”本报告随后将给出全球资产价格的表现，并将在第 2 至 4 节给出需要重点去观测的宏观指标。

图1:美国 10 年期与 1 年期国债收益率



资料来源：Wind，甬兴证券研究所

1.2. 全球资产价格的表现

从全球资产价格来看，8月美国利率与美元指数回落，黄金价格与风险资产价格反弹，市场交易的是美国经济“软着陆”情形之下美联储“预防式降息”的可能性上升。

(1) **美国利率下降**。截至8月30日，美国1年期国债收益率收于4.38%（7月29日为4.79%），美国10年期国债收益率降至3.91%（7月29日为4.17%），期间曾于8月21日到达过3.79%的低位，再次向下冲击3.8%的位置。8月30日美国10年期国债实际收益率降至1.76%（7月29日为1.92%）。

(2) **美元指数回落**。8月30日美元指数收于101.73（7月29日为104.57），期间还曾于8月27日到达过100.55的低位；8月30日USDCNY即期汇率收于7.09（7月29日为7.26），回到7.1以内的水平。

(3) **黄金价格反弹**。8月30日伦敦现货黄金价格收于2,513美元/盎司（7月29日为2,391美元/盎司）；

(4) **美股、日股也出现了反弹**。8月30日纳斯达克指数收于17,714点（此前曾在8月7日降至16,196点），日经225指数收于38,648点（此前曾在8月5日降至31,458点）。

图2:美国10年期国债实际收益率与黄金价格



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图3:美元指数与USDCNY即期汇率



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图4:美股纳斯达克指数



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图5:东京日经 225 指数



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

2. 美国就业：失业率持续上升并触发“萨姆规则”

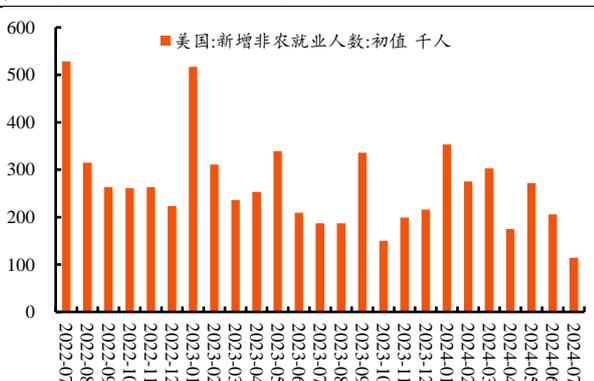
7月美国失业率继续上升，时薪增速进一步下行。7月美国失业率升至4.30%（前值4.10%），延续2024年3月以来持续上升的趋势；同时7月劳动力参与率上升至62.70%（前值62.60%），平均时薪增速下降至3.82%（前值3.98%）。

8月7日财联社文章指出“美国7月失业率升至4.3%，触发萨姆规则，这是美国出现经济衰退的可能信号”。“萨姆规则”是指当失业率的3个月平均值升至过去12个月最低值以上0.5个百分点时，就被认为是经济衰退的可能信号。

但美联储主席鲍威尔在“杰克逊霍尔年度会议”的讲话认为：“到目前为止，失业率上升的原因并不是经济衰退期间通常出现的大规模裁员，而是劳动力供应的显著增加，以及招聘速度的减缓。”

我们认为，市场对于美国失业率趋于上升并触发“萨姆规则”的担忧与美联储主席鲍威尔的解释具有不同的政策指向。前者指向“硬着陆”情景下的“衰退式降息”，后者指向“软着陆”情景的“预防式降息”。两种情形都需要用数据指标的变化来持续跟踪、动态验证。

图6:美国新增非农就业数初值



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图7:美国失业率



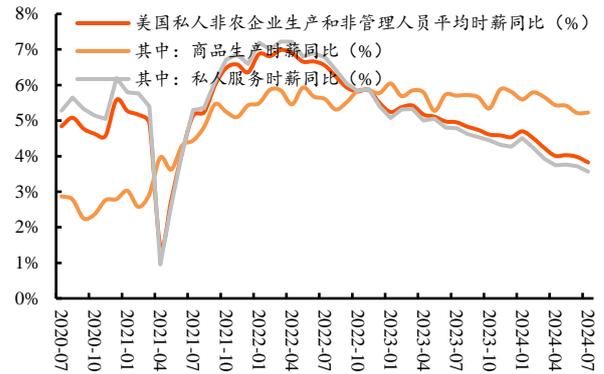
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图8:美国劳动力参与率



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图9:美国非管理人员平均时薪增速



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

3. 美国经济：二季度 GDP 反弹，住房销售需要观察

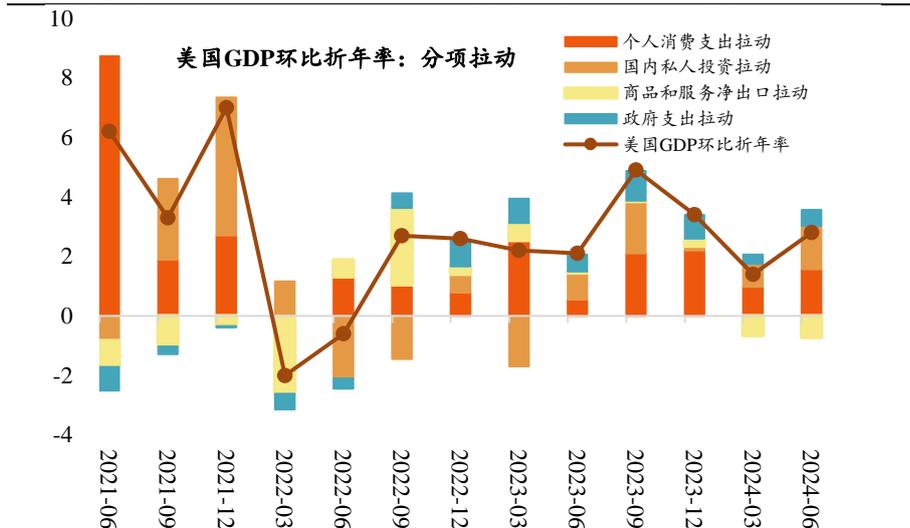
美国 2024Q2 不变价 GDP 同比增速与环比增速都出现了反弹。2024Q2 美国不变价 GDP 同比为 3.15% (前值为 2.92%)。2024Q2 美国不变价 GDP 环比折年率为 3.0% (前值 1.4%)，其中个人消费支出的拉动率为 1.95 个百分点，国内私人投资的拉动率为 1.31 个百分点，商品和服务进出口的拉动率为 -0.77 个百分点，政府支出的拉动率为 0.46 个百分点。

图10:中国与美国不变价 GDP 季度同比



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

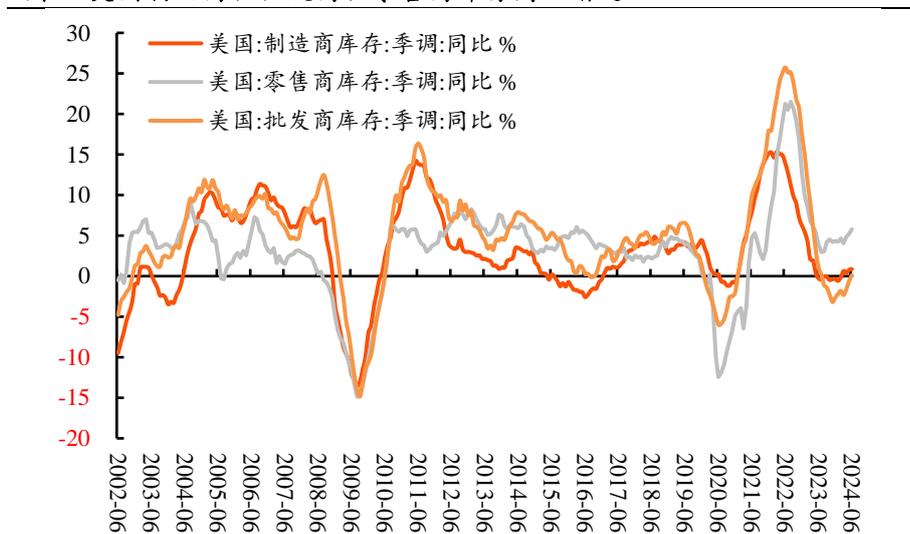
图11:美国 GDP 环比折年率 (%) 及其分项拉动率 (百分点)



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

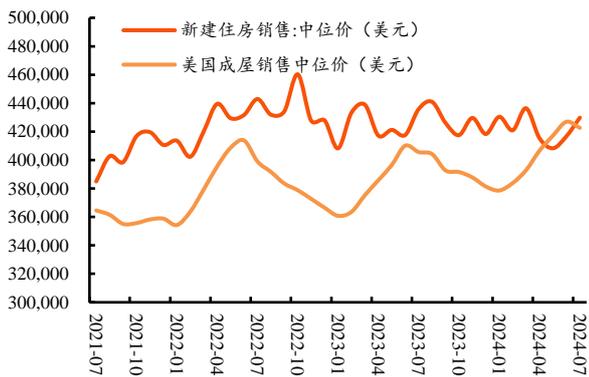
从库存周期的角度来看,我们认为美国库存周期已经进入到加库存的初期。数据显示,美国制造商库存、零售商库存、批发商库存增速都在4月至6月保持上升趋势。

图12:美国制造商、批发商、零售商库存同比增速



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

但美国的住房市场需要进一步观察。2024年以来美国成屋与新建住房的销售中位价、销售套数都还没有明显回落,新建住房待售套数仍处于相对高位,但新屋开工套数却出现了一定的下降。

图13:美国新屋、成屋销售中位价


资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图14:美国新屋、成屋销售量


资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图15:美国新建住房待售量


资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图16:美国新屋(私人住宅)开工量


资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

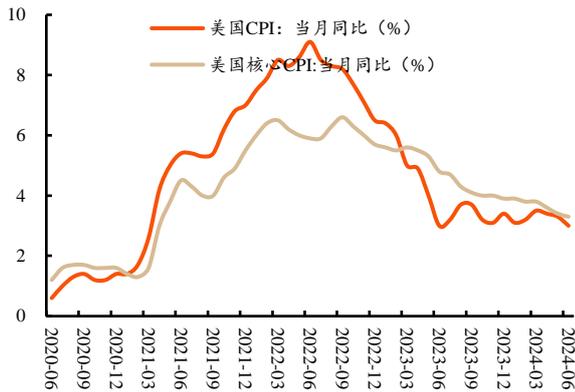
4. 美国通胀: CPI 降至 3.0% 以下, PPI 也出现回落

7月欧元区HICP出现反弹。7月欧元区HICP增速2.60%(前值2.50%),核心HICP增速2.90%(前值2.90%)。

7月美国CPI降至3.0%以下, PPI也出现了回落。7月美国CPI增速降至2.90%(前值3.00%);核心CPI增速也降至3.20%(前值3.30%);7月美国PPI回落至2.30%(前值2.70%)。

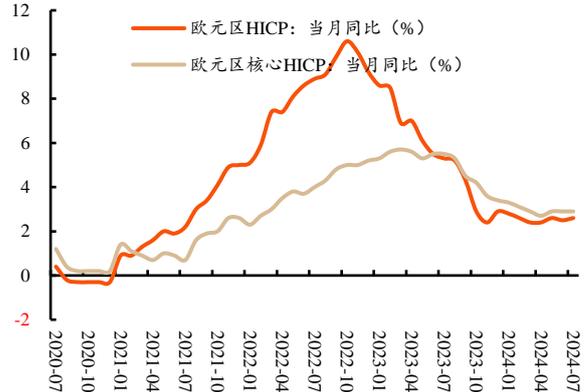
8月国际油价均值相比7月小幅回落。8月29日布伦特原油收于82.56美元/桶,相比7月29日的80.96美元/桶小幅上升,但8月平均值相比7月小幅回落。以布伦特原油现货价月度均值衡量,5月为82.20美元/桶、6月为82.80美元/桶,7月为85.44美元/桶,8月截至30日为81.08美元/桶。我们认为,8月国际油价均值的边际回落,有利于全球通胀预期的稳定。

图17:美国 CPI 与核心 CPI



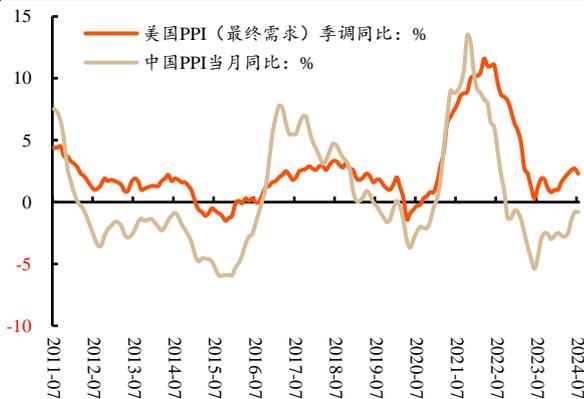
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图18:欧元区 HICP 与核心 HICP



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图19:美国 PPI 与中国 PPI



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图20:布伦特原油现货价与美国原油钻机数



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

5. 投资建议

美联储主席在“杰克逊霍尔年度会议”的讲话总体认为认为“有充分的理由相信经济将在维持强劲劳动力市场的同时，恢复到 2%的通胀率”。但也承认了“降息的时机和速度将取决于未来的数据、不断变化的前景和风险的平衡。”我们认为，美国坚固“软着陆”的判断需要用数据指标的变化来持续跟踪和验证。本报告给出了美国经济、就业、通胀三个方面的观测指标。

6. 风险提示

(1) 地缘政治冲击可能推升能源价格

俄乌冲突的继续与中东局势的升级可能推升国际能源价格，这会强化美国的通胀粘性，导致美联储推迟降息。

(2) 美联储降息预期可能推升美国房屋价格

随着降息预期的上升，美国房屋销售和价格可能上升，并推升美国 CPI 的居住项。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，专业审慎的研究方法，独立、客观地出具本报告，保证报告采用的信息均来自合规渠道，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本报告所发表的任何观点均清晰、准确、如实地反映了研究人员的观点和结论，并不受任何第三方的授意或影响。此外，所有研究人员薪酬的任何部分不曾、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

甬兴证券有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数

相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；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）为基准指数。

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

特别声明

在法律许可的情况下，甬兴证券有限公司（以下简称“本公司”）或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问以及金融产品等各种服务。因此，投资者应当考虑到本公司或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

版权声明

本报告版权属于本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用本报告中的任何内容。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

重要声明

本报告由本公司发布，仅供本公司的客户使用，且对于接收人而言具有保密义务。本公司并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为本公司的客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐及其他交流方式等只是研究观点的简要沟通，需以本公司发布的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时思量各自的投资目的、财务状况以及特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。市场有风险，投资须谨慎。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司和关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。投资者应当自行关注相应的更新或修改。