



“预防性”的美联储与“短鸽长鹰”的日央行

——海外宏观周报（9月16日-22日）

2024年9月23日

- 全球宏观和市场：**截至9月22日当周，美国公布了8月零售销售、地产等相关数据，同时美联储以首次降息50BP呵护美国劳动市场和经济增长。此外，英国央行和日本央行也在当周做出利率决议，两者均维持政策利率不变。美联储略超预期的降息幅度带动权益资产回升，但美债和美元指数表现相对谨慎，部分交易者仍预期美联储年内将降息超过100BP。（1）美元指数当周回落，收100.7335，虽然美联储降息，但英镑和欧元的相对升值阻碍了美元指数进一步走低；（2）美国国债收益率曲线略回升，10年期美国国债收益率上行9.7BP至3.749%；（3）美国三大股指均在9月初大幅下挫后反弹，道琼斯和标普500指数均创下历史新高；（4）强于预期的美联储降息幅度提振了贵金属价格，黄金再创新高；白银和铜亦上涨。**从全球主要股指来看**，当周主要股指大多上行，仅英国富时100指数小幅下跌，涨幅居前的有恒生科技指数的6.4%、俄罗斯MOEX指数的3.9%、日经225指数的3.1%、印度SENSEX30指数的2.0%和道琼斯指数的1.6%。**从全球主要货币汇率来看**，美元指数略回落，兑美元上行的其他主要货币有澳元、英镑、新西兰元、欧元和人民币等；兑美元下跌的有卢布、日元和瑞郎。**从重要商品来看**，当周涨幅居前的有NYMEX天然气、棕榈油、布油、LME镍等，跌幅居前的有CBOT小麦、铁矿石、螺纹钢、CZCE PTA等。**从花旗经济意外指数来看**，美欧经济较预期改善，中国整体震荡，新兴市场经济体略有下滑，美国的消费和失业金申请等数据显示经济短期依然具有韧性。
- 美国-降息还是“预防性”，经济短期仍稳定：**美联储的首次降息仍然是在通胀增速明显放缓、劳动市场持续弱化的情况下努力达成软着陆的尝试，鲍威尔在会后暗示50BP的单次降息不会成为常态。这对经济的短期影响并不会显著区别于25BP的降息，在美国经济仍然保持韧性且金融风险总体可控的情况下，除非劳动市场出现超预期的弱化，否则年内剩余的两次降息幅度应是25BP，这也符合美联储9月点阵图给出的节奏。2025年预计降息100BP，2026年达到3%左右的中性利率。**零售销售数据虽放缓但依然较为坚挺**，8月零售销售名义环比升0.1%，强于-0.2%的预期，同比增速为2.13%（前值2.86%）。不含机动车的零售销售环比增0.11%（前值0.46%）。从实际值考虑，零售销售目前的绝对值依然高于疫情前趋势，短期仍可能以震荡下行为主。地产市场方面，随着抵押贷款利率的下行MBA购买指数和再融资指数在9月均出现改善的迹象，8月新房开工也出现了边际改善，但成屋销售依然偏弱。**不过短期来看，新房开工8月的边际改善可能不会改变美国Q3住宅投资偏弱的情况：**从与新开工相关性较高的销售来看，新建住房与成屋销售目前明显低于新房开工的水平，在新房库存比仍在8个月左右的情况下，即使住宅总需求边际改善，地产商短期也没有进一步开发新房的动力（除非哈里斯当选美国总统并立刻推行住房补贴与住宅建造计划）。
- 日本央行“短鸽长鹰”，中性利率视角仍支持未来加息：**日本央行在9月议息会议中决定维持0.25%的政策利率不变，符合市场预期，同时在日元持续贬值压力减弱的情况下，进一步快速加息的必要性降低，日元兑美元汇率也随之走弱。日央行近期整体态度偏鸽派，对2024、2025和2026年的GDP增速展望分别为0.6、1.0%和1.0%，对CPI在2024、2025和2026年的同比增速预测为2.5%、2.1%和1.9%，整体高于2%的通胀目标。虽然短期谨慎，但日央行继续加息至中性利率仍是大势所趋，预计下一次加息比起10月末更可能在12月出现。日央行行长植田和男在7月底的议息会议后就表示0.5%不是政策利率的上限，希望达到中性利率。所谓中性利率（neutral rate），即实际自然利率（real natural rate）和预期通胀率之总和，而目前日央行测算的自然利率范围大致在-1.0%至0.5%之间，而日本目前的实际利率仍明显低于-1.5%。这表明即使以最低的自然利率来测算，日本的政策利率也至少应该提升至0.5%以上的水平。

分析师

章俊

☎：010-8092 8096

✉：zhangjun_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070003

于金潼

☎：186-5320-7096

✉：yujintong_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130524080003

风险提示

1. 美国经济和劳动市场下行的风险
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

风险方面，日本一方面需要注意外需潜在的下行风险，这主要取决于美联储能否成功达成软着陆；另一方面，短期偏鸽的日央行仍会为套息交易重新积聚力量，金融市场动荡的风险并没有解除，这也是日央行未来的加息可能偏晚且加息前会进行更加谨慎沟通的重要原因。

- **本周看什么？** 9月23日至29日将公布主要经济体9月PMI、美国8月新屋销售、美国Q2 GDP增速终值和8月PCE及价格指数等数据。上述数据预计仍然支持美国地产市场短期偏弱，通胀进一步下行而消费相对坚挺的叙事。对于市场来说，月末更多消费和服务业相关的数据仍可能印证“预防性降息”的交易逻辑，而对经济衰退的担忧则需要等到月初美国ISM制造业PMI和失业以及新增就业数据的弱化。

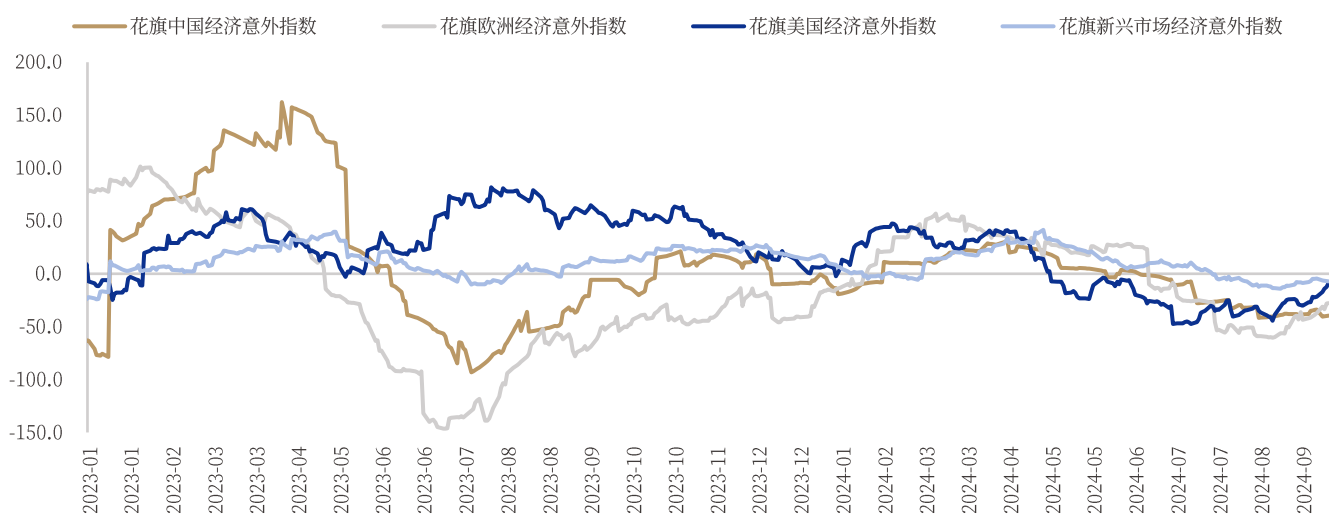
一、全球宏观和市场

截至 9 月 22 日当周，美国公布了 8 月零售销售、地产等相关数据，同时美联储以首次降息 50BP 呵护美国劳动市场和经济增长。此外，英国央行和日本央行也在当周做出利率决议，两者均维持政策利率不变。美联储略超预期的降息幅度带动权益资产回升，但美债和美元指数表现相对谨慎，部分交易者仍预期美联储年内将降息超过 100BP。(1) 美元指数当周回落，收 100.7335，虽然美联储降息，但英镑和欧元的相对升值阻碍了美元指数进一步走低；(2) 美国国债收益率曲线略回升，10 年期美国国债收益率上行 9.7BP 至 3.749%；(3) 美国三大股指均在 9 月初大幅下挫后反弹，道琼斯和标普 500 指数均创下历史新高；(4) 强于预期的美联储降息幅度提振了贵金属价格，黄金再创新高；白银和铜亦上涨。

从全球主要股指来看，当周主要股指大多上行，仅英国富时 100 指数小幅下跌，涨幅居前的有恒生科技指数的 6.4%、俄罗斯 MOEX 指数的 3.9%、日经 225 指数的 3.1%、印度 SENSEX30 指数的 2.0% 和道琼斯指数的 1.6%。从全球主要货币汇率来看，美元指数略回落，兑美元上行的其他主要货币有澳元、英镑、新西兰元、欧元和人民币等；兑美元下跌的有卢布、日元和瑞郎。从重要商品来看，当周涨幅居前的有 NYMEX 天然气、棕榈油、布油、LME 镍等，跌幅居前的有 CBOT 小麦、铁矿石、螺纹钢、CZCE PTA 等。

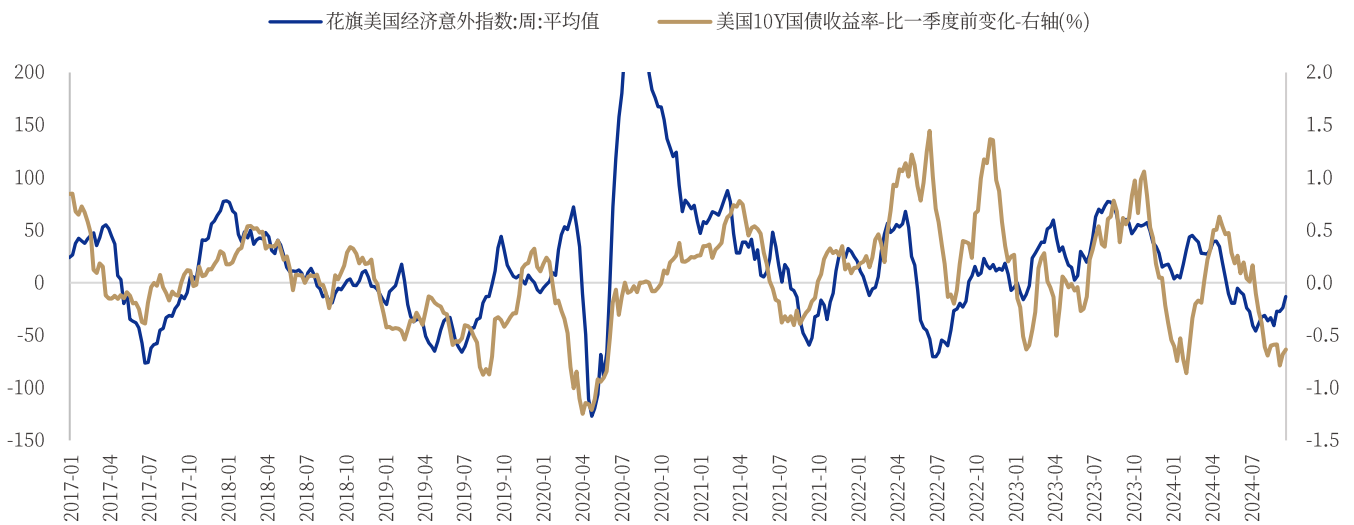
从花旗经济意外指数来看，美欧经济较预期改善，中国整体震荡，新兴市场经济体略有下滑，美国的消费和失业金申请等数据显示经济短期依然具有韧性。全球地缘政治风险指数当周边际回落但依然处于高位。

图1：花旗经济意外指数（%）



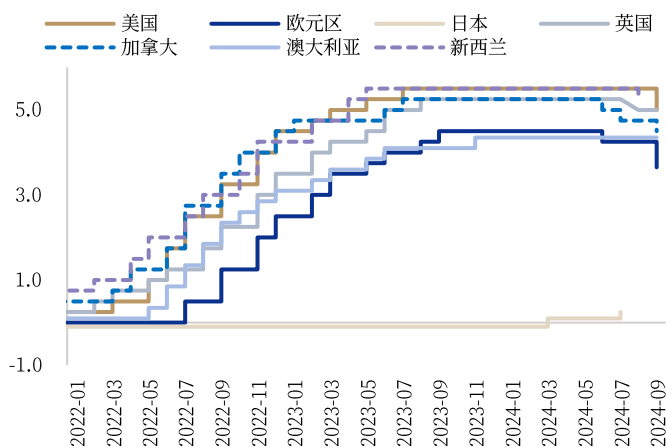
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图2: 花旗经济意外指数与美债收益率 (%)



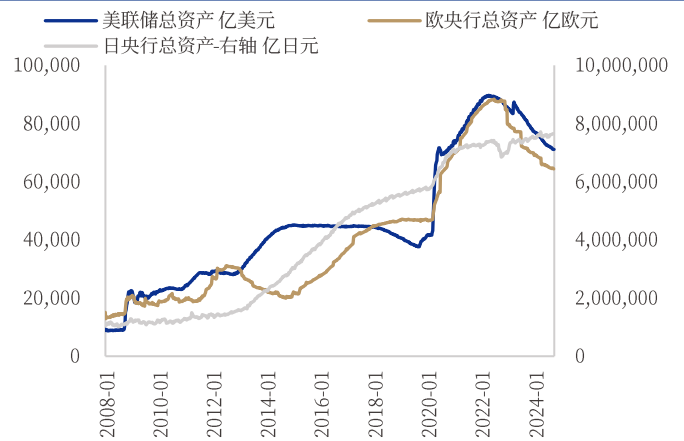
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图3: 重要发达经济体政策利率变化 (%)



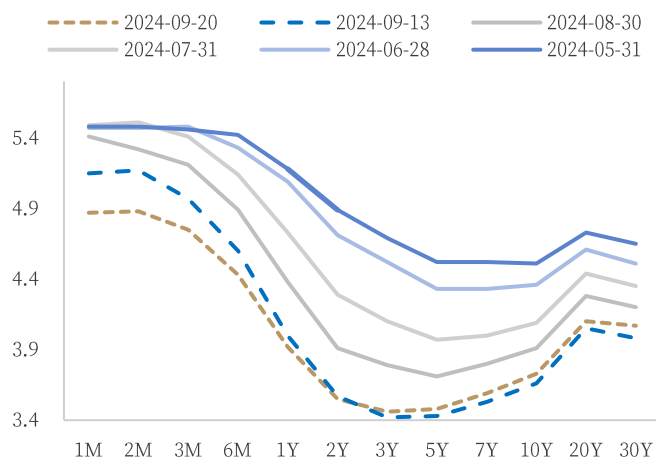
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图4: 美欧日央行资产规模



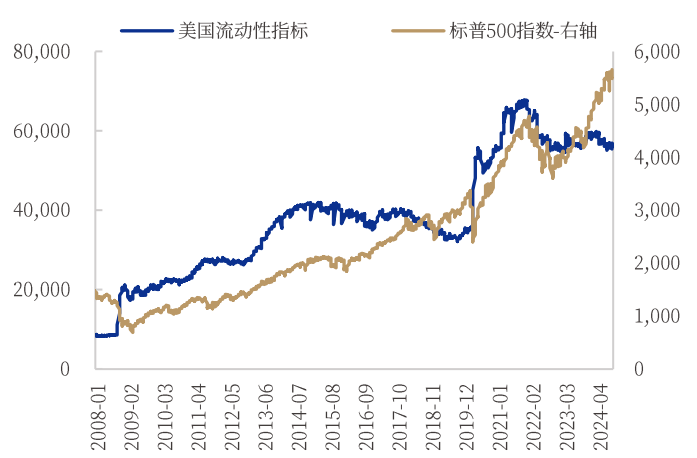
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图5: 美国国债收益率曲线 (%)



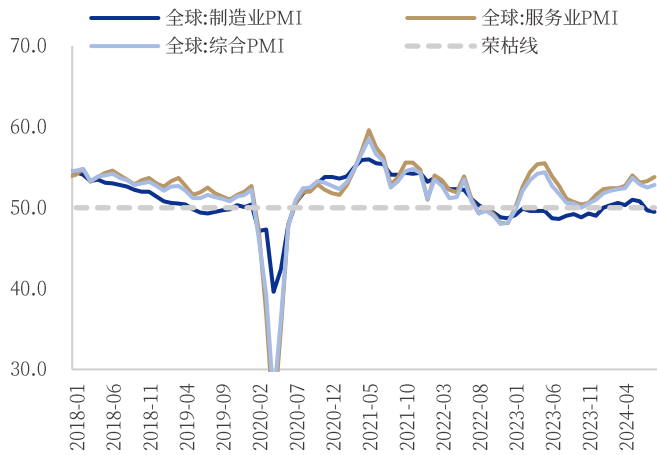
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图6: 美联储流动性监测



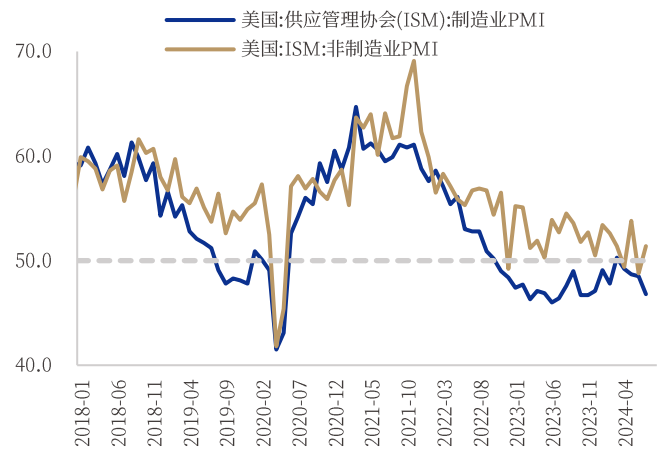
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图7: 全球 PMI (%)



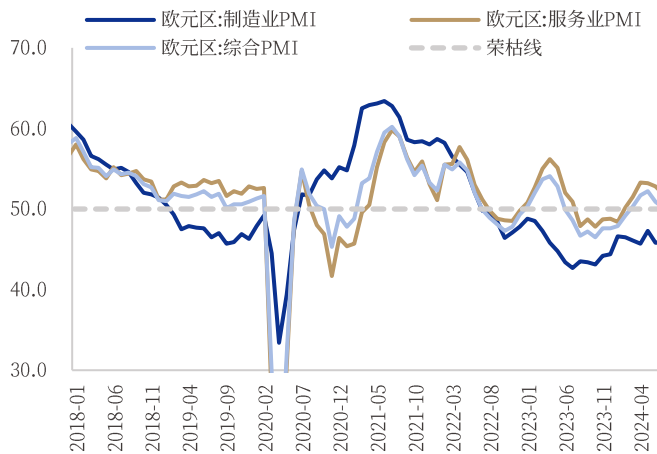
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图8: 美国 PMI (%)



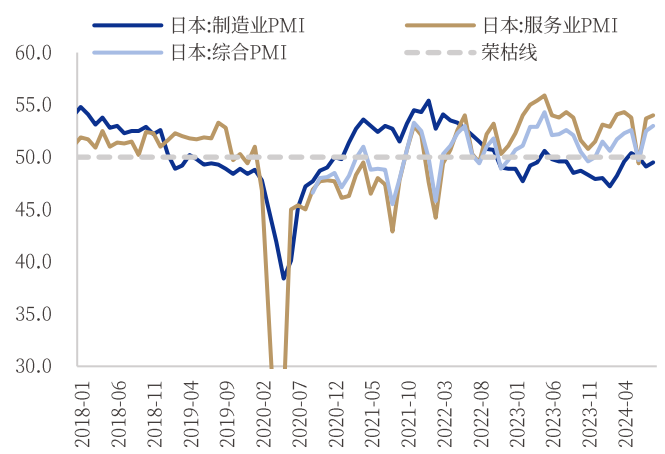
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图9: 欧元区 PMI (%)



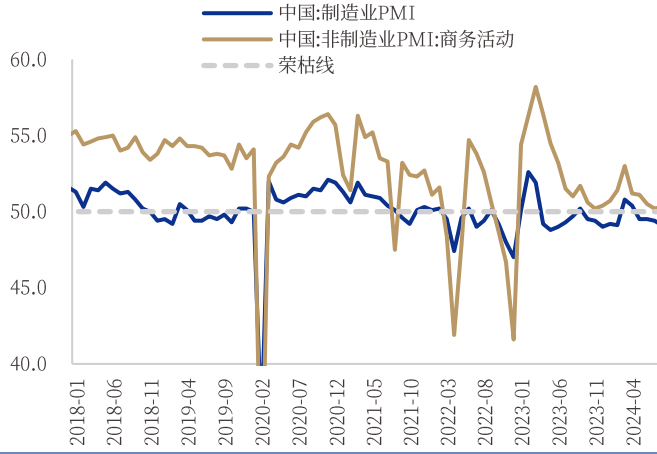
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图10: 日本 PMI (%)



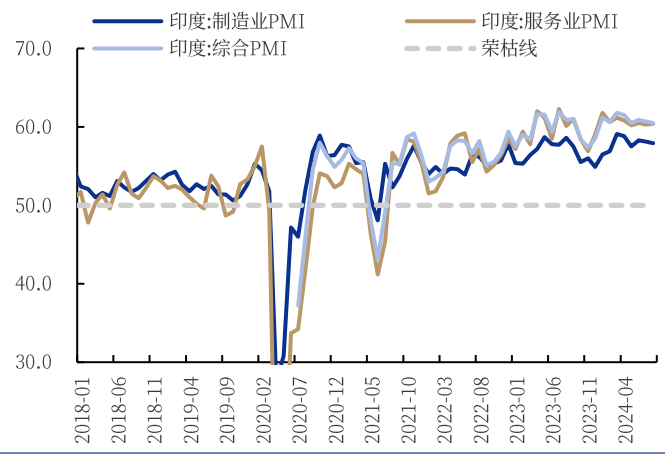
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图11: 中国 PMI (%)



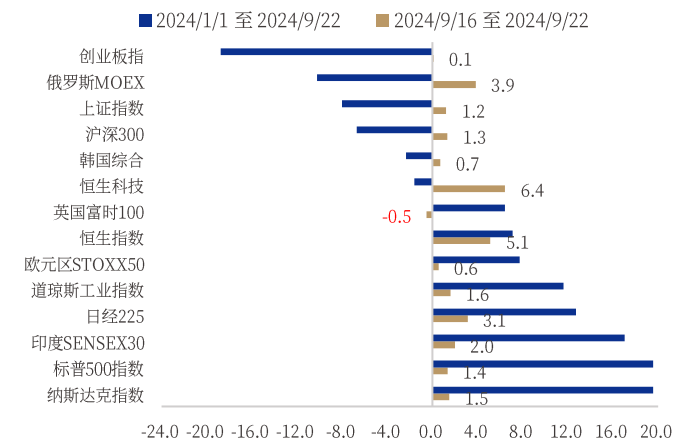
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图12: 印度 PMI (%)



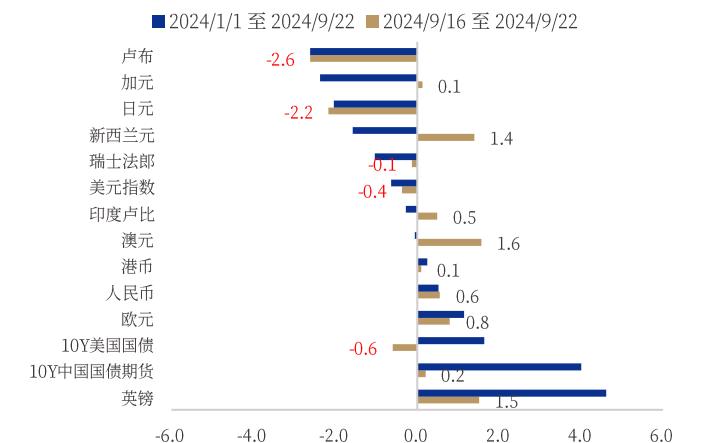
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图13: 全球主要股指变动 (年初至今及当周%)



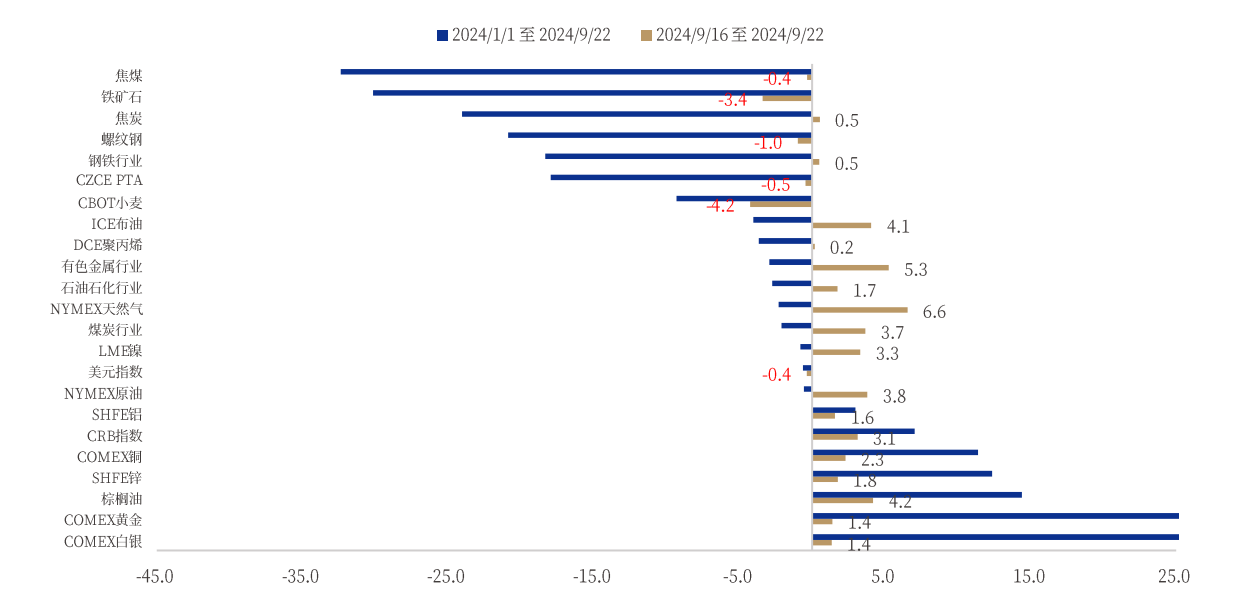
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图14: 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15: 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：首降幅度略强于预期，经济增长依然稳定

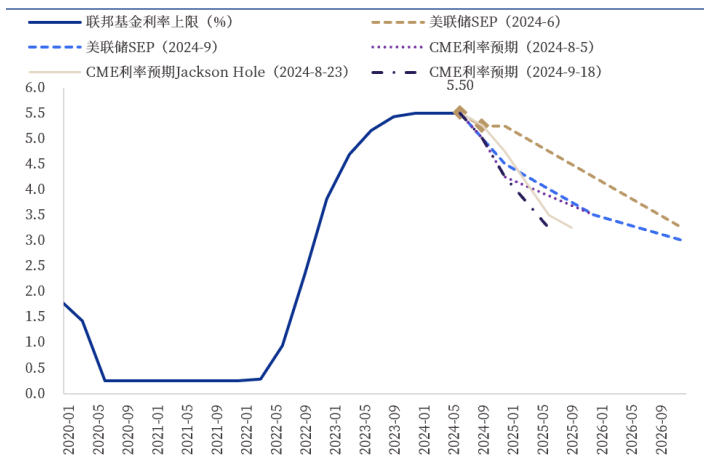
9月16日到22日当周，美联储在9月议息会议中降息50BP并给出2024年累计降息100BP的指引，同时美国公布了8月零售销售数据、地产数据等，整体显示美国经济短期依然稳定增长。随着零售销售数据进一步显露韧性，GDPNow显示美国Q3的GDP预期增速有望达到2.9%左右（上次预测为3.0%），市场在警惕2025年衰退风险的同时也不应过早定价美国基本面出现大幅弱化，目前来看美联储依然不需要进行连续大幅的降息，“预防性降息+软着陆”组合依然有交易空间。

首先，美联储的首次降息仍然是在通胀增速明显放缓、劳动市场持续弱化的情况下努力达成软着陆的尝试，鲍威尔在会后暗示50BP的单次降息不会成为常态。9月18日，美联储在FOMC会议上宣布降息50BP并继续缩表，降息后利率水平为4.75%-5.00%。与会者中，理事鲍曼投出反对票并认为应该降息25BP而非50BP。自此，除日本外的主要发达国家经济体均进入降息周期。50BP的首次降息

幅度略强于市场主要机构预期，在数据的分化下，此前投资者的降息预期一直在 25BP 与 50BP 间摇摆；50BP 的首次降息后，点阵图显示美联储官员目前倾向于年内再降息两次，每次 25BP。

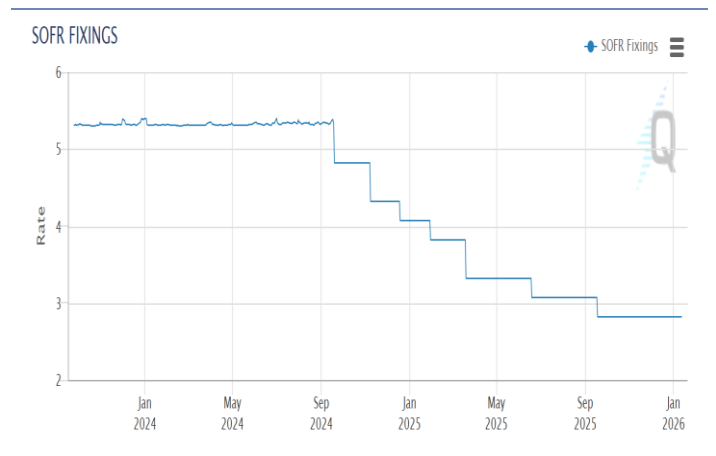
9 月 FOMC 会议有 5 个重点值得关注：(1) 鲍威尔表示不应当将本次 50BP 的降息理解为新的基准降息节奏，基准情况仍然是经济展望中所反映的全年降息 100BP 的路径，而美联储也会继续延续数据依赖。(2) 首次降息 50BP 的原因是美联储认为通胀的顺利下行和劳动市场的弱化均有影响。(3) 大幅降息是为了使经济保持较好增长，鲍威尔对经济的评估是“美国经济正处于良好位置，而我们今天的决定旨在使经济保持在这种位置。”(4) 美联储对中性联邦基金利率的评估为 2.75%-3.00% 左右，比此前进一步提高，这一水平预计在 2026 年达到。(5) 鲍威尔也对居住成本通胀和房地产市场做出了讨论，但结论相对含糊，即美联储无法判断降息后地产价格是否会降低，还需要观察。整体来看，50BP 的降息对经济的短期影响并不会显著区别于 25BP 的降息，在美国经济仍然保持韧性且金融风险总体可控的情况下，除非劳动市场出现超预期的弱化，否则年内剩余的两次降息幅度应是 25BP，这也符合美联储 9 月点阵图给出的节奏。

图16: 美联储降息路径预测 (%)



资料来源: Fred, CME, 中国银河证券研究院

图17: SOFR 显示市场预期的降息路径稍快于美联储的引导 (%)

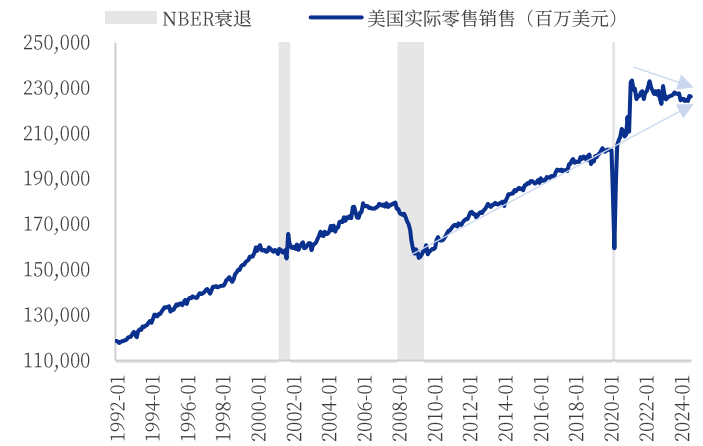


资料来源: CME, 中国银河证券研究院

零售销售数据虽放缓但依然较为坚挺，8 月零售销售名义环比升 0.1%，强于-0.2%的预期，前值从升 1.0%修正为升 1.1%，8 月同比增速为 2.13%（前值 2.86%）。不含机动车的零售销售环比增 0.11%（前值 0.46%）。从分项表现上来看，机动车、家居家装和电子及家用电器以及食品饮料等在 7 月环比反弹后负增长，但幅度有限；家居家装和建筑物材料及园林设备同比负增长，杂货店及网上销售的同比增速依然较高，名义同比分别为 10.65%和 7.75%。从实际值考虑，零售销售目前的绝对值依然高于疫情前趋势，短期仍可能以震荡下行为主。即使美联储开启降息，在劳动市场缓步下滑、超额储蓄耗尽、低收入群体经济压力增大的情况下，以商品为主的零售销售数据短期也难以出现改善。不过，考虑到本轮消费韧性的核心支撑依然源于服务行业，美国个人消费支出的实际环比折年增速维持在 2%左右的可能性较高。

地产方面，随着抵押贷款利率的下行 MBA 购买指数和再融资指数在 9 月均出现改善的迹象，8 月新房开工也出现了边际改善，但成屋销售依然偏弱。不过短期来看，新房开工 8 月的边际改善可能不会改变美国 Q3 住宅投资偏弱的情况：从与新开工相关性较高的销售来看，新建住房与成屋销售目前明显低于新房开工的水平，在新房库销比仍在 8 个月左右的较高情况下，即使住宅总需求边际改善，地产商短期也没有进一步开发新房的动力（除非哈里斯当选美国总统并立刻推行住房补贴与住宅建造计划）。美国地产市场的成交改善需要利率降低增加再融资和成屋市场的活跃度，而目前 30 年抵押贷款 6%左右的利率仍不算低，在不考虑政策干预的情况下住宅市场带动投资回升仍需进一步降息。

图18: 实际零售销售短期可能保持震荡, 即使降息也不易立刻回升



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图19: 从名义同比增速来看, 美国零售销售增速弱化不明显



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图20: 美国房屋销售偏低依然意味着新房投资难以持续回升



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图21: 成屋交易回升需要降息带动抵押贷款利率下行(%-右轴)



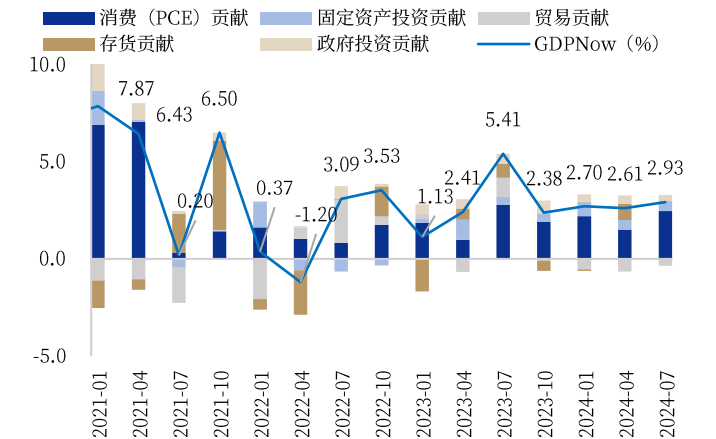
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图22: 美国经济周度指数 9 月 7 日为 1.81% 左右 (%)



资料来源: Fred, 中国银河证券研究院

图23: GDPNow 预测美国三季度实际经济环比折年增长 2.9%



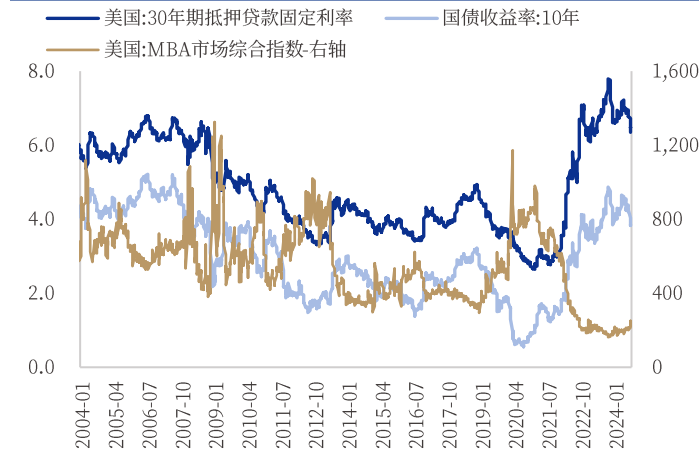
资料来源: Fred, 中国银河证券研究院

图24: 美国红皮书商业零售显示名义商品消费有望在 2.5%左右 (%)



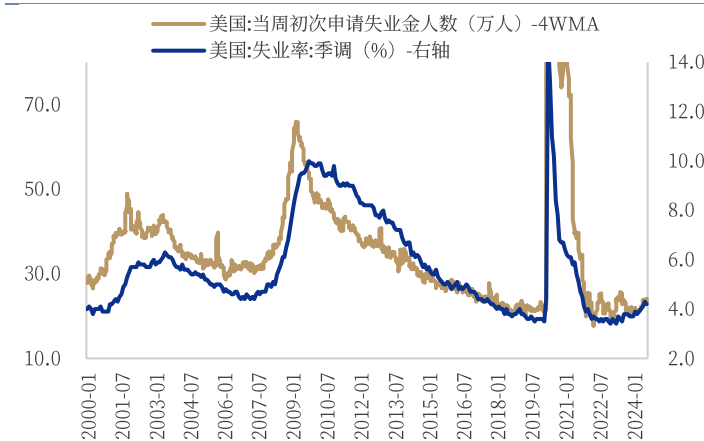
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图25: 抵押贷款利率 9 月 19 日为 6.09%左右 (%)



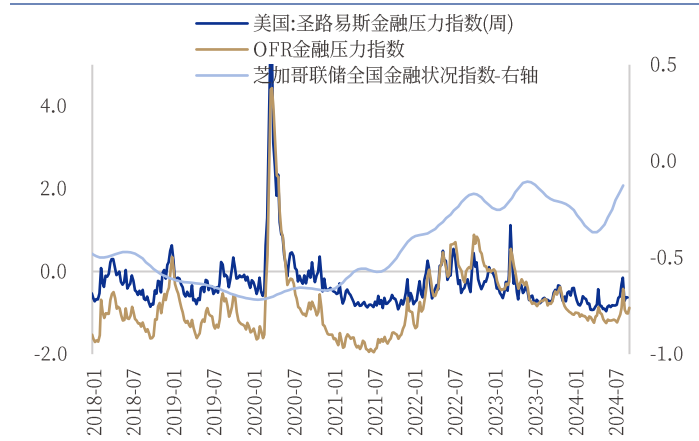
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图26: 失业金初请人数 22.75 万人左右, 失业率上升斜率偏缓



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图27: 指数显示金融条件稍有收紧



资料来源: Fred, 中国银河证券研究院

三、日元升值后加息紧迫性降低，日央行“短鸽长鹰”

日本央行在 9 月议息会议中决定维持 0.25% 的政策利率不变，符合市场预期，同时在日元持续贬值压力减弱的情况下，进一步快速加息的必要性降低，日元兑美元汇率也随之走弱。

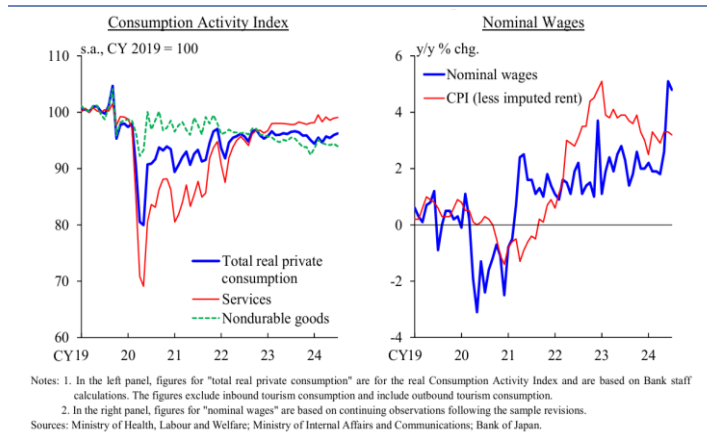
日央行近期整体态度偏鸽派，暗示短期立刻再度加息的必要性不高。关于经济展望与货币政策，日央行官员在 9 月 19 日的讲话中认为日本经济在温和恢复中，对 2024、2025 和 2026 年的 GDP 增速展望分别为 0.6、1.0% 和 1.0%，并继续期待薪资向消费支出传导的正向循环带动经济增长。消费表现仍然相对弱势，服务消费大约恢复至疫情前水平，非耐用品消费依然疲弱；不过日央行认为在实际薪资增长的情况下，消费依然会出现持续的改善，日元持续贬值趋势得到纠正也利于消费恢复。从价格角度来看，日央行有进一步加息的理由，其对 CPI 在 2024、2025 和 2026 年的同比增速预测为 2.5%、2.1% 和 1.9%，整体高于 2% 的通胀目标，因此进一步边际收紧货币政策是合适的，只是在日元不再继续贬值的情况下短期必要性不高。

虽然短期偏鸽派，但日央行继续加息至中性利率仍是大势所趋，预计下一次加息比起 10 月末更可能在 12 月出现。日央行行长植田和男在 7 月底的议息会议后就表示 0.5% 不是政策利率的上限，希望达到中性利率。所谓中性利率 (neutral rate)，即实际自然利率 (real natural rate) 和预期通胀率

之总和，而目前日央行测算的自然利率范围大致在-1.0%至 0.5%之间，而日本目前的实际利率仍明显低于-1.5%。这表明即使以最低的自然利率来看，日本的政策利率也至少应该提升至 0.5%以上的水平。

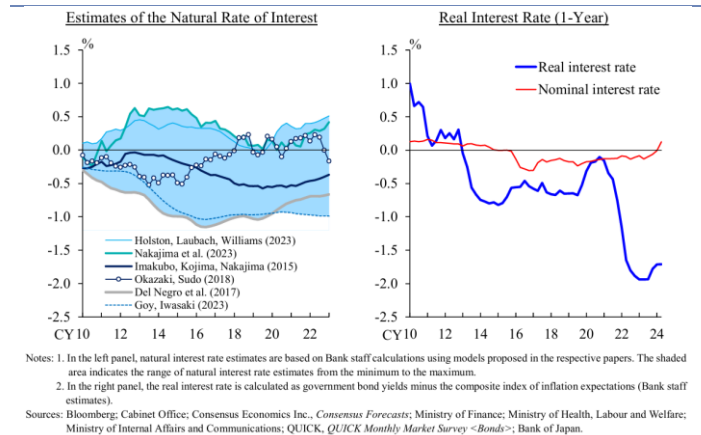
风险方面，日本一方面需要注意外需潜在的下行风险，这主要取决于美联储能否成功达成软着陆；另一方面，短期偏鸽的日央行仍会为套息交易重新积聚力量，金融市场动荡的风险并没有解除，这也是日央行未来的加息可能偏晚且加息前会进行更加谨慎沟通的重要原因。

图28：日本消费短期较弱，未来有望跟随薪资上行



资料来源：BOJ，中国银河证券研究院

图29：日央行对自然利率和实际利率的测算显示仍有加息必要



资料来源：BOJ，中国银河证券研究院

四、注意看什么？

9月23日至29日将公布主要经济体9月PMI、美国8月新屋销售、美国Q2 GDP增速终值和8月PCE及价格指数等数据。上述数据预计仍然支持美国房地产市场短期偏弱，通胀进一步下行而消费相对坚挺的叙事。对于市场来说，月末更多消费和服务业相关的数据仍可能印证“预防性降息”的交易逻辑，而对经济衰退的担忧则需要等到月初美国ISM则制造业PMI和失业以及新增就业数据的弱化。

五、宏观日历

日期	事件或数据
9月23日（周一）	1. 欧元区9月PMI初值 2. 英国9月制造业、服务业PMI 3. 美国9月标普全球制造业、服务业PMI初值
9月24日（周二）	1. 日本9月制造业PMI初值
9月25日（周三）	1. 美国8月新屋销售总数年化（万户）

9月26日(周四)	<ol style="list-style-type: none"> 1. 美国至9月21日当周初请失业金人数 2. 美国第二季度实际GDP和PCE价格指数年化季率终值
9月27日(周五)	<ol style="list-style-type: none"> 1. 中国8月规模以上工业企业利润年率 2. 欧元区9月消费者信心指数终值 3. 美国8月核心PCE物价指数 4. 美国9月密歇根大学消费者信心指数终值
10月1日(周二)	<ol style="list-style-type: none"> 1. 日本8月失业率 2. 日本9月制造业PMI终值 3. 欧元区9月制造业PMI终值 4. 美国9月标普全球制造业PMI终值
10月2日(周三)	<ol style="list-style-type: none"> 1. 美国至9月27日当周API原油库存(万桶) 2. 欧元区8月失业率 3. 美国9月ADP就业人数(万人)
10月3日(周四)	<ol style="list-style-type: none"> 1. 欧元区9月服务业PMI终值 2. 美国9月服务业PMI 3. 美国至9月28日当周初请失业金人数(万人) 4. 美国9月标普全球服务业PMI终值
10月4日(周五)	<ol style="list-style-type: none"> 1. 美国9月劳动数据

资料来源: Wind, 金十数据, 中国银河证券研究院

六、风险提示

- (1) 美国经济和劳动市场下行的风险
- (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。

于金潼：宏观分析师。

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	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