



月度美国宏观洞察：后续降息幅度和经济衰退讨论仍悬而未决

核心观点：尽管已发布的8月美国经济数据尚未看到明显衰退信号，美联储在9月议息会议上依然决定超预期降息50个基点。这一操作体现了美联储偏鸽的立场以及对劳动力市场加速恶化的担忧。在美国经济软着陆的基本假设下，我们现在预计今年11月或还有一次50个基点的降息，而后自12月起还有连续5次25个基点的降息。9月超预期降息或意味着美国经济陷入衰退的可能性有所提高。在衰退情景下的实际降息幅度或将大于我们的基本预测。

在金融市场方面，我们依然预计美元指数在年内有小幅升值空间，10年期国债收益率年底或维持在现有水平附近。虽然目前哈里斯在美国总统大选的民调支持率继续领先，但是摇摆州的争夺依然激烈。我们认为特朗普若当选，或将更利好美元汇率。

截至目前，已发布的美国8月经济数据尚未看到明显衰退信号：

首先，8月非农就业报告印证了我们此前的**观点**——7月触发萨姆法则的失业率数据是受到飓风影响。得益于暂时性失业人数的回落，8月美国非农失业率小幅下跌0.1个百分点到4.2%（图表1）。就业报告中另外一个积极的变化在于平均时薪的反弹（图表2）。此外，周度的领取失业金人数9月上半月也有所下滑（图表3）。然而，失业率和时薪的积极改善或并不可持续：尽管8月新增非农就业人数较7月有所回升，但仍低于市场预期，且6-7月数据再遭下修（图表4）。我们仍然维持劳动力市场将继续走弱、不过尚未到衰退程度的基本判断。

其次，8月核心环比CPI通胀率继续回升。除了酒店和机票价格等暑假季节性波动项影响（图表5）外，住房价格环比增速继续加快，并创下了今年2月以来的新高，业主等价租金的走高是主要推动力（图表6）。我们仍相信核心通胀大趋势将在波折中继续温和下行。

最后，大部分实体经济数据8月表现依然稳健。高频的周度经济指数亦显示直至9月中旬，美国经济动能依然维持稳定（图表7）。分行业来看，消费表现依然不俗——8月社会零售额继续维持环比正增速（0.1%），尽管略低于市场预期。排除了汽车销售等波动因素的控制组零售环比增速持平在0.3%（图表8）。

金晓雯, PhD, CFA

首席宏观分析师

xiaowen_jin@spdbi.com

(852) 2808 6437

2024年9月26日

浦銀國際

宏观洞察

月度美国宏观洞察



扫码关注浦银国际研究

在制造业领域，正如我们此前所预测的，工业生产总产值 7 月超预期下滑，是受到了飓风天气的影响，8 月有所回升。前瞻性的制造业 PMI 也略有回升，但依然徘徊在收缩区间内（图表 9）。代表需求的耐用品订单（剔除了防务资本品）仍较为稳定（图表 10）。

在房地产领域，数据依然是喜忧参半：尽管房贷利率继续下滑，房屋销售在 7 月短暂反弹之后 8 月又有所下滑（图表 12）。然而房地产投资 8 月有所改善，新屋开工和营建许可均从 7 月的小幅下跌转至小幅上升（图表 11）。

尽管如此，**美联储在 9 月议息会议上超预期降息 50 个基点，凸显其偏鸽立场以及对劳动力市场加速恶化的担忧。**超预期的大幅降息以及会议声明均体现了通胀和就业的平衡已经转向就业——美联储除了继续承诺致力于“让通胀回到 2% 的目标水平”外，此次加上了亦致力于“支持充分就业”。不过会后鲍威尔的发言试图打消大幅降息 50 个基点将成为新常态的市场预期。他表示美联储 9 月降息 50 个基点仅是在适度校准政策立场，并没有预先设定政策路线，此后还将继续在逐次会议上根据经济数据来做出决定。

我们现在认为今年接下来还有 75 个基点的降息，明年或还有 4 次 25 个基点降息。基于 9 月偏鸽的美联储会议决议，我们在 9 月会议之后上调了 11 月降息幅度至 50 个基点（此前为 25 个基点），并维持 12 月降息幅度在 25 个基点不变。我们预计明年或还有 4 次连续的 25 个基点降息，直至政策利率在明年 6 月降至 3%。

然而降息路径的不确定性大幅上升。尤其是 11 月到底是降 25 个基点还是 50 个基点仍然悬而未决。我们预计的四季度 75 个基点的降息幅度高于美联储 9 月季度经济预测更新（SEP）所暗示的 50 个基点（图表 14）。市场上也有观点认为 9 月 50 个基点降息仅仅是为了弥补 7 月没有降息而导致的劳动力市场恶化，之后不会重演。此外，美联储官员 Waller 在电视采访中表示他赞成 9 月 50 个基点降息的原因是基于已发布的 CPI 和 PPI 推算，8 月核心 PCE 下行预计将快于预期。而在大幅降息后，通胀下行速度仍存在不确定性，甚至不能完全排除再通胀风险。

我们并不认为可以将此次大幅意外降息解读为美国经济已经/即将进入衰退，但是认为美国经济进入衰退的可能性确有上升。在 9 月议息会议之前，市场曾有观点认为 50 个基点的大幅降息或意味着美联储判断美国经济已经/即将陷入硬着陆。然而鲍威尔在议息会议后新闻发布会的表态有效缓解了这种担忧——他指出目前的劳动力市场状态依然是健康的，大幅降息仅是适度校准政策立场。基于 9 月利率决议和鲍威尔的表态，我们维持美国经济软着陆的基本判断，但是认为经济进入衰退的概率提高至 40%，此前为 30%。如果接下来经济数据的变化反映美国经济有衰退迹象，那么我们也无法排除实际降息幅度会大于我们已调高后的降息幅度预测，且最终政策利率会停在低于 3% 的水平上。

美国大选更新——哈里斯在首场电视辩论表现好于特朗普，其民调支持率仍略胜特朗普一筹。9月10日，两位总统候选人哈里斯和特朗普参加了两人的首次电视辩论。此次辩论整体新意不多，不过整体而言哈里斯的表现要好于特朗普。此次电视辩论后的民调支持率变化也反映了这一点：RealClearPolitics显示哈里斯的支持率从辩论前9月9日的48.4%继续上升至9月24日的49.1%，领先特朗普1.9个百分点（图表15）。近期哈里斯继续在大多数媒体民调中领先于特朗普，且优势较上月同期有所扩大（图表16）。PredictIt数据预测哈里斯赢得大选的概率由电视辩论前的53%继续上升至9月25日的58%，而特朗普的获胜概率则在同期从52%下跌到46%（图表17）。尽管如此，两人的民调差距仍在统计误差可接受范围之内。尤其在七个摇摆州，两人的民调支持率依然接近：截止到9月25日，特朗普在三个摇摆州领先于哈里斯，好于一个月前的仅两个州领先（图表18）。美国大选将鹿死谁手仍不得而知。接下来值得关注的事件则是确定在10月1日举行的副总统辩论。虽然哈里斯已答应10月23日参加美国大选第二场电视辩论，但是特朗普称辩论时间太过于接近选举日（不足两周），并未答应参与。

金融市场更新——在美国经济软着陆的基本假设下，我们依然预计美元指数在年内有小幅升值空间，年底点位或与总统竞选结果有关。受美联储超预期大幅降息影响，美元指数9月截至25日再跌0.8%，接近100的关键点位（图表19）。虽然偏鸽的美联储9月利率会议决议导致我们上调了今年四季度的降息幅度预测（从50个基点到75个基点），但是美国经济相对于其主要交易对手货币国家的比较优势在年内依然存在，另外美国大选事件也将给美元一定支撑。因此我们认为在美国经济软着陆的情况下，美元指数在年内或小幅回升。我们维持哈里斯/特朗普当选后，2024年底美元指数点位为102/106的不同预测。然而，如果美国经济最终演变成为硬着陆、并导致了更为激进的降息路径，那么我们预计美元指数年底点位将低于我们的基本假设，并在哈里斯当选总统的情景下在今年年底将跌至100以下。

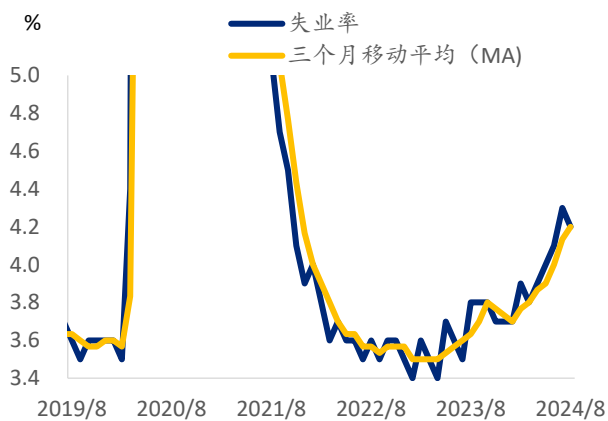
10年期国债收益率年底或维持在现有水平附近。受美联储降息预期影响，10年期美国国债收益率一度在9月16日跌至3.63%，为自2023年6月以来的最低水平，之后小幅回升。截至9月25日，10年期国债收益率在9月已跌3.1%（8月跌4.4%）。现行的水平（在3.79%附近）或已经计入了美联储接下来在今年还有75个基点降息的定价（图表13）。在我们也赞同75个基点降息以及美国经济软着陆的基本判断下，今年年底10年期国债收益率或维持在现有水平附近。也就是说，鉴于美联储对降息的态度较我们此前的预期更为激进，我们将2024年底10年期美国国债收益率的点位预测从原来的4%下调至3.8%。

我们的预测亦参考了过去历次降息的收益率变化规律。虽然国债收益率在过去三次美联储降息周期（2001、2007、2019年）开始之后的3个月内均有所下跌，但是那三次周期中均未实现软着陆；在美国经济成功实现软着陆的1984和1995年，美国10年期国债收益率在降息开始的三个月后并未下降，而是至少维持稳定（图表20）。在非基准情景下，如果美国经济硬着陆，那么10年期国债收益率或仍有下降空间。如果美联储今年四季度降息幅度小于预期，且经济成功避免衰退，那么10年期国债收益率或还有上行空间。

而美国大选能否影响国债走势则取决于两院选举结果。如果民主党或共和党有任何一党可以同时赢得总统选举和控制两院，哈里斯或特朗普目前的财税计划可以实现，那么财政赤字接下来有继续攀高的风险，年底10年期国债收益率的点位或将明显高于我们的基本假设。

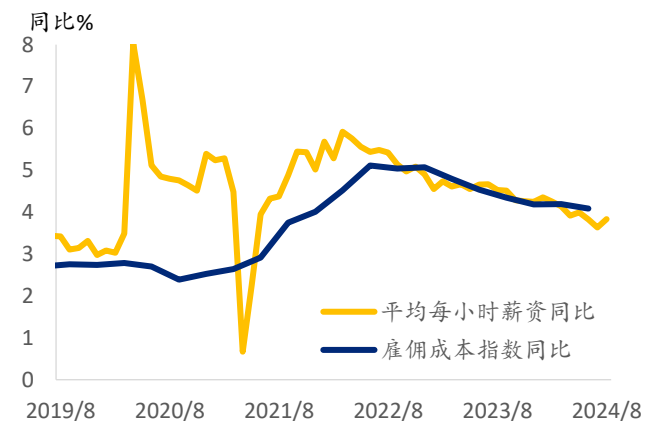
风险提示：美联储过快降息或地缘政治风险导致再通胀风险，劳动力市场大幅走弱引发衰退，美国大选出乎市场意料。

图表 1: 美国 8 月失业率如期小幅下行



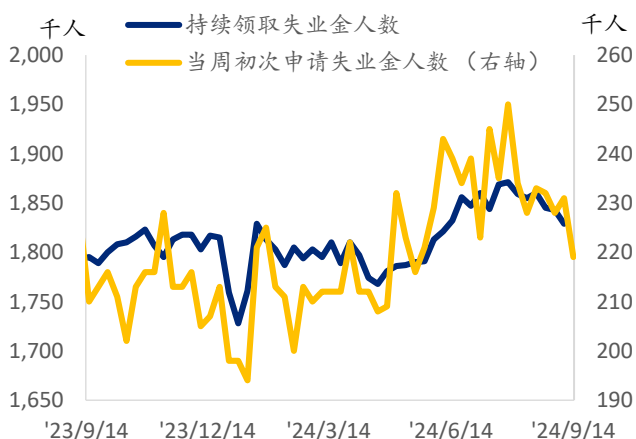
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 2: 美国平均时薪增速 8 月小幅反弹



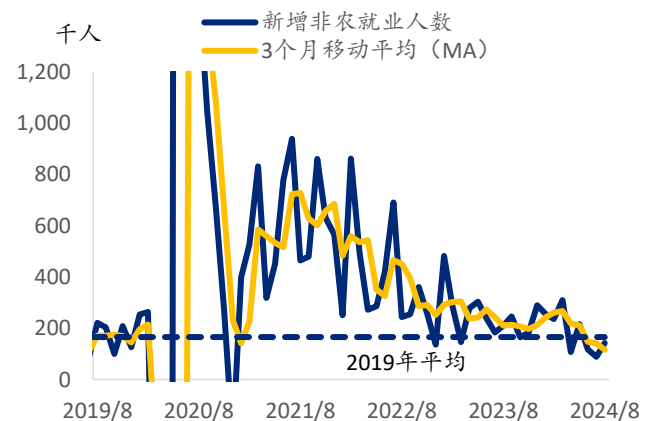
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 3: 美国领取失业金人数 9 月上半月有所下降



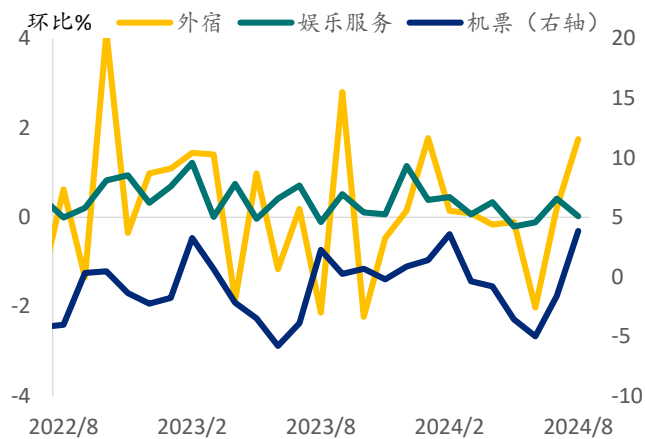
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 4: 美国新增非农就业人数 8 月录得 14.2 万人，较 7 月有所回升但仍低于市场预期



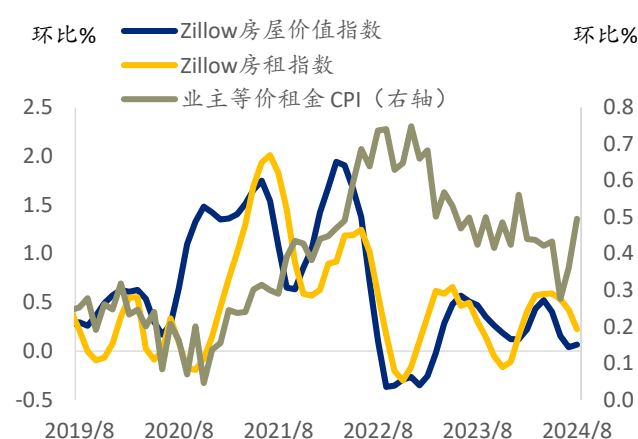
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 5: 美国外宿和机票环比 CPI 通胀率在 8 月度假旺季继续上升, 不过娱乐服务 CPI 环比增速有所下跌



资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 6: 美国业主等价租金 CPI 连续两个月回升



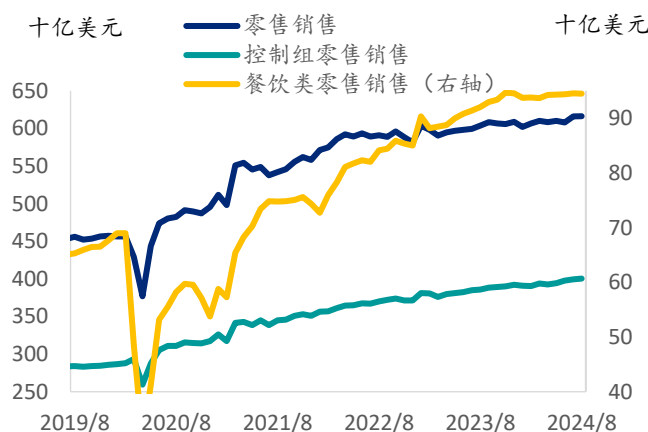
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 7: 高频的周度经济指数亦显示直至 9 月中美国经济动能依然维持稳定



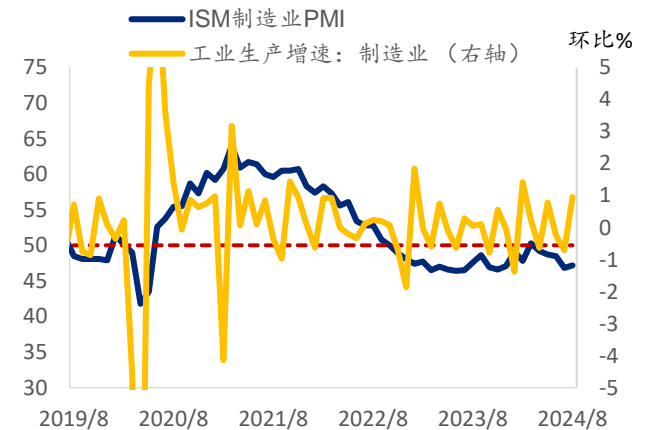
资料来源: 同花顺, 浦银国际

图表 8: 美国 8 月社会零售额继续维持环比正增速



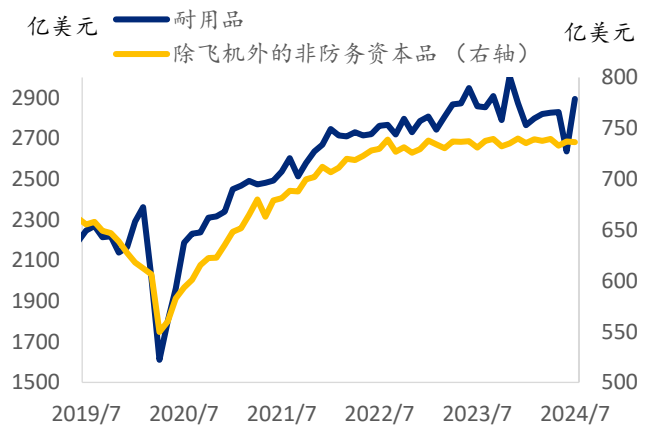
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 9: 美国工业生产总产值环比增速 8 月反弹, 且制造业 PMI 略微回升



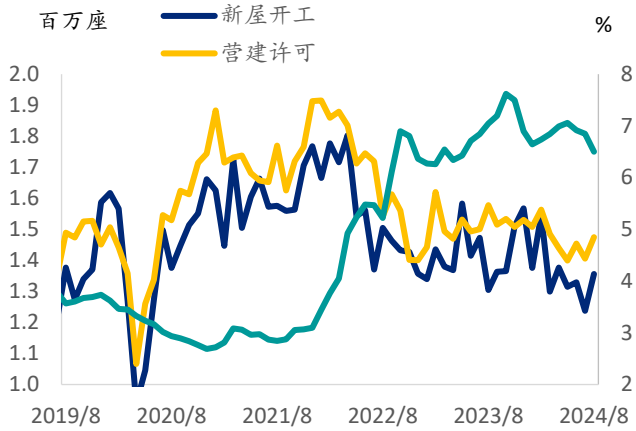
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 10: 代表需求的耐用品订单 (剔除了防务资本品) 仍较为稳定

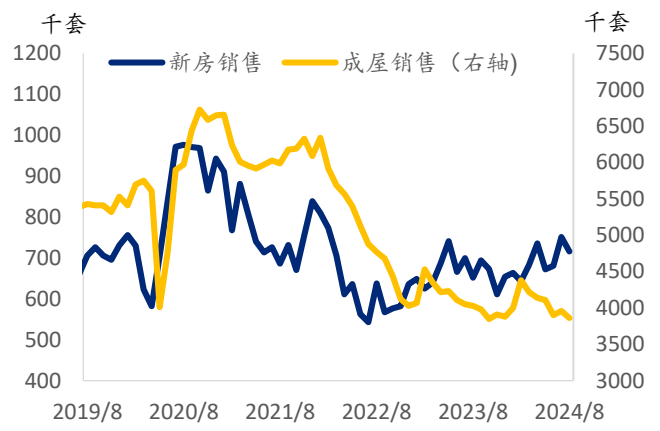


资料来源: CEIC, 浦银国际

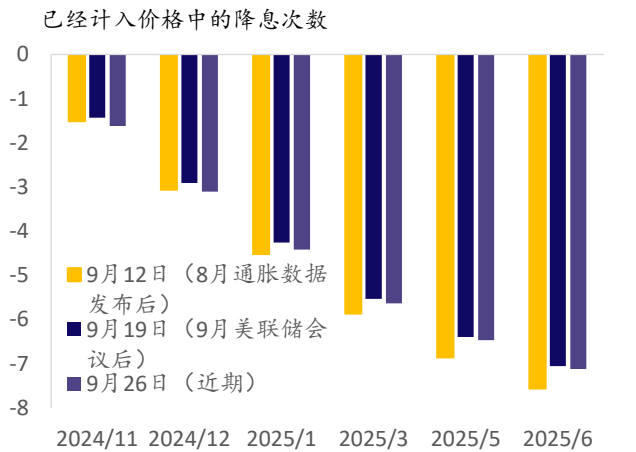
图表 11: 美国房地产投资 8 月有所改善, 新屋开工和营建许可 8 月均小幅回升



图表 12: 美国房屋销售在 7 月短暂反弹之后 8 月又有所下滑



图表 13: 美联储偏鸽的 9 月利率决议并未对市场定价的降息次数产生显著影响

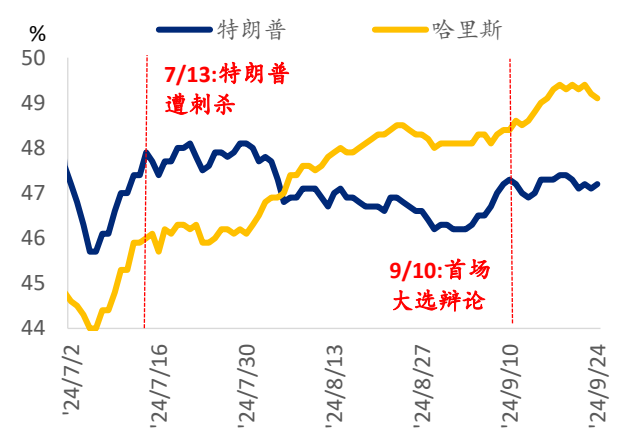


图表 14: FOMC 9 月会议更新各经济指标预测

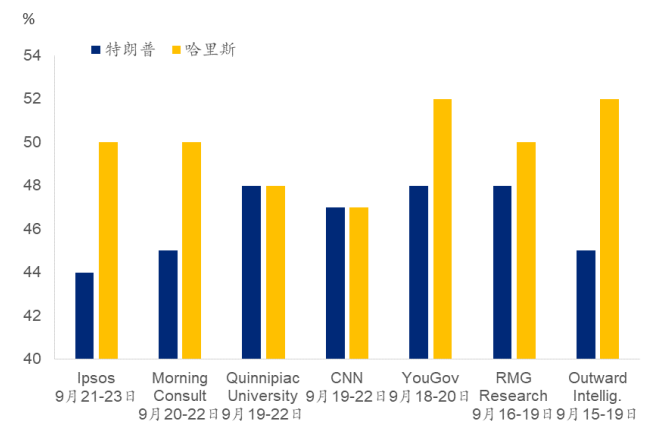
单位 (%)		2024	2025	2026
实际 GDP 同比增速	9 月	2.0	2.0	2.0
	6 月	2.1	2.0	2.0
失业率	9 月	4.4	4.4	4.3
	6 月	4.0	4.2	4.1
PCE 同比增速	9 月	2.3	2.1	2.0
	6 月	2.6	2.3	2.0
核心 PCE 同比增速	9 月	2.6	2.2	2.0
	6 月	2.8	2.3	2.0
联邦基金利率	9 月	4.4	3.4	2.9
	6 月	5.1	4.1	3.1

资料来源: 美联储, 浦银国际

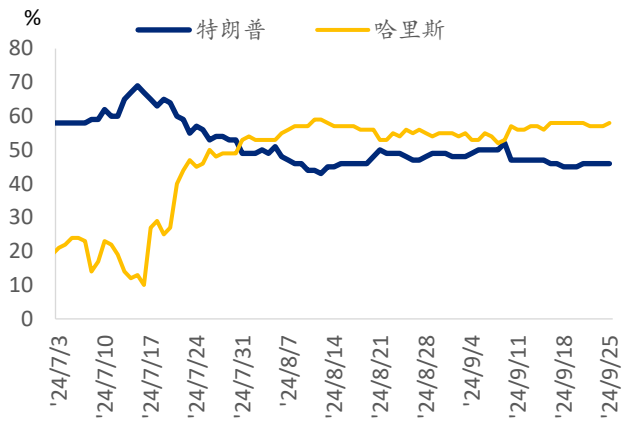
图表 15: RealClearPolitics 民调显示哈里斯的支持率在双方首次电视辩论之后继续走高



图表 16: 哈里斯继续在大多数媒体民调中领先于特朗普

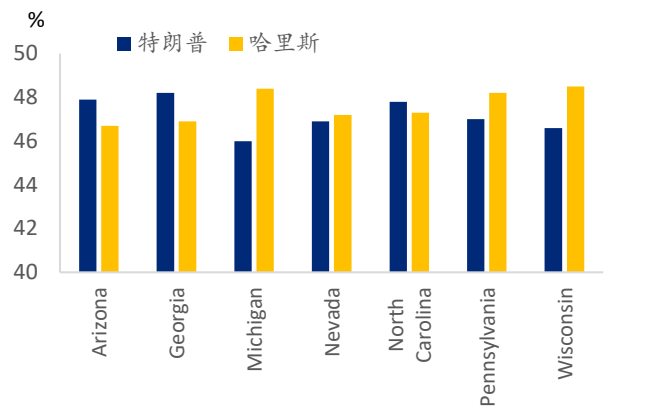


图表 17: 哈里斯当选总统的概率近期已超特朗普 12 个百分点



资料来源: Bloomberg, PredictIt, 浦银国际

图表 18: 特朗普在三个摇摆州 (共七个) 的民调支持率领先于哈里斯, 好于一个月前的仅两个州领先



注: 数据截至 2024 年 9 月 25 日

资料来源: FiveThirtyEight, 浦银国际

图表 19: 9 月以来美元指数和美国 10 年期国债收益率均走低



资料来源: CEIC, 浦银国际

注: 灰色部分为美联储降息周期

图表 20: 在美国经济软着陆的 1984/1995 年, 国债收益率和美元指数在降息开始 3 个月后均不降反增

首次降息日期	国债收益率差 (=首次降息三个月后-首次降息日, bps)			美元指数变化 (=首次降息三个月后/首次降息日-1, %)
	2年期	5年期	10年期	
1984年11月22日	0.07	0.41	0.51	12.60
1989年6月5日	-0.07	-0.12	-0.17	0.56
1995年7月6日	0.17	0.14	0.01	3.63
2001年1月3日	-0.77	-0.34	-0.2	4.96
2007年9月18日	-0.81	-0.66	-0.36	-2.27
2019年7月31日	-0.37	-0.33	-0.33	-1.18

资料来源: CEIC, 浦银国际

注: 灰色背景的为美国经济实现软着陆的货币政策周期

图表 21：近期相关报告列表

日期	报告标题和链接
2024年9月19日	美联储9月超预期降息50个基点，年内或还有单次50个基点降息
2024年9月12日	美国8月核心环比通胀率略超预期，基本锁定9月25个基点降息
2024年8月27日	月度美国宏观洞察：衰退尚未到来，降息时点已至
2024年8月24日	杰克逊霍尔全球央行年会点评：鲍威尔基本确认9月降息
2024年8月23日	宏观主题研究：哈里斯经济政策愿景渐清晰，对美国影响几何？
2024年8月15日	符合市场预期的美国7月环比通胀率上升大概率不会影响9月降息决议
2024年8月1日	月度美国宏观洞察：迎接降息和美国大选
2024年8月1日	7月美联储会议点评：9月剑指降息
2024年7月30日	宏观主题研究：特朗普2.0将如何影响美国经济和金融市场？
2024年7月12日	美国6月通胀数据再次超预期放缓，9月降息预期获进一步确认
2024年6月25日	月度美国宏观洞察：经济向右，美联储向左？
2024年6月13日	偏鹰的美联储会议或未计入5月通胀数据的超预期放缓
2024年5月30日	2024年中期宏观经济展望：平波缓进，渐入佳境
2024年5月16日	4月美国通胀放缓，或有助于美联储提升降息信心
2024年5月6日	月度宏观洞察：探究美联储的降息逻辑变化
2024年5月2日	5月美联储会议点评：何时降息取决于经济数据
2024年4月11日	3月通胀数据和美联储会议纪要点评：降息或被延迟至三季度
2024年3月26日	月度宏观洞察：美联储预计的软着陆可以实现吗？
2024年3月21日	3月鸽派美联储会议意味着降息或仍从二季度开启
2024年3月13日	美国2月通胀维持韧性，对降息决议影响或较为中性
2024年3月4日	月度宏观洞察：美国经济软着陆或变成硬着陆？
2024年2月1日	月度宏观洞察：政策或是决定经济走势的关键所在
2024年2月1日	美联储1月会议基本打消3月降息预期，首次降息或在5月
2024年1月12日	美国12月通胀继续走强，拉低3月开启降息可能性
2024年1月5日	月度宏观洞察：静候佳音
2023年12月14日	12月美联储会议体现鸽派转向，降息要来了吗？
2023年12月13日	美国11月环比通胀率反弹，论降息或言之尚早
2023年12月1日	2024年宏观经济展望：中美经济周期错位进入下半场
2023年11月7日	月度宏观洞察：渐入佳境
2023年11月2日	美联储11月再次暂停加息，加息结束了吗？
2023年10月13日	美国9月核心通胀环比微升，判断“加息周期已经结束”或为时过早
2023年9月26日	月度宏观洞察：中国政策成效初显，美国降息预期大减
2023年9月21日	美联储暗示今年还有一次加息，高利率可能会持续更久
2023年9月14日	美国8月核心通胀环比反弹，四季度或还有一次加息
2023年9月1日	月度宏观洞察：中国期待政策继续发力，美国加息周期未完待续
2023年8月11日	美国7月通胀数据或支持跳过9月加息，但并不意味着结束加息
2023年7月31日	月度宏观洞察：政治局会议后看下半年经济形势，美国向软着陆继续迈进
2023年7月27日	美联储7月如期加息，加息周期未必已结束
2023年7月13日	美国核心通胀下跌或不会动摇7月加息决议
2023年7月6日	美联储6月会议纪要点评——至少还有两次加息
2023年6月28日	月度宏观洞察：中国静待政策支持，美国警惕信贷紧缩
2023年6月5日	2023年中期宏观经济展望：美国渐入衰退，中国复苏再起

资料来源：浦银国际

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),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,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。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/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。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦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。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

- “买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数
- “持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平
- “卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

- “超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上
- “标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%
- “低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明:(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写;(ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关;(iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息/非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票;(ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com
852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com
852-2808 6468

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited
网站: www.spdbi.com
地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

