

研究员：王鹏

期货从业证号：

F03127257

投资咨询资格编号：

Z0020170

✉: wangpeng_qh@chinastock.com.cn

被定价的经济韧性

—— 2024年9月海外宏观经济报告

报告摘要

短期看，美元流动性、科技周期、美国劳动力市场等主导美国经济的主要因素下降均有所趋缓，美国经济9月韧性有所增强。9月议息会议降息50个BP和中国政策转向也增加了市场的风险偏好，但未来消费走势仍取决于美国就业市场的变化，制造业和科技股走势也仍需观察科技周期变化，中长期看，美国仍在下行趋势中，只是下行时间和幅度可能需要观察判断。

短期美国经济韧性增强，这也一定程度上体现在金融市场的走势上。美债收益率前期下行，议息会议后反弹；美股短暂调整后，再度创出新高；美元指数先长后跌，震荡走势；大宗商品价格也触底反弹。各类资产走势整体体现出了市场对美国经济“软着陆”概率增加的预期，但如前述分析，美国经济中长期下行大概率仍会发生，短期市场也可能由于通胀走势等因素导致预期摆动，因此金融市场对美国经济的定价可能并不稳固。

尽管中国经济政策转向等因素共同推升了全球金融市场风险偏好，但未来短期国内经济也是逐步靴子落地的过程。在美国经济韧性环境下，金融资产价格波动增加在所难免，包括大宗商品在内的金融资产“外强，内弱”格局短期可能修复，中长期仍需关注中国经济政策持续性及其政策实际效果。

风险因素：美国大选影响、数据大幅走弱冲击、国际冲突影响

2024年9月美国经济延续韧性走势，美联储降息50BP，美国大选继续争夺。金融市场伴随美联储降息持续计价美国经济“软着陆”，美股、美元、美债收益率和大宗商品均震荡上行。

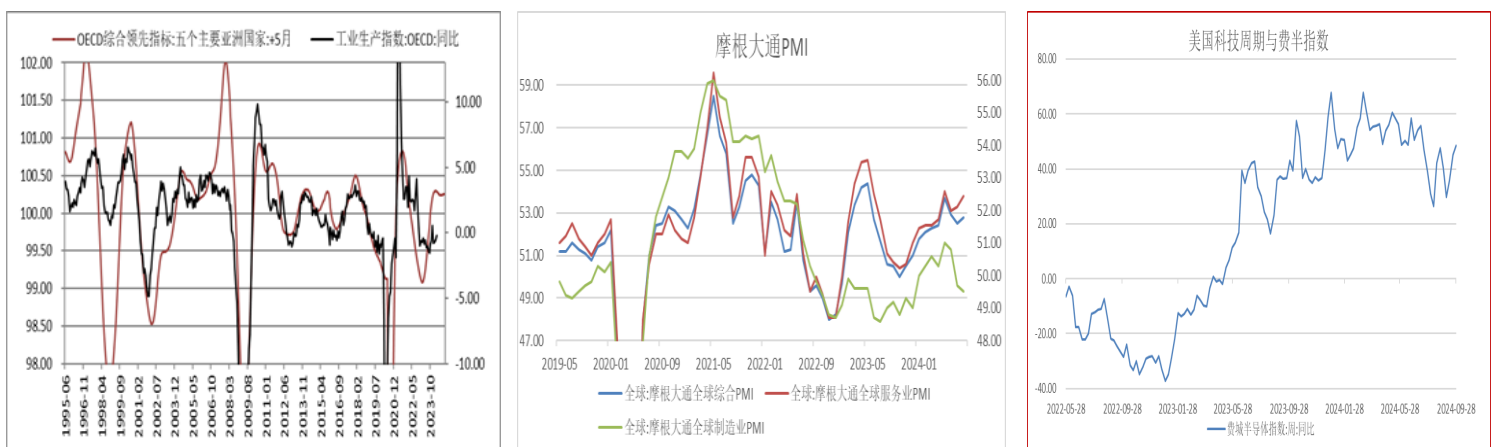
预计，美联储开始降息并不是市场一段稳定趋势的开始，更可能是大幅波动的开端，未来金融市场可能在相对稳定的宏观环境下，受不断摆动的预期影响，资产价格宽幅震荡。

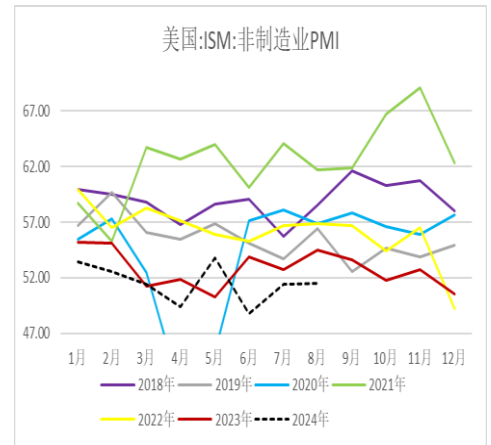
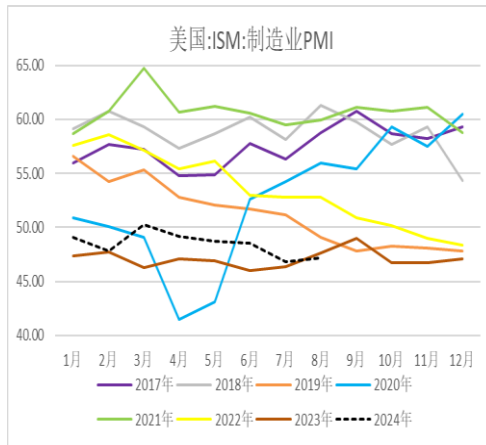
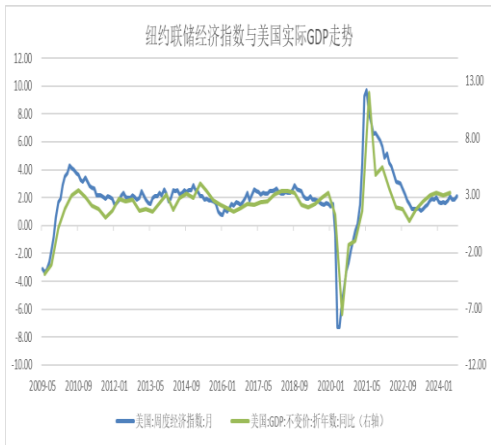
一、美国经济短期仍稳，但趋弱方向确定

美国经济基本面短期维持韧性。8月非制造业PMI为51.5，较上月上升0.1，但连续3月处于季节性历史最低水平；制造业PMI为47.2，较上月上升0.4，自2022年10月以来，只有2023年3月稍高于50，其他时间存于50之下，处于季节性历史最低。消费韧性增强，先行指标显示，个人雇员报酬收入增速和财产性收入增速仍有支撑。8月产出端反弹，并在继续走强，制造业PMI先行指标和美国科技周期均出现回升迹象。

短期看，美国经济短期主导因素有所增强，但未来消费走势仍取决于美国就业市场的变化，制造业和科技股走势也仍需观察科技周期变化，中长期看，美国仍在下行趋势中，只是下行时间和幅度可能需要观察判断。

图1：全球经济走势、美国消费及PMI走势





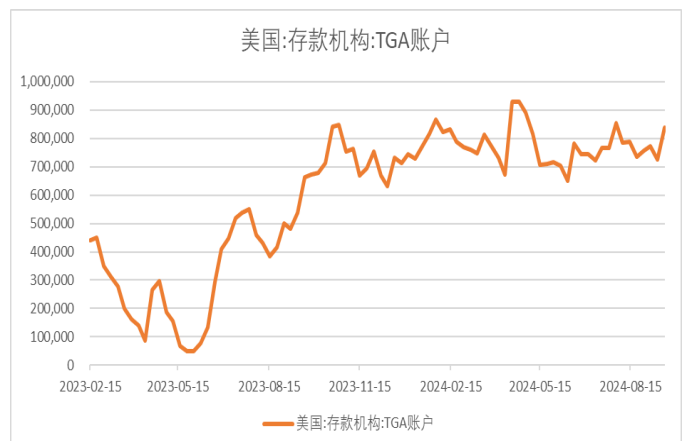
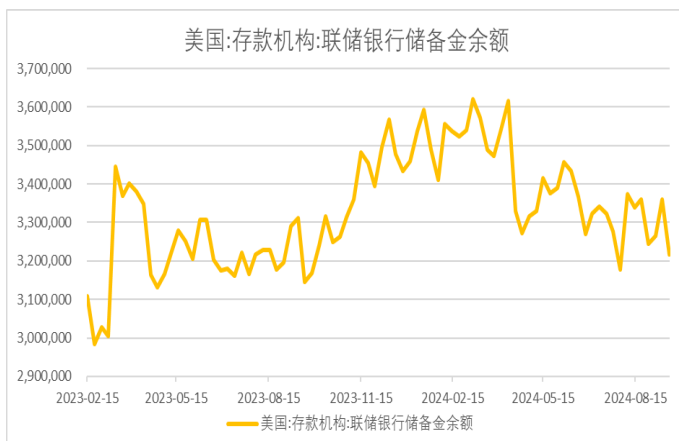
数据来源：Wind、银河期货

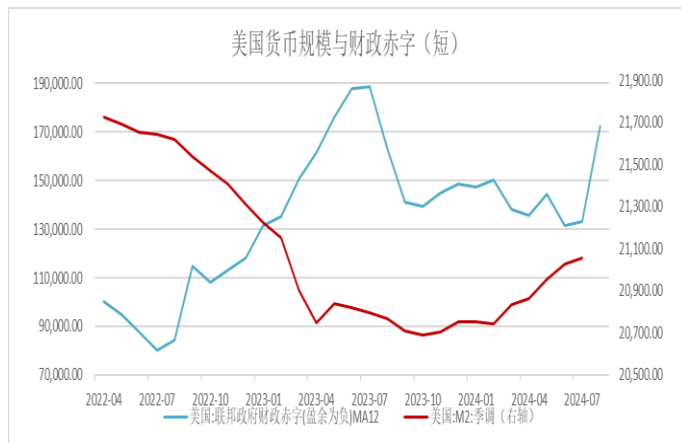
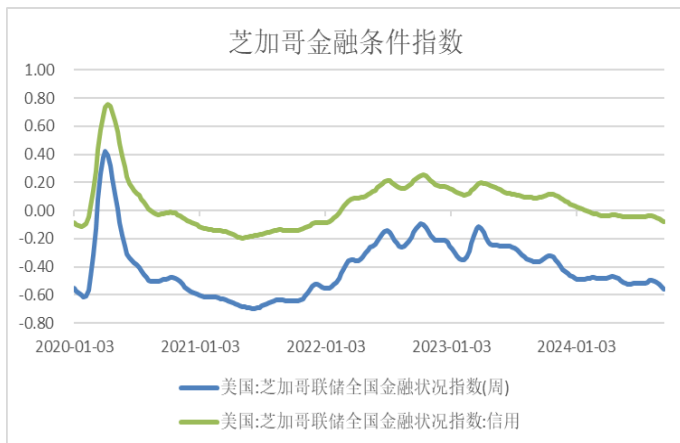
二、经济驱动因素改善使得美国经济韧性增强

2024年7月13日特朗普“枪击”事件后，全球金融市场转向，市场开始定价不同程度的悲观预期，但其大背景是流动性、劳动力市场、科技周期等美国经济的核心驱动因素已经在2024年二季度开始走弱，只是一段时间以来，市场并未关注和定价相关变化。9月以来，流动性、劳动力市场和科技周期等因素都不同程度均有所企稳，房地产市场分化情况也可能有所改善，因此，美国经济韧性短期有所增强。

流动性因素，存款机构的超储规模、逆回购和狭义超储等规模都有所企稳。先行指标显示，TGA账户规模也将企稳下降。降息后，美元流动性企稳态势进一步稳固，芝加哥金融条件指数下行，美国赤字规模环比回升，这些因素都使得美国经济韧性增强。

图2：美元流动性、金融条件指数及美国赤字

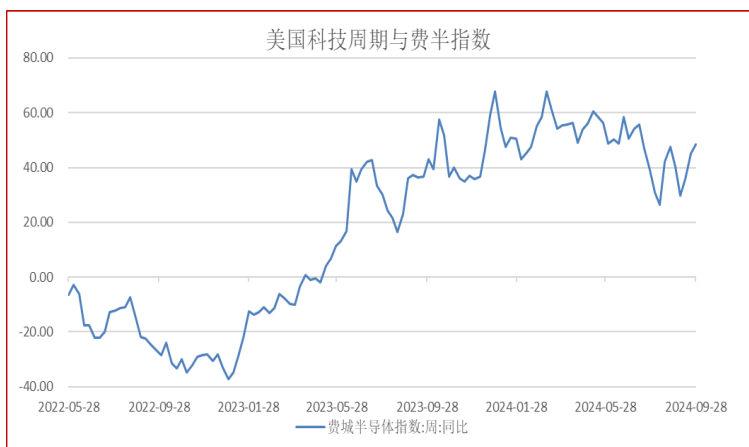




数据来源：Wind、银河期货

科技周期因素，前期筑顶下滑的费城半导体指数短期走稳，这一方面增强了科技周期对美国经济的支持，一方面导致美股、特别是科技股走势更为坚挺，罗素 1000 指数和罗素 2000 指数走势从分化回归到同步趋势中，并在大幅波荡后，使得美国重回上升趋势。

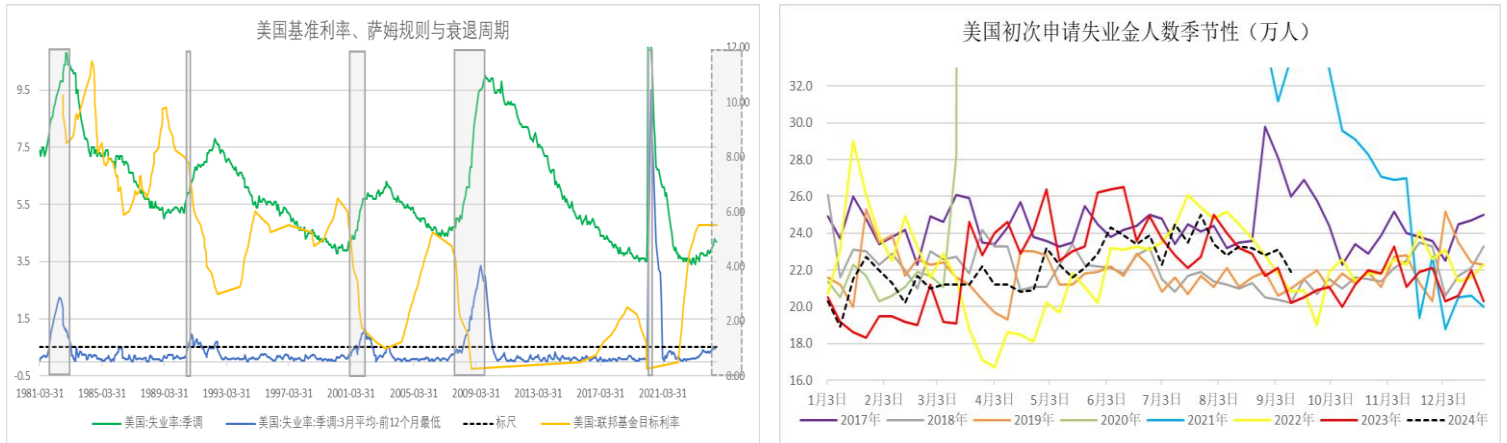
图3：费城半导体指数走势及罗素指数



数据来源：Wind、银河期货

劳动力因素，8月失业率再度下降，初次申请失业金人数季节性下滑都显示短期劳动力市场稳定，这是美国消费维持韧性的基础，也是美国房地产市场稳定的基础。1980年以来，触及萨姆规则前后均发生衰退，因此，未来美国经济陷入衰退概率仍很高。

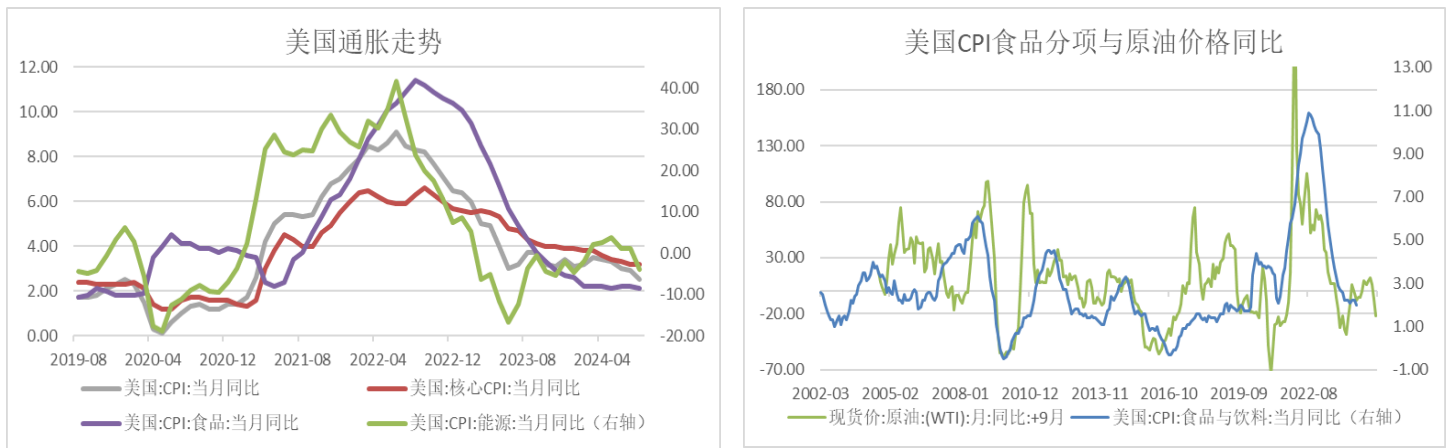
图4：美国初次申请失业金人数与萨姆规则



数据来源：Wind、银河期货

美国通胀保持下行状态，但短期下行趋势可能并不稳固，由于食品通胀分项滞后于原油价格以及住宅分项都可能影响美国通胀下行趋势，这将直接影响金融市场对未来美联储降息的预期，也可能是金融市场波动的来源。

图5：美国通胀走势



数据来源：Wind、银河期货

三、对美联储9月降息的思考

2024年9月19日凌晨，美联储举行议息会议，在预防式降息的背景下，货币政策以50个BP的降幅开始了降息之旅。

美联储9月议息会议主要内容：

1. 利率决定：将联邦基金利率下调50个BP至4.75%-5.00%，为2020年3月

来首次降息。

2. 利率前景：美联储点阵图显示今年还将降息 50 个 BP，2025 年还将降息 100 个 BP，市场预期今年继续降息空间在 75BP。

3. 经济增长前景：2024 年 2%，2025 年 2%，2026 年 2%，2027 年 2%，长期增长 1.8%（6 月数据：2024 年 2.1%，2025 年 2%，2026 年 2%，长期增长 1.8%）。

4. 通胀前景：PCE 同比：2024 年 2.3%，2025 年 2.1%，2026 年 2.0%，2027 年 2.0%，长期 2.0%（6 月数据：2024 年 2.6%，2025 年 2.3%，2026 年 2.0%，长期 2.0%）。核心 PCE 同比：2024 年 2.6%，2025 年 2.2%，2026 年 2.0%，2027 年 2.0%（6 月数据：2024 年 2.8%，2025 年 2.3%，2026 年 2.0%）。

5. 失业率：2024 年 4.4%，2025 年 4.4%，2026 年 4.3%，2027 年 4.2%，长期 4.2%（6 月数据：2024 年 4.0%，2025 年 4.2%，2026 年 4.1%）。

对比 8 月声明，本次声明中对通胀的看法，美联储关注的就业和通胀的关系做了进一步描述：对通胀给出更有信心的描述。“通胀率朝着委员会 2% 的目标进一步迈进，但仍然有些高，委员会对通胀持续向 2% 迈进的信心增强。并判断现实就业和通胀目标儿的风险大致处于平衡状态”。对就业和通胀关注的点做了描述：“委员会注意到双重任务双方面临的风险”。“委员会坚定的致力于支持最大限度的就业，并将通胀恢复到 2% 的目标”。

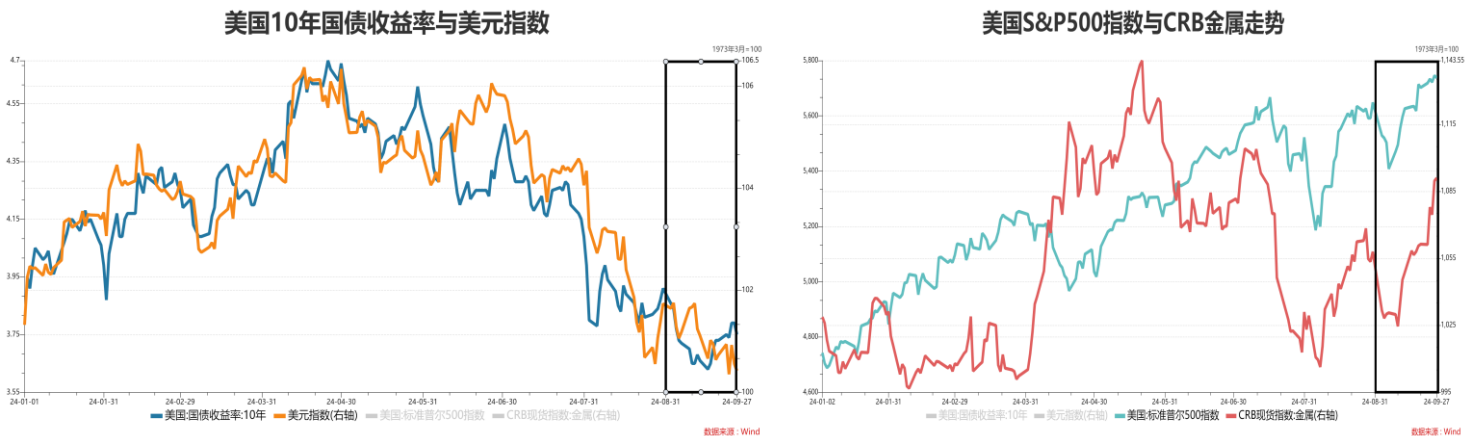
发布会期间，记者针对就业、降幅节奏等方面向鲍威尔提问，其中关于就业的情况，鲍威尔一方面说就业市场表现良好；一方面说如果提前看到非农报告，7 月就将降息；一方面说支撑就业市场就要在市场强韧时，而不是等到已经走弱。这是本次发布会一个典型的瞬间，也说明了鲍威尔的目前和他处境：鲍威尔的目标就是美国经济软着陆，但从目前经济走势看，货币政策调整稍显滞后，因此如果鲍威尔想实现软着陆目标，一方面需要用对经济乐观表态稳住市场预期，也需要经济数据的配合；一方面在后续议息会议上需要持续给出超市场预期，至少是市场满意的宽松政策；一方面还需要通胀不能反复，以此等待明确的美国经济软着陆的信号。未来，上述条件能否同时实现，从而帮助鲍威尔实现目标，难度还是挺大，因此未来市场大概率还朝着美国经济缓慢趋弱的方向交易，经济数据和

货币政策调整都将是对此方向的扰动，直到看到更明确的衰退或企稳的信号。

四、被定价的经济韧性

美国经济9月初韧性有所增强，这也一定程度上体现在金融市场的走势上。美债收益率前期下行，议息会议后反弹；美股短暂调整后，再度创出新高；美元指数先长后跌，震荡走势；大宗商品价格也触底反弹。各类资产走势整体体现出了市场对美国降息后经济韧性增强，软着陆概率增加的预期，但如前述分析，美国经济中长期下行大概率仍会发生，短期市场也可能由于通胀走势等因素导致预期摆动，因此金融市场对美国经济的定价可能并不稳固。尽管中国经济政策转向推升全球金融市场风险偏好，但未来短期国内经济可能也是逐步靴子落地的过程，因此在美国经济韧性环境下，金融资产价格波动增加再所难免，包括大宗商品在内的金融资产外强，内弱格局短期可能修复，中长期仍需关注中国经济政策持续性及其政策实际效果。

图6：美国国债收益、美元指数、美股和大宗商品走势



数据来源：Wind、银河期货

作者承诺

本人具有中国期货业协会授予的期货从业资格证书，本人承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由银河期货有限公司（以下简称银河期货，投资咨询业务许可证号 30220000）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河期货。未经银河期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

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建议。银河期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河期货在最初发表本报告日期当日的判断，银河期货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，但银河期货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。银河期货不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河期货不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河期货建议客户独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

银河期货版权所有并保留一切权利。

联系方式

银河期货有限公司 金融衍生品研究所

北京：北京市朝阳区建国门外大街 8 号北京 IFC 国际财源中心 A 座 31/33 层

上海：上海市虹口区东大名路 501 号上海白玉兰广场 28 楼

网址：www.yhqh.com.cn

电话：400-886-7799