宏观与策略

专题报告

www.shanjinqh.com

作者：曹有明

投资咨询资格证号：Z0011385

电话：021-20627258

邮箱：caoyouming@sd-gold.com

山金期货官微：

美国仍具韧性，非美低位回升

——2024 下半年全球宏观分析报告

报告导读

1. 全球主要经济体的经济增长：全球经济虽然前景低迷，但由于美国经济展现出的较强韧性，全球经济增长步伐平稳。

首先，美国经济表现仍强劲。这是由于生产率和就业增长稳健，同时也是由于经济仍处于相对过热状态，因此需求旺盛。当前的财政政策与长期财政可持续性不符，且居民在疫情期间积累的超额储蓄已经耗尽，在短期内给降通胀进程带来风险，而在长期内则会使全球经济面临财政和金融稳定风险。

欧元区的经济增长将低位反弹。工资持续快速增长、服务业通胀居高不下，可能会推迟通胀回归目标的时间。但与美国情况不同的是，没有证据显示欧元区存在经济过热问题。

近期日本经济景气度有回升迹象，今年 3 月日本春斗薪资结果取得近三十年以来最大增幅，为日本抗通缩进程释放积极信号，随后日本央行宣布结束长达 8 年的负利率。但是，日本实际消费的回升速度偏慢，制造业的景气度仍有待提升。

2. 主要经济体通胀形势：全球通胀水平虽然一直在下降，但美国和欧洲仍未达到目标水平。自今年年初以来，实现通胀目标的进展有所停滞。长期通胀形势的好转在很大程度上是由于能源价格和商品价格的下跌。不过，近几个月以来，有色金属和原油价格的上涨，可能会对通胀的下降形成一定的阻力。

3.主要经济体货币政策：今年下半年，美联储将降息 1-2 次，每次 25 个基点。不过，由于美国的通胀形势更为严峻，仅降息一次概率依然很大。欧洲央行大概率上将于 6 月降息 25 个基点，下半年还将降息 2-3 次，全年下调基准利率 75-100 个基点。日本央行已于 3 月开启货币政策正常化进程，但由于日本实际消费的回升速度偏慢，制造业的景气度仍较差，日本央行在今年的剩余时间或将维持货币政策不变。

风险提示：1）美国大选形势可能会增加政策的不稳定性；2）中东地缘政治冲突恶化；3）全球贸易摩擦加剧

一、美国经济展现很强的韧性，美联储或将于 9 月首次降息

1.1 美国个人服务消费依旧强劲

虽然今年第一季度美国实际 GDP 环比折年率为 1.6%，低于市场的普遍预期，是 2022 年第二季度以来的最低增速，但美国个人消费依旧表现出了较好的韧性，个人消费依然是 GDP 里面最大的贡献项。在消费的各分项里面，虽然商品消费转向负贡献，环比折年率是-0.4%（2022 年也发生过低于零的情况），但服务消费对 GDP 贡献巨大，2024 年一季度个人服务消费支出环比年化 4.0%，是 2021 年第三季度以来的新高。较为强劲的个人消费是美国经济韧性的最重要支撑点。

图 1：美国个人服务消费支出持续增长

数据来源：iFind,山金期货

1.2 美国房地产市场出现企稳回升迹象

在快速加息的压制下，新屋和成屋销售共同下行至 2022 年底。随后开始分化，新屋销售稳步回升；成屋销售相对滞后，但近期明显反弹。今年三月份，美国新建住宅销售 693 千套，比 2022 年 6 月时的低点上涨了 27.6%；成屋销售 419 万套，比 2023 年 10 月的低点已经反弹了 8.8%。另外，需要注意的是，最近几轮房地产市场调整的低点，成屋的销售低点分别是 2010 年的 386 万套、2020 年的 401 万套和 2023 年 10 月的 385 万套，说明本轮房地产市场调整的空间已经足够大。

图 2：美国新屋和成屋的销售均已经出现企稳回升的迹象

数据来源：iFind,山金期货

从整体数据来看，美国房地产市场已经在加息周期中较早的完成了衰退。虽然目前美联储的利率处于高位，但美国不仅没有出现房地产危机，反而在高利率背景下展现出了韧性。展望未来，由于整体供给偏紧、较低的空置率、提升的租金回报率以及未来美联储的降息，都会成为房价反弹的动力。如果演进中的地产周期推动价格反弹，房价反弹又会推动美国核心通胀回升，美国的经济前景将改善，可能在一定程度上又会反过来影响的美联储的决策。

1.3 强劲的企业盈利带动劳动力需求

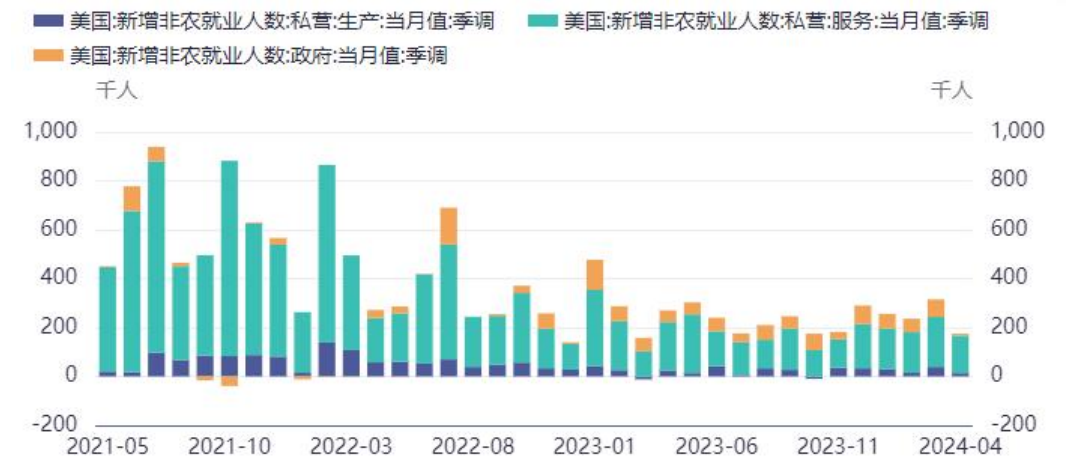
经过多轮加息之后，美国联邦基金利率处于近 20 多年来的高位。但是，高的利率并没有伤害到企业的盈利。从最新的数据看，美国企业的利润以及税后利润依然延续增长态势，并不断刷新历史纪录。

图 3：美国企业利润及税后利润的情况

数据来源：iFind,山金期货

在不断创纪录的企业利润之下，非农就业虽然因为美联储的不断加息而出现回落，但最近几个月整体比去年下半年要好，已经走出明显的底部形态。从过去几十年的情况看，失业率的大幅上升往往伴随的是企业盈利的大幅回落。目前尚未看到企业盈利有见顶迹象，更无须担忧大幅回落了。

图 4：美国新增非农就业人口比去年下半年仍有明显改善



数据来源：iFind,山金期货

上周公布的非农就业数据显示，美国 4 月非农失业率 3.9%，预期 3.8%，前值 3.8%。失业率大致处于 2022 年 1 月以来的最高水平。美国 4 月劳动力参与率 62.7%，预期 62.7%，前值 62.7%。其中，25-54 岁工人的这一比例上升至 83.5%，达到二十年来的最高水平。需要注意的是，在如此之高的劳动参与率下，失业率基本维持在近几十年的低位，说明尽管对工人的需求有所降温，但劳动力市场仍维持高景气，数据说明我们当前不宜过度看衰美国的就业市场。

图 5：美国的失业率仍处于近几十年的低位

数据来源：iFind,山金期货

整体来看，虽然近期非农就业数据处于低位，但不应将其理解为劳动力市场的惨淡，而是较低的非农就业数据是因为美国较低失业率导致。未来即使非农就业数据出现较低的情况，只要失业率维持在低位，就说明美国劳动力市场的景气状态还在延续。

1.4 美国非农就业人员薪资增速仍高于疫情前的水平

由于美国劳动力市场仍维持高度景气，薪资增幅整体虽然有所回落，但仍高于疫情前的水平。目前，服务业时薪的增速回落至 3.7%附近，生产型企业时薪增速仍处于 5.1%。服务业和制造业的时薪同比增速仍大幅高于疫情前的 2010-2019 年的水平。由于整体失业率低，且企业盈利仍在不断上升，劳动力市场维持在高景气状态，美国非农就业人员的工资增速虽然从 2022 年开始整体出现回落，但仍高于疫情之前 10 年的水平。

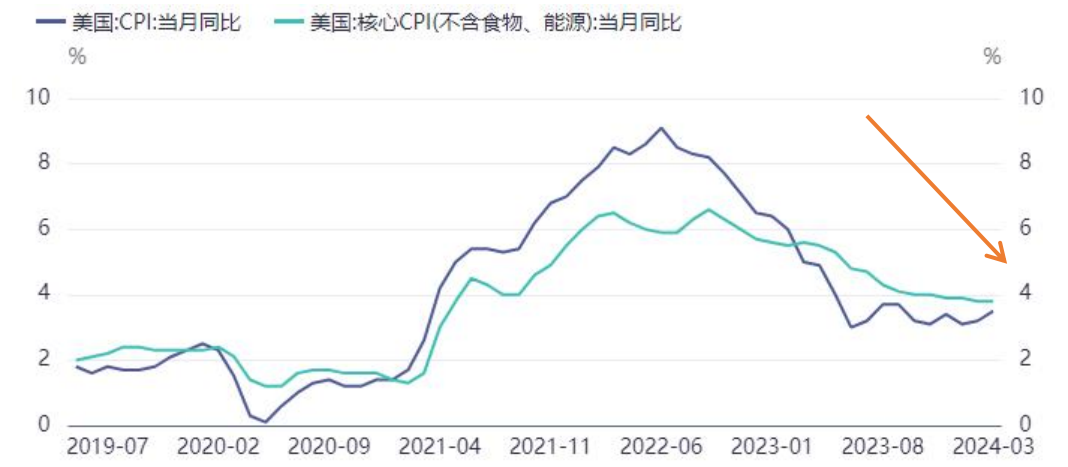
图 6：非农就业员工平均时薪增幅仍高于疫情前的水平

数据来源：iFind,山金期货

1.5 薪资增加推动的物价增长循环仍在延续

2024 年 3 月美国通胀数据略高于市场预期。3 月 CPI 同比增 3.5%，高于预期的 3.4%及前值的 3.2%。核心 CPI 同比增 3.8%，高于预期的 3.7%，持平于前值。从通胀广度和通胀粘性来看，通胀亦有反复。3 月克利夫兰联储 Trimmed Mean CPI 为 3.6%，前值 3.5%，为连续 17 个月回落后首次回升；3 月亚特兰大联储粘性 CPI 同比 4.5%，亦高于前值的 4.4%。

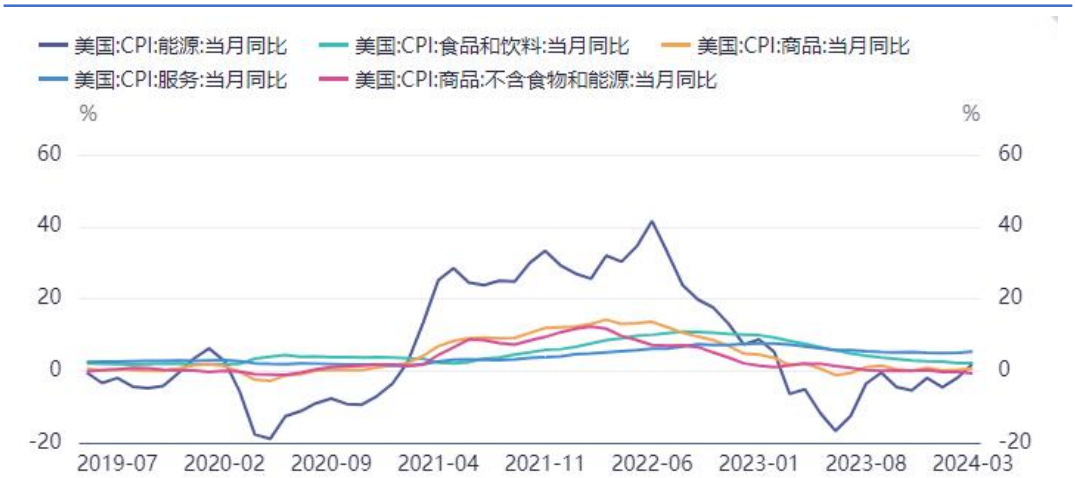
图 7：美国通胀下行趋缓



数据来源：iFind,山金期货

不过，因在充分就业的情况下，服务的通胀水平下降速度缓慢，因而核心通胀具有一定的粘性。从 2023 年初开始，核心通胀一直高于整体通胀水平。从图 8 可以看到，能源品已由通胀转为通缩，整体商品的通胀以及不含食物和能源的商品通胀跌至零附近。与此形成鲜明对比的是，服务的通胀虽然也出现下降，但降幅一直较为平缓，目前尚处于 5.3%的水平。在目前美国经济整体处于充分就业的状态下，服务的通胀下行不会一蹴而就。因此，未来一段时间，核心通胀仍将具有一定的粘性。

图 8：美国不同商品和服务的通胀走势



数据来源：iFind,山金期货

美联储更加关心的 PCE 物价指数整体走势与 CPI 的走势类似，核心 PCE 物价指数与 PCE 物价指数均呈下行态势，但 PCE 物价指数近期有所抬升，说明物价下跌的整体趋势已经有所减缓。

图 9：美国 PCE 与核心 PCE 物价指数

数据来源：iFind,山金期货

1.6 总结：美国经济仍有希望实现“软着陆”，下半年美联储有望降息 1-2 次

展望美国经济，虽然目前整体的失业率有所抬升，但仍处于近几十年的低位，且目前的劳动参与率处于近二十年来的高位，劳动力市场仍处于高景气状态。由于企业的盈利仍在不断增加，并未随美联储的加息而出现明显减速迹象，未来劳动力市场的景气度仍有望持续，“服务业维持景气-服务业薪资水平抬升-服务业通胀维持在高位”的循环还在延续，对美国的通胀形成支撑。

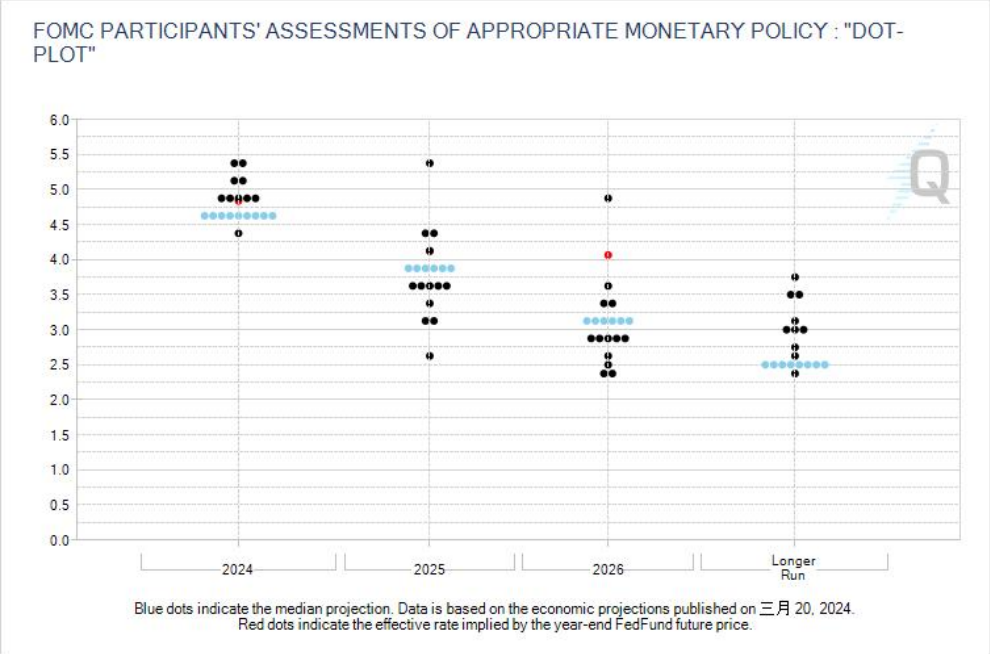
但是，目前市场对美国能否实现“软着陆”以及通胀能否在今年达到降息的水平存在明显的分歧。由于当前失业率较低，且经济增速仍较为强劲，高利率对宏观经济的影响暂时有限。但是，高利率已经影响到政府的财政支出结构。利息支出的增加以及财政赤字的下降，对美国经济的影响有望逐步显现。另外，根据旧金山联邦储备银行的研究，美国家庭在疫情期间积攒的超额储蓄总量已经在 3 月被完全花光。从 2020 年 3 月到 2021 年 8 月，疫情时期的超额储蓄（实际储蓄与此前趋势之间的差额）膨胀到 2.1 万亿美元。研究人员称，从那时起，家庭以平均每月 700 亿美元的速度动用这些储蓄，去年秋季支出加速至每月 850 亿美元，然后在今年 3 月降至-720 亿美元。而且，由于缺乏足够的应用场景，人工智能投资的火爆对经济增长的促进作用有可能被高估。

2024 年 5 月 FOMC 会议上美联储维持联邦基金利率不变，将利率维持在 5.25%-5.5%之间，符合市场预期。5 月的议息会议给出了仍倾向于最终降息的信号，但近期令人失望的通胀数据让决策者感到警觉，暗示经济朝着更加平衡方向发展的进程可能出现停滞。美联储在最新的政策声明中维持经济评估和政策指引等关键要素不变，但宣布将从 6 月 1 日起放慢缩减资产负债表的步伐。联储将把到期且不再将回笼本金进行再投资的公债上限从目前的每月 600 亿美元降至 250 亿美元，把抵押支持证券(MBS)赎回上限保持在每月 350

亿美元。美联储主席鲍威尔表示，可能需要比此前预期更长的时间才能让决策者获得开始降息所需的“更大信心”。但他仍预计今年通胀会随着时间的推移逐步回落。鲍威尔称美联储下一步的利率行动不太可能是加息，数据表明美联储政策仍具限制性；必须出现相当严重的就业问题才能推动降息。鲍威尔重申，围绕即将举行的总统大选的政治考量不会影响美联储的利率决策。

不过，美联储三月的点阵图仍显示，今年美联储将降息 75 个 BP 左右。随着形势的变化，6 月份的议息会议上，点阵图可能会发生较为明显的变化，三月份的点阵图已经不再适应当前的形势了。

图 10：美联储点阵图



数据来源：CME,山金期货

综上，美联储在 9 月份之前大概率将保持 5.25%-5.50%的利率水平不变，以确保通胀回落与经济缓和，但随着经济持续的下行、财政压力上升以及潜在的经济和金融风险，美联储可能在 9 月份进行首次预防式降息，全年降息幅度 25-50 个 BP。不过，需要引起警觉的是，今年美联储仅降息 25 个 BP 的概率仍不低。

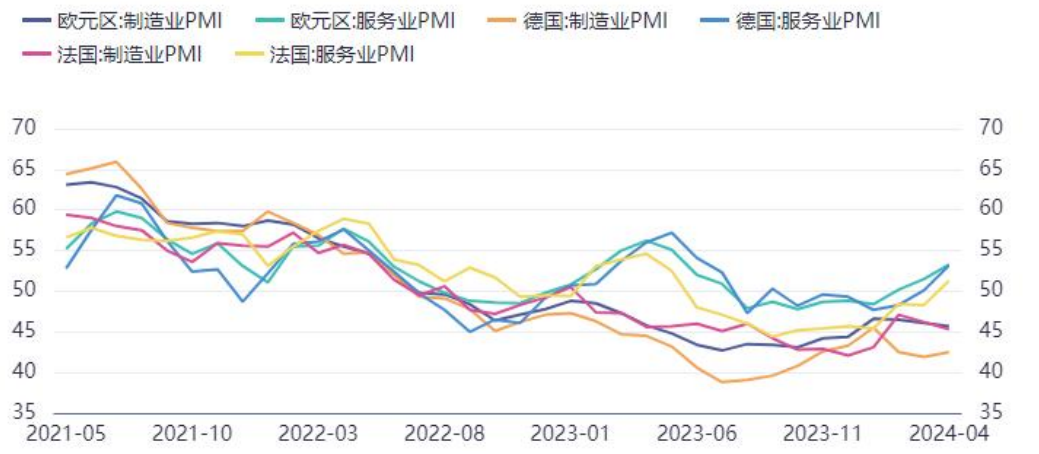
二、欧元区：6 月将首次降息，下半年有望继续降息 50-75 个 BP

欧央行于 2023 年 9 月 20 日加息 25BP，使主要再融资利率升至 4.5%后进入“观察期”。此次加息已经可以确定为本轮加息周期的最后一次行动。在高利率以及供需压力逐步缓和的背景下，欧元区名义通胀与核心通胀继续回落。不过，代价是弱于预期的制造业和经济增速。

2.1 欧元区经济相对疲弱

欧元区疲弱的经济表现在事实上说明欧元区已经无法承受更高的利率。欧元区经济持续低迷，欧元区最大经济体德国表现不佳，欧元区经济已连续第六个季度停滞不前，在 2023 年下半年勉强避免经济衰退。3 月制造业 PMI 数据显示德国、法国继续萎缩。较高的借贷成本抑制了需求，投资疲软，银行贷款停滞，家庭和企业感受到了更昂贵的贷款和抵押贷款挤压。不过，服务业通胀、劳动力市场仍是痛点，服务价格正以 4%的速度增长，而劳动力成本的增长也超过了历史平均水平，即使在 2023 年末协商工资增长速度放缓之后也是如此。

图 11：欧元区制造业采购经理人指数处于荣枯线下方



数据来源：iFind,山金期货

欧元区 3 月通胀低迷，从 2 月份的 2.6%放缓至 2.4%；核心通胀率也有所放缓，从 3.1%降至 2.9%，为 2022 年初以来最低水平，为欧央行降息推波助澜。在 2022 年底，欧元区通胀达到 10%的峰值，近几个月来稳步下降，欧洲央行目前预计将在 2025 年恢复到 2%目标水平，如今看来更可能提早一步达到目标。

图 12：欧元区的通胀已经大幅回落

数据来源：iFind,山金期货

2.2 目前市场已经比较好的消化了 6 月降息的预期

从图 13 可以看到，虽然官方利率没有下调，但是国债收益率已经出现了明显的下滑，整体下跌幅度在 40-110BP，说明市场已经提前消化掉欧洲央行降息的预期。目前市场的预期是今年欧洲央行降息幅度在 75-100 个 BP。

图 13：欧洲央行主导利率以及欧元区不同国家的国债收益率

数据来源：iFind,山金期货

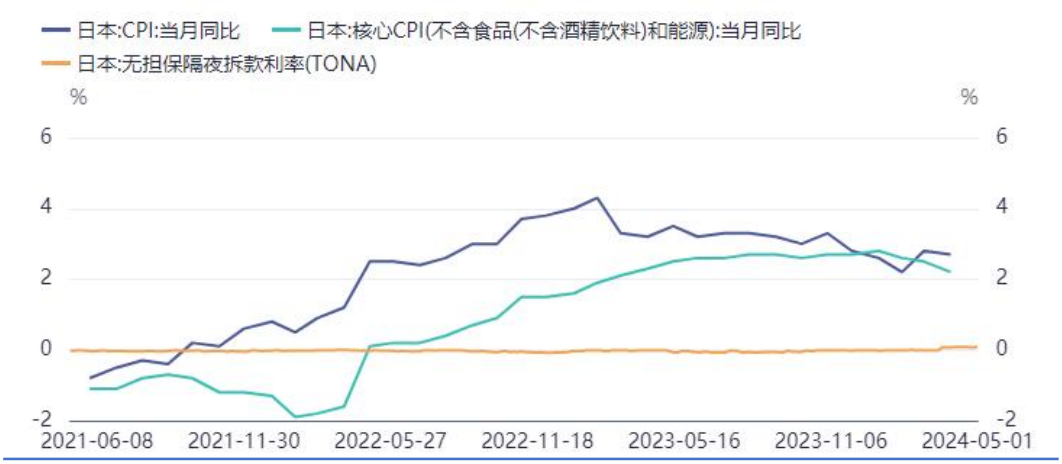
欧元区 4 月的银行贷款调查显示，企业贷款需求大幅下降，与银行对经济复苏的预期背道而驰。在 4 月的议息会议上，拉加德曾表示，4 月对于首次降息来说为时尚早，而“更多”的数据将在 6 月出现，6 月可能是合适的时间点。不过，近期拉加德也表示，欧央行不会“预先承诺特定的利率路径”，并强调未来的决定将取决于新的经济数据和趋势。如果欧央行推迟降息，可能意味着未来将有更多、更大、更快的降息行动，或者被迫紧急降息 50 个基点。目前，欧洲央行的多位官员的普遍共识是，欧洲央行在 6 月降息是合适的，此后需要根据市场的情况，采取灵活的动作，对降息的路径尚不存在一致的预期。

三、日本：货币政策已转向，增长仍疲弱

今年 3 月 19 日，日本央行宣布最新利率决议，将基准利率从-0.1%上调至 0-0.1%，为 2007 年以来首次加息，长达 8 年的负利率时代宣告终结。与此同时，日本央行结束 YCC（收益率曲线控制）框架，声明中不再提及引导长期利率至 0%左右的收益率控制曲线（YCC），并取消对日股 ETF 和 REITS（不动产信托投资基金）的购买计划。日本央行称仍将维持宽松的货币环境，继续购买国债，4 月将四次买入 4000-5500 亿日元

5-10 年期国债。如果长期利率迅速上升，可能增加国债的购买金额，进行固定利率购买操作。日本央行认为大规模宽松措施发挥了作用，尽管价格上涨但私人消费保持弹性。日本经济和物价存在极高的不确定性，核心 CPI 通胀有望长期朝着 2%的价格目标迈进。日本央行表示，主要政策工具仍然是短期利率，该行预计通胀率在 2024 财年将超过 2%。预计通胀率在 2024 财年将超过 2%。

图 14：随着通胀超过目标水平，日本央行上调基准利率



数据来源：iFind,山金期货

虽然日本央行开启了货币正常化的进程，但美日国债收益率差并未出现明显的收敛。而且，从日本央行三月的议息会议之后，日元汇率出现了一轮明显的贬值过程，美元/日元从 150 附近上行至 160 附近，最近在日本央行的干预下，从 160 附近快速跌至 152 附近。显然，日本央行的行动早已被市场提前消化，且日本央行的步伐明显的不及市场的预期，因而造成了在加息之后，货币反而快速贬值。

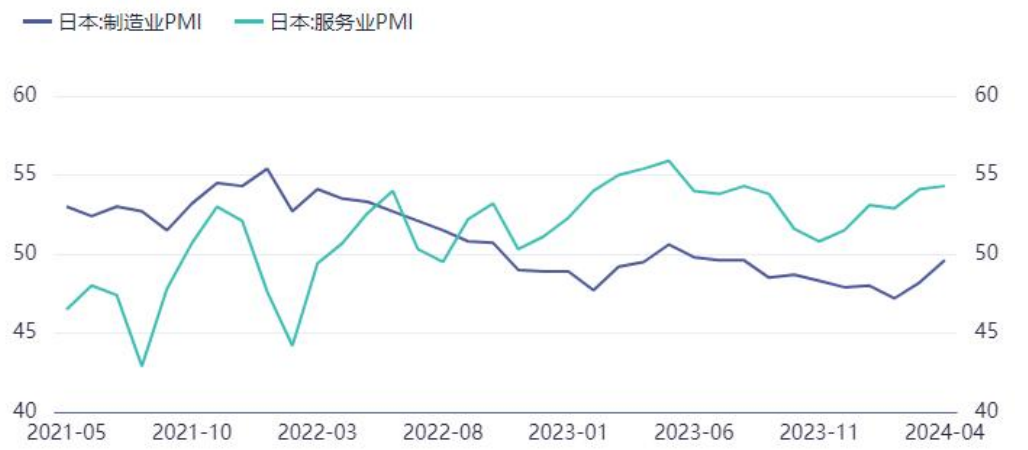
图 15：美日利差与美/日即期走势

数据来源：iFind,山金期货

在景气调查方面，近几个月，日本制造业 PMI 和服务业 PMI 均呈现上行态势，显示日本经济的景气度已经有所回升。但需要注意到的是，制造业 PMI 最近一年时间均处于荣枯线下方。另外，最近两年多时间，日本家庭的消费支出同比处于下行状态，实际消费支出处于负增长。横向比较而言，日本实际消费的复苏

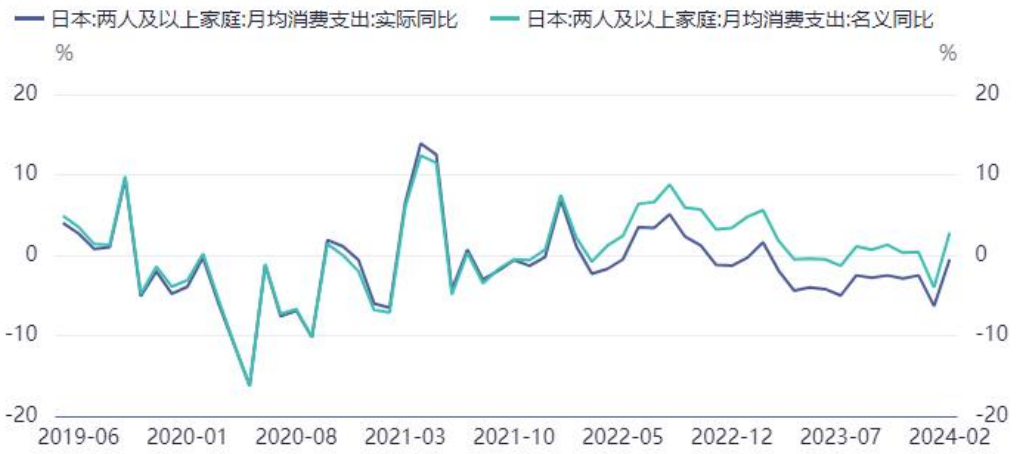
远落后于美国和 G7 平均水平，和欧元区整体相当，仅比德国略好。

图 16 日本制造业 PMI 仍处于荣枯线下方



数据来源：iFind,山金期货

图 17 日本家庭消费支出同比仍偏低



数据来源：iFind,山金期货

四、总结

4.1 全球经济整体增速平稳

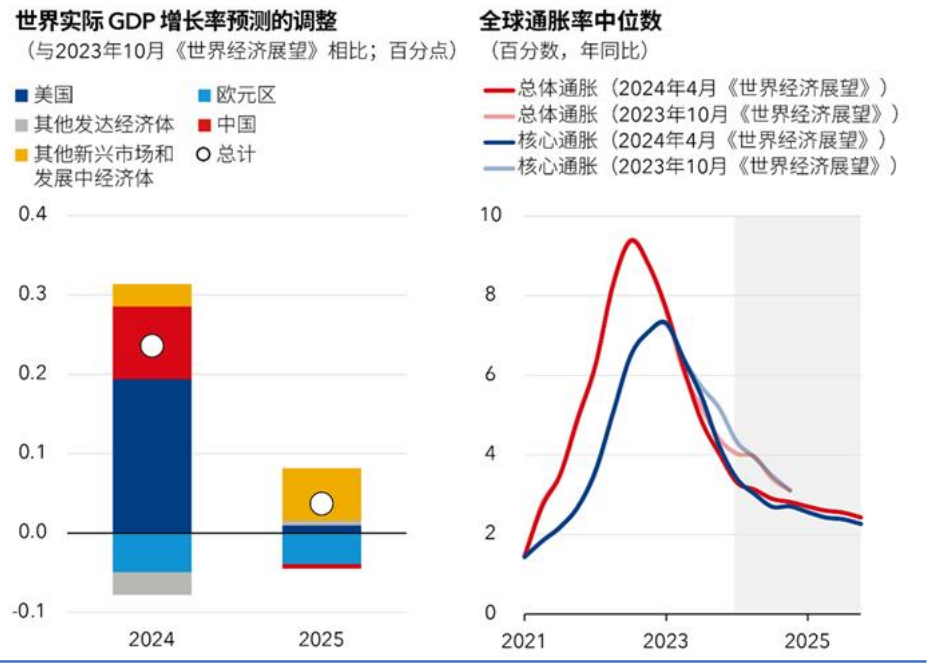
全球经济虽然前景低迷，但由于美国经济展现出的极强韧性，全球经济增长步伐平稳。虽然近期通胀水平的下降有所放缓，但美国和欧元区的通胀水平离政策目标越来越近。目前大多数指标仍显示全球经济整体仍有望实现软着陆。

美国经济近期表现强劲，这是由于生产率和就业增长稳健，同时也是由于经济仍处于过热状态，因此需求旺盛。为此，美联储需要谨慎而渐进地放松政策。当前的财政政策立场与长期财政可持续性不符，尤其令人担忧。这在短期内会给降通胀进程带来风险，而在长期内则会使全球经济面临财政和金融稳定风险。作出一些取舍在所难免。

欧元区的经济增长将反弹，不过起点很低，因为过去的冲击和紧缩的货币政策对经济活动造成了拖累。工资持续快速增长、服务业通胀居高不下，可能会推迟通胀回归目标的时间。但与美国情况不同的是，几乎没有证据显示欧元区存在经济过热问题，欧洲中央银行在放松货币政策时需要进行谨慎操作，避免通胀降至目标以下。虽然劳动力市场看似强劲，但若欧洲企业一直对增加雇佣较为谨慎。

日本经济的整体形势并不比欧洲强多少。2023 年下半年日本 GDP 增速放缓，经济增长遇到波折，但是近期经济景气度又有回升迹象。去年日本 GDP 同比增速主要受净出口的支撑，而占比最大的私人消费和资本投资造成拖累。今年 3 月，日本春斗薪资结果取得近三十年以来最大增幅，为日本抗通缩进程释放积极信号，随后日本央行宣布结束长达 8 年的负利率时代。但是，日本实际消费的回升速度偏慢，制造业的景气度仍有待提升。

图 18：IMF 对全球经济增速的预测（虚线为 2023.7 的预测值）



数据来源：IMF《世界经济展望（2024.04）》，山金期货

4.2 全球通胀继续放缓，但仍高于目标水平

全球通胀水平虽然一直在下降，但美国和欧洲仍未达到目标水平。自今年年初以来，实现通胀目标的进展有所停滞。通胀形势的好转在很大程度上是由于能源价格和商品价格的下跌。不过，近几个月以来，有色金属和原油价格的上涨，可能会对通胀的下降形成一定的阻力。

在货币政策方面，今年下半年，美联储将降息 1-2 次，每次 25 个基点。不过，由于美国的通胀形势更为严峻，仅降息一次概率依然很大。另外，相对来说，美联储官员对于降息的态度更为模糊。欧洲央行大概率上将于 6 月降息 25 个基点，下半年还将降息 2-3 次，全年下调基准利率 75-100 个基点。日本央行已于 3 月开启货币政策正常化进程，但由于日本实际消费的回升速度偏慢，制造业的景气度仍较差，日本央行在今年的剩余时间或将维持货币政策不变。

风险提示：1）美国大选形势可能会增加政策的不稳定性；2）中东地缘政治冲突；3）全球贸易摩擦加剧

免责声明

本报告由山金期货交易咨询部制作，未获得山金期货有限公司的书面授权，任何人和单位不得对本报告进行任何形式的修改、发布和复制。本报告基于本公司期货研究人员采用可信的公开资料和实地调研资料，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、建议、预测均反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整，报告中的信息或所表达的意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作任何担保。在山金期货有限公司及其研究人员知情的范围内，山金期货有限公司及其期货研究人员以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的产品不存在任何利害关系，同时提醒期货投资者，期市有风险，入市须谨慎。