

降息周期即将开启，商品影响几何？

——美联储系列九

研究院

研究员

蔡劭立 FICC 组

✉ caishaoli@htfc.com

从业资格号：F3056198

投资咨询号：Z0015616

高聪

☎ 021-60828524

✉ gaocong@htfc.com

从业资格号：F3063338

投资咨询号：Z0016648

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289 号

核心观点

美联储 9 月大概率开启本轮降息周期：

近一个月美联储官员接连释放鸽派信号，12 名票委中，明确的鸽：鹰比例为 6:1。美联储主席鲍威尔 8 月 23 日在杰克森霍尔全球央行年会上明确表示“政策调整的时机已经到来”；美联储 7 月会议纪要也同样暗示 9 月降息。

美国经济有所放缓，但并未衰退：1、制造业有所降温，8 月制造业 PMI 中的生产、订单分项延续下跌，库存被动抬升，主动补库有转为被动补库的迹象；2、就业缺口缓和，但消费仍维持韧性，财政仍偏积极，传统的“就业—薪资—消费”传导链条下，6 月以来就业市场开始降温，但薪资环比增速仍未转弱，而 7 月零售销售和个人消费支出仍维持韧性，政府的转移支付仍积极。

降息前后经济数据特征：1、通胀降温是降息的必要前提；2、降息周期中美国失业率普遍抬升，但也有例外；3、制造业呈现降息前期承压，降息后期改善，且时序上降息周期开启时间愈发前置（越接近现在政策越偏向预防式降息）。

资产影响（以制造业 PMI 划分衰退和非衰退）：

10Y 美债利率。无论是衰退还是非衰退的样本中，10Y 美债利率均在降息周期中呈现趋势下行和牛陡的期限结构（短期利率下降快于长期利率）；并且降息前三个月利率下降幅度明显大于后三个月，衰退样本中，期限结构存在反复风险。

风险资产。在非衰退样本中，股指和商品表现偏强，黄金能够取得正收益，但跑输部分板块；但若衰退，股票和商品整体承压，黄金表现偏强。

商品分板块。制造业 PMI 区分下的降息周期。衰退样本下，黄金领跑整体商品，商品板块先跌后涨，以降息后 300 天截面观察，跌幅从大到小的排序是软商品>原油>农产品>工业金属、铜；反弹阶段涨幅从大到小排序是原油>工业金属、软商品>农产品、铜。非衰退样本下，商品分板块从强到弱排序是原油>软商品>黄金>铜、工业品；农产品承压。消费者信心指数区分下的降息周期，下跌时长略长于制造业 PMI 分类，但反弹幅度也大于后者。

■ **风险：**美国大选意外事件再现；降息预期抢跑；地缘冲突；政府扩财政。

目录

核心观点	1
未来已来——美联储 9 月大概率开启降息周期	3
美联储释放鸽派信号	3
美国经济仍具韧性	4
历史上降息前后经济表现回溯	6
本轮经济事实和资产表现明显分歧	6
以史为鉴：不同降息背景的资产特征	9
制造业 PMI	9
消费者信心指数	11

图表

图 1： 7 月至今美联储票委发言的鸽鹰比例为 6:1 （鹰派代表降息仍需要观察更长时间）	4
图 2： 美国经济月度热力图 单位： %	5
图 3： 美国 8 月非农数据情况 单位： 千人	5
图 4： 美国 7 月财政支出情况 单位： %	6
图 5： 历史上首次降息前后美国 CPI 同比变化 单位： 无	7
图 6： 历史上首次降息前后美国失业率变化 单位： %	7
图 7： 历史上首次降息前后非农变化 单位： 千人	7
图 8： 历史上首次降息前后制造业 PMI 变化 单位： %	8
图 9： 历史上首次降息前后工业生产指数同比变化 单位： 千人	8
图 10： 历史上首次降息前后个人可支配收入同比变化 单位： %	8
图 11： 历史上首次降息前后消费者信心指数变化 单位： 千人	8
图 12： 制造业 PMI 在衰退阶段的表现 单位： 无	9
图 13： 降息前后十年期美债收益率走势（自 1957 年起） 单位： %	10
图 14： 降息前后 10 年期-2 年期期限利差走势（自 1980 年起） 单位： %	10
图 15： 降息前后 S&P GSCI 商品指数走势（自 1974 年起） 单位： %	10
图 16： 降息前后黄金走势（自 1973 年起） 单位： %	10
图 17： 降息前后标普 500 指数走势（自 1957 年起） 单位： %	11
图 18： 降息前后衰退样本下商品分板块表现 单位： %	11
图 19： 降息前后非衰退样本下商品分板块表现 单位： %	11
图 20： 消费者信心指数在衰退阶段的表现 单位： 无	12
图 21： 两个经济数据分类下，降息前后 S&P GSCI 商品指数走势的对比 单位： %	13
图 22： 两个经济数据分类下，降息前后 S&P GSCI 商品指数走势的对比 单位： %	13
图 23： 降息前后衰退样本下商品分板块表现 单位： %	13
图 24： 降息前后非衰退样本下商品分板块表现 单位： %	13

未来已来——美联储 9 月大概率开启降息周期

美联储释放鸽派信号

近一个月美联储官员接连释放鸽派信号，12 名票委中，明确的鸽：鹰比例为 6:1。1、鲍威尔在杰克逊霍尔经济研讨会上释放鸽派信号。此次会议与前三年主要聚焦于通胀不同，今年会议更关注劳动力市场，鲍威尔在发言中明确表达了“将尽一切努力支持强劲的劳动力市场”、“不寻求也不欢迎劳动力市场进一步降温”等措辞，并称政策调整的时机已经到来，降息的时机和步伐将取决于数据、前景以及风险的平衡。2、美联储理事沃勒发表演讲，但其表态仍略偏鹰，倾向于支持以 25 个基点作为开始。3、财政部长耶伦 9 月 7 日试图向公众保证，尽管一系列疲软的就业报告让投资者感到不安，并给股市带来压力，但美国经济仍然强劲。耶伦表示，金融体系没有“红灯闪烁”，并重申了她的观点——即使就业增长减弱，美国经济也已实现软着陆。

7 月议息会议纪要同样偏鸽：1、暗示 9 月降息，绝大多数人（The vast majority）认为，若数据继续与预期大体一致，那么在下次会议上放松（货币）政策可能是合适的；2、7 月会议上已经有一些（several）票委认为，近期通胀进展和失业率攀升让 7 月有合理理由降息；3、大多数与会者认为就业目标面临的风险有所增加；一些人称，有劳动力市场更严重恶化的风险；因劳动力市场弱于预期，美联储工作人员下调今年下半年经济增长预期。多人称，太迟或太少降息可能过度削弱经济；一些人称，过早或过多降息可能导致通胀由降转升。

图 1： 7 月至今美联储票委发言的鸽鹰比例为 6:1（鹰派代表降息仍需要观察更长时间）

姓名	职位	投票权	发言时间	言论内容	鹰鸽程度
杰罗姆·鲍威尔	理事，美联储主席	常驻票委	2024/08/23	承认了劳动力市场的近期疲软，并表示美联储“不寻求也不欢迎劳动力市场条件的进一步冷却。 政策调整的时机已经到来。 前进的方向是明确的， 降息的时机和步伐将取决于即将公布的数据、不断变化的前景以及风险平衡。	🕊️
菲利普·杰斐逊	理事，美联储副主席	常驻票委	2024/05/20	通胀下降的速度不够快，短期内还不能降息。4月的通胀数据改善令人鼓舞。但是，这只是好的迹象，判断通胀放缓是否会持续为时尚早。	/
迈克尔·巴尔	理事，美联储副主席	常驻票委	2024/05/21	“在更长时期内维持更高利率”的持续时间超过我们原来的想象。	/
约翰·威廉姆斯	纽约联储主席	常驻票委	2024/09/06	降低利率是为了帮助保持就业市场的平衡。货币政策已良好定位，以实现美联储目标。 现在下调联邦基金利率是合适的 ，对通胀率可持续地朝2%靠拢更有信心，政策可逐步朝着更中性的方向发展，就业市场不太可能引发通胀压力	🕊️
克里斯托弗·沃勒	理事	常驻票委	2024/09/06	美国劳动力市场正处于转折点，政策需要进行相应的调整。 如果数据支持连续降息，那么我认为连续降息是合适的。 如果数据表明需要更大幅度的降息，那么我也会支持。	🕊️
米歇尔·鲍曼	理事	常驻票委	2024/08/21	如果通胀继续放缓，降息将是合适的 ；近期在降低通胀方面取得了一些进展，但通胀水平仍然令人不安地高于委员会设定的2%目标；尽管失业率上升，但仍处于历史低位； 仍然认为通胀存在上行风险。	/
丽莎·库克	理事	常驻票委	2024/07/11	基本预期是通胀持续下降，失业率不会明显上升。如果宽松政策开始时通胀接近目标，经济增长仍然坚挺，那么软着陆的可能性更大。	/
阿德里亚娜·库格勒	理事	常驻票委	2024/07/17	就业市场再平衡意味着，通胀将跌向2%，如果失业率保持上升， 美联储提前降息将是适宜的，并重申「2024 年稍晚降息将是适宜的」这一立场。	🕊️
洛蕾塔·梅斯特	克利夫兰联储主席	轮值票委	2024/06/15	通胀面临上行风险，就业市场面临两个方向的风险；通胀路径将决定是否以下调利率；2%的通胀率是可以实现的，我们将实现这一目标。	/
博斯蒂克	亚特兰大联储主席	轮值票委	2024/09/04	“还没有准备好”宣布战胜通胀。尽管通胀率已大幅下降，但实现价格稳定任务的风险依然存在。我们必须保持警惕。过早放松政策是一种危险的赌博。但他还说，如果等到通胀率一路降至2%之后再降息，那么劳动力市场也会面临一些风险。	🕊️
汤姆·巴金	里士满联储主席	轮值票委	2024/08/27	他仍然认为通胀存在上行风险，但在劳动力市场降温之际，他支持降低利率。他倾向于 采取更为谨慎的降息步骤 ，通过观察市场和经济的反应来逐步调整政策。	🐦
玛丽·戴利	旧金山联储主席	轮值票委	2024/09/05	由于通胀正在下降，经济增长放缓， 美联储需要降低政策利率。 美联储需要降息以保持劳动力市场的稳健，但现在要根据即将发布的经济数据来决定降息幅度。在前景明确时，美联储可以采取激进的行动，但目前的前景仍不明确。	🕊️
奥斯坦·古尔斯基	芝加哥联储主席	2025年轮值票委	2024/09/05	劳动力市场和通胀数据的长期趋势证明， 美联储很快就会放松利率政策，然后在此后的一年内逐步继续这一进程。	🕊️
帕特里克·哈克	费城联储主席		2024/08/23	我们需要开始降息，美联储应开始降息进程，这个过程应该持续推进。 不认为就业市场恶化存在较大风险；中性利率大约在3%左右；在我们看来，失业率不会超过5%。中性利率大约在3%左右。	🕊️
洛莉·洛根	达拉斯联储主席		2024/06/19	人工智能将随着时间的推移对政策产生影响；通胀仍然过高，但我们取得了巨大进展；需要“再过几个月”才有信心通胀在朝着2%前进；未来几个月将密切关注数据；美联储处于良好位置，应保持耐心，对政策持谨慎态度；中性利率现在可能比疫情前更高。	/
尼尔·卡什卡利	明尼阿波利斯联储主席		2024/08/19	由于劳动力市场过度疲软的可能性上升， 他对下次会议降息持开放态度。 降息的话题已经转移，因“通胀正在取得进展，而劳动力市场正显示出一些令人担忧的迹象”。他认为，没有理由以超过25个基点的幅度降息，因为裁员率仍然很低，申请失业救济的人数也没有显示出明显的下降趋势。	🕊️

数据来源：华泰期货研究院根据公开资讯整理

美国经济仍具韧性

一、经济数据中，美国二季度 GDP 超市场预期，年化初值环比升 2.8%，个人消费和存货变化是主要贡献；二、制造业有所降温，8 月制造业 PMI 中的生产、订单分项延续下跌，库存被动抬升，主动补库有转为被动补库的迹象；三、就业缺口缓和，但消费仍维持韧性，财政仍偏积极，传统的“就业—薪资—消费”传导链条下，6 月以来就业市场开始降温，但薪资环比增速仍未转弱，而 7 月零售销售和个人消费支出仍维持韧性，政府的转移支付仍积极。整体看美国经济有所放缓，但并未衰退。

图 2： 美国经济月度热力图 | 单位：%

增量的贡献 (2023年对实际GDP同比贡献率)		指标名称	单位	2024/08	2024/07	2024/06	2024/05	2024/04	2024/03	2024/02	2024/01	2023/12	2023/11	2023/10	2023/09
投资	-9.0%	GDP:不变价:同比	%			3.12		2.97		3.13		2.93			
		Markit制造业PMI	%	47.90	49.60	51.60	51.30	50.00	51.90	52.20	50.70	47.90	49.40	50.00	49.80
		全部制造业:新增订单:当月同比	%		2.17	-3.67	0.96	0.93	1.45	0.80	-2.35	1.57	3.44	-2.38	2.80
		成屋+新建住房销售	万套		468.9	456.8	473.1	483.8	488.5	501.1	466.4	453.4	452.1	452.3	467.4
就业		新增非农就业人数	万人	14.20	11.40	20.60	27.20	17.50	30.30	27.50	35.30	21.60	19.90	15.00	33.60
		失业率 (色阶相反)	%	4.20	4.30	4.10	4.00	3.90	3.80	3.90	3.70	3.70	3.70	3.80	3.80
		非农职位空缺数	万人		767.3	791	823	791.9	835.5	881.3	874.8	888.9	893.1	868.5	930.7
通胀		CPI:当月同比	%	2.50	2.90	3.00	3.30	3.40	3.50	3.20	3.10	3.40	3.10	3.20	3.70
		核心CPI:当月同比	%	3.20	3.20	3.30	3.40	3.60	3.80	3.80	3.90	3.90	4.00	4.00	4.10
消费	59.2%	零售和食品服务销售额:同比	%		4.00	-0.06	3.21	3.82	2.29	6.25	1.55	4.01	4.17	2.91	3.94
		Markit服务业PMI	%	55.70	55.00	55.30	54.80	51.30	51.70	52.30	52.50	51.40	50.80	50.60	50.10
		个人可支配收入:同比	%		3.63	3.53	3.51	3.65	4.05	4.13	4.53	6.56	6.69	6.73	7.40
		个人消费支出:同比	%		5.30	5.36	5.32	5.04	5.57	4.71	4.41	5.96	5.65	5.09	5.55
财政	27.4%	财政收入:同比	%		19.63	11.46	5.26	21.56	6.01	3.44	6.71	-5.63	9.01	26.67	-4.15
		财政支出:同比	%		15.53	-16.85	22.44	22.57	-17.79	8.17	2.71	3.47	17.62	15.66	-30.44
净出口	-22.3%	出口金额:同比	%		4.99	5.66	4.43	4.97	1.83	4.04	-0.40	2.61	0.52	0.93	0.45
		进口金额:同比	%		8.43	7.09	6.33	4.38	4.08	2.97	-1.14	-0.21	0.05	-3.21	-2.59

数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 3： 美国 8 月非农数据情况 | 单位：千人

Series	2024/08	2024/07	2024/06	2024/05	2024/04	2024/03	2024/02	2024/01	2023/12	2023/11	2023/10
总计	142	89	118	216	108	310	236	256	290	182	165
采矿与伐木业	0.00	1	0	-4	-5	2	0	-2	3	-4	-1
建筑业	34.00	13	18	13	-5	37	24	26	18	15	22
制造业	-24.00	6	-16	3	7	-6	-9	6	12	25	-31
贸易、运输和公用事业	2.00	9	-1	34	41	34	54	7	24	-45	6
信息	-7.00	-15	0	-1	-3	2	-3	8	13	17	-26
金融活动	11.00	-1	13	12	-3	4	-7	-4	6	4	0
专业和商业服务	8.00	-13	-11	55	-17	17	6	48	13	10	-5
教育与健康服务	47.00	55	82	69	98	76	80	100	84	110	77
休闲及餐饮服务	46.00	24	4	18	-9	54	26	-3	41	10	57
其他服务	1.00	-5	8	7	4	12	10	10	0	10	-1
政府	24.00	15	21	10	0	78	55	60	76	30	67

数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 4： 美国 7 月财政支出情况 | 单位：%

	权重/2023年	2024/07	2024/06	2024/05	2024/04	2024/03	2024/02	2024/01	2023/12	2023/11	2023/10	2023/09	2023/08	2023/07
政府支出 (USD, 十亿)		574.119	537.22	670.778	566.669	568.548	567.401	499.25	558.665	588.842	469.997	638.455	193.875	496.943
国防	13.4%	71.07	67.47	78.398	64.494	70.185	64.952	59.709	80.797	70.176	87.368	84.527	70.285	56.17
国际事务	1.1%	8.28	-0.29	5.217	6.678	4.245	3.586	5.258	4.295	7.088	6.001	7.83	3.681	4.61
一般科学、空间和技术	0.7%	3.61	3.63	3.37	3.385	3.266	3.051	2.946	3.924	3.447	3.403	4.559	4.014	3.08
能源	0.1%	-0.40	1.71	1.355	1.659	1.132	1.085	0.862	1.072	1.438	0.977	0.965	-0.979	-0.05
自然资源和环境	0.8%	4.76	4.85	3.043	5.893	4.101	3.91	4.081	4.828	4.904	5.05	2.736	6.262	4.42
农业	0.6%	3.82	1.85	1.455	1.519	1.792	3.384	4.15	6.531	2.556	7.916	2.162	2.368	2.03
商业和住房信贷	2.5%	-3.20	-5.53	-15.616	-0.464	-2.118	2.005	0.192	-2.235	49.268	18.328	45.756	1.964	1.30
交通运输	2.0%	11.51	12.31	11.824	9.964	9.406	9.487	8.753	10.231	10.931	11.021	14.809	12.655	10.49
社区和区域发展	1.4%	4.77	3.65	38.061	4.525	5.172	4.699	3.962	4.559	3.781	4.762	6.436	4.998	3.61
教育、培训、就业和社会服务	-0.3%	12.32	89.55	12.994	28.915	13.373	17.346	18.099	14.097	13.901	22.318	26.579	-316.031	85.73
保健	14.1%	73.26	75.33	76.714	69.604	79.262	76.231	68.204	77.895	76.382	70.549	77.077	71.27	67.49
医疗保险	13.7%	92.24	21.71	142.28	74.277	66.465	73.211	82.813	65.217	79.392	23.506	117.585	73.141	21.28
收入保障	11.8%	58.67	32.19	60.275	59.371	82.465	89.576	40.518	60.829	49.432	32.863	57.717	50.513	43.36
社保	22.1%	123.24	129.28	122.802	122.479	122.283	121.212	120.79	116.921	116.362	117.269	115.996	115.966	115.58
退伍军人福利与服务	5.0%	28.75	14.11	38.416	31.674	29.249	27.268	14.248	40.187	26.489	14.105	42.98	25.837	12.91
司法部门	1.3%	6.88	6.46	6.556	8.533	6.74	6.366	6.45	7.082	6.441	7.971	7.134	6.48	5.83
一般预算	0.5%	3.54	1.55	6.241	0.072	2.424	2.003	-0.401	2.83	3.859	1.533	4.328	2.003	1.30
利息净额	11.6%	80.81	81.14	87.096	84.739	79.034	67.113	67.708	67.759	71.818	75.99	29.095	68.824	67.03
未分配抵销收入	-2.3%	-9.81	-8.75	-9.704	-10.647	-9.928	-9.086	-9.093	-8.143	-8.821	-40.932	-9.817	-9.378	-9.23

数据来源：Wind 华泰期货研究院

历史上降息前后经济表现回溯

本轮经济事实和资产表现明显分歧

7 月以来，资产价格交易明显的“衰退”主题，但经济事实具有韧性，我们希望通过历史来发现经济和资产的规律。样本：美国 1950 年以后 13 轮降息周期，首次降息前后的 CPI、失业率、非农、制造业 PMI、工业生产指数、个人可支配收入、消费者信心指数（Consumer Confidence Index）。我们分别选取了通胀、制造业、消费的核心数据来进行观察。

通胀降温是降息的必要前提。除了 1998 年的短暂降息周期（仅持续 2 个月）和 2007 年的特殊情况（当时国际市场上石油和天然气价格显著上涨，加上金融危机后美联储的宽松货币政策），在其他降息周期中，美国 CPI 同比普遍呈现出下降趋势。

图 5：历史上首次降息前后美国 CPI 同比变化 | 单位：无

	1957-11	1960-06	1970-11	1974-12	1980-05	1981-11	1984-09	1987-09	1989-06	1995-07	1998-09	2001-01	2007-09	2019-08
-6	3.7	1.7	6	10.9	12.6	9.8	4.8	3	4.4	2.8	1.4	3.7	2.8	1.5
-5	3.3	1	6	11.5	13.3	9.6	4.6	3.8	4.7	2.9	1.4	3.4	2.6	1.9
-4	3.3	1.7	6	10.9	13.9	10.8	4.2	3.9	4.8	2.9	1.7	3.5	2.7	2
-3	3.7	1.7	5.4	11.9	14.2	10.8	4.2	3.7	5	3.1	1.7	3.4	2.7	1.8
-2	3.3	1.7	5.7	12.1	14.8	11	4.2	3.9	5.1	3.2	1.7	3.4	2.4	1.6
-1	2.9	1.7	5.6	12.2	14.7	10.1	4.3	4.3	5.4	3	1.6	3.4	2	1.8
0	3.3	1.7	5.6	12.3	14.4	9.6	4.3	4.4	5.2	2.8	1.5	3.7	2.8	1.7
1	2.9	1.4	5.6	11.8	14.4	8.9	4.3	4.5	5	2.6	1.5	3.5	3.5	1.7
2	3.6	1.4	5.3	11.2	13.1	8.4	4.1	4.5	4.7	2.5	1.5	2.9	4.3	1.8
3	3.2	1	5	10.3	12.9	7.6	3.9	4.4	4.3	2.8	1.6	3.3	4.1	2.1
4	3.6	1.4	4.7	10.2	12.6	6.8	3.5	4	4.5	2.6	1.7	3.6	4.3	2.3
5	3.6	1.4	4.2	9.5	12.8	6.5	3.5	3.9	4.7	2.5	1.6	3.2	4	2.5
6	3.2	1.4	4.4	9.4	12.6	6.7	3.7	3.9	4.6	2.7	1.7	2.7	4	2.3
7	2.8	1.7	4.6	9.7	12.5	7.1	3.7	3.9	5.2	2.7	2.3	2.7	3.9	1.5
8	2.5	1.4	4.4	8.6	11.8	6.4	3.8	3.9	5.3	2.8	2.1	2.6	4.2	0.3
9	2.1	1.4	4.6	7.9	11.4	5.9	3.8	4	5.2	2.9	2	2.1	5	0.1
10	2.1	1	4.1	7.4	10.5	5	3.6	4.1	4.7	2.9	2.1	1.9	5.6	0.6
11	2.1	1	3.8	7.4	10	5.1	3.3	4	4.4	2.8	2.3	1.6	5.4	1
12	2.1	0.7	3.3	6.9	9.8	4.6	3.1	4.2	4.7	3	2.6	1.1	4.9	1.3

数据来源：Wind 华泰期货研究院

降息周期中美国失业率普遍抬升，但也有例外。美国的合理失业率范围通常在 4.5%到 5.5%之间。低失业率通常被视为经济健康的标志，而在经济衰退期间，失业率的上升往往是不可避免的，因为经济活动减少导致企业减少招聘或裁员。纵观美国历史上的降息周期，1984 年、1995 年和 1998 年美国失业率在降息前后显示出明显下降趋势，这三次降息后美国经济成功实现软着陆；其他轮次（除 1989 年）降息中失业率都在降息后一年内明显上涨，随后美国经济进入衰退。非农则没有明显特征，短期经济事件（如自然灾害、政策变动等）造成异常。

图 6：历史上首次降息前后美国失业率变化 | 单位：%

	1957-11	1960-06	1970-11	1974-12	1980-05	1981-11	1984-09	1989-06	1995-07	1998-09	2001-01	2007-09	2019-08
-6	4.1	5.3	4.5	5.4	5.9	7.5	7.8	5.3	5.6	4.7	4	4.4	3.8
-5	4.3	5.2	4.9	5.5	6	7.5	7.7	5.4	5.4	4.3	4.1	4.5	3.6
-4	4.2	4.8	5	5.5	6.3	7.2	7.4	5.2	5.4	4.4	3.9	4.4	3.7
-3	4.1	5.4	5.1	5.9	6.3	7.4	7.2	5	5.8	4.5	3.9	4.6	3.6
-2	4.4	5.2	5.4	6	6.3	7.6	7.5	5.2	5.6	4.5	3.9	4.7	3.6
-1	4.5	5.1	5.5	6.6	6.9	7.9	7.5	5.2	5.6	4.5	3.9	4.6	3.7
0	5.1	5.4	5.9	7.2	7.5	8.3	7.3	5.3	5.7	4.6	4.2	4.7	3.6
1	5.2	5.5	6.1	8.1	7.6	8.5	7.4	5.2	5.7	4.5	4.2	4.7	3.5
2	5.8	5.6	5.9	8.1	7.8	8.6	7.2	5.2	5.6	4.4	4.3	4.7	3.6
3	6.4	5.5	5.9	8.6	7.7	8.9	7.3	5.3	5.5	4.4	4.4	5	3.6
4	6.7	6.1	6	8.8	7.5	9	7.3	5.3	5.6	4.3	4.3	5	3.6
5	7.4	6.1	5.9	9	7.5	9.3	7.2	5.4	5.6	4.4	4.5	4.9	3.6
6	7.4	6.6	5.9	8.8	7.5	9.4	7.2	5.4	5.6	4.2	4.6	5.1	3.5
7	7.3	6.6	5.9	8.6	7.2	9.6	7.3	5.4	5.5	4.3	4.9	5	4.4
8	7.5	6.9	6	8.4	7.5	9.8	7.2	5.3	5.5	4.2	5	5.4	4.8
9	7.4	6.9	6.1	8.4	7.4	9.8	7.4	5.2	5.6	4.3	5.3	5.6	4.2
10	7.1	7	6	8.4	7.4	10.1	7.4	5.4	5.6	4.3	5.5	5.8	4.1
11	6.7	7.1	5.8	8.3	7.2	10.4	7.1	5.4	5.3	4.2	5.7	6.1	4.2
12	6.2	6.9	6	8.2	7.5	10.8	7.1	5.2	5.5	4.2	5.7	6.1	4.4

数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 7：历史上首次降息前后非农变化 | 单位：千人

	1957-11	1960-06	1970-11	1974-12	1980-05	1981-11	1984-09	1989-06	1995-07	1998-09	2001-01	2007-09	2019-08
-6	-6.8	5.4	-22.4	5.5	9.2	1.3	27.2	28.1	32.8	14.6	38.8	22.6	0.5
-5	-8.3	10	-9.5	3.2	9.9	19.4	36.3	26.3	18.9	28.1	0.3	6	22.7
-4	5.6	23.9	2.4	-1.7	12.8	11.1	30.6	26.6	21.4	40.1	12.6	15.1	30.8
-3	0.5	-5.9	-11.6	-0.9	8.3	-3.6	38.1	19.4	15.8	23.1	-0.5	7.9	3.8
-2	-19.4	35.9	0.7	2	11.1	-8.8	31	17	-1.5	13.2	20.1	-3	20.4
-1	-17.1	-33.5	-42.3	-36.5	-14.5	-9.7	24.3	12.2	23.6	33.8	16.5	-2.5	9
0	-20.5	-12.7	-11.2	-61.3	-42.9	-20.9	31.2	11.4	9.1	19.8	-1.9	8.6	22.1
1	-17.4	-4.2	38.3	-35.9	-31.9	-27.6	28.5	4.2	26.2	20.5	8.7	7.2	20.3
2	-30.8	-3.4	7.3	-37.5	-26.1	-33	35.3	5.1	24.1	27.5	-3.5	11.6	10
3	-50	-4.5	-5.8	-27	25.9	-0.2	12.5	24.9	14.9	37.3	-29.6	10.5	20.8
4	-27.7	-8.5	5.3	-18.8	11.4	-12.9	26.5	10.7	13.9	10.6	-4.4	0.1	12.6
5	-27.2	-18.1	17.6	16.4	27.7	-28.4	13.1	27.6	15.7	41.4	-11.5	-7.1	25.3
6	-11.3	-21.9	21.1	-10.3	25.7	-4.3	33.9	8.4	-0.7	11.5	-12.3	-7	26.4
7	0	-5.9	0.7	24.9	19.6	-24.2	19.6	35.3	41.6	36.2	-14.9	-21.9	-141.1
8	12.5	-12.6	6.1	38.3	9	-34.4	27.4	24.3	25.6	21.5	-25.9	-19	-2047.7
9	19.4	10.2	5.8	7.5	7.2	-15.8	14.7	20.5	16.6	27.8	-31.3	-15.8	261.9
10	27.3	-3.2	24.1	31.2	10.5	-18	18.9	3.4	33.3	33.5	-31.1	-19.7	461.5
11	-2.1	15.9	2.8	14.5	7.3	-27.6	19.2	16.3	28.1	14.6	-15.7	-28.3	158.5
12	46.9	19.1	20.5	23.2	1.3	-12.1	20.5	2.3	24.6	21.2	-13.1	-4.5	153.4

数据来源：Wind 华泰期货研究院

制造业呈现降息前期承压，降息后期改善，且时序上降息周期开启时间愈发前置。历史上，美国制造业 PMI 在美联储降息周期前往往呈现下降趋势，这通常与经济增长放缓、

市场需求减弱有关。随着降息政策的实施，旨在通过降低借贷成本来刺激经济活动，在降息周期的后期，制造业 PMI 往往会出现反弹，反映出经济刺激措施开始显现效果。工业生产指数同比规律和制造业 PMI 走势相同，且 PMI 数据公布早于工业生产指数。值得注意的是，在早期制造业相关指标色块上已经明显转绿才开启降息周期，而随着时间推移，降息周期开启时间愈发前置，呈现预防式降息的特征。

图 8：历史上首次降息前后制造业 PMI 变化 | 单位：%

	1957-11	1960-06	1970-11	1974-12	1980-05	1981-11	1984-09	1989-06	1995-07	1998-09	2001-01	2007-09	2019-08
-6	43.4	58.2	47.2	54.7	48	53.5	58.9	56	57.4	52.9	52.5	50.7	54.2
-5	45.9	61.5	51.1	54.8	44.8	50.7	61	54.7	55.1	52.2	49.9	52.6	55.3
-4	45.7	52.3	49.5	52.9	46.2	46.7	58.6	54.1	52.1	50.9	49.7	52.5	52.8
-3	45.3	47.8	47.3	46.2	50.2	48.3	58.1	51.5	51.5	48.9	48.7	52.8	52.1
-2	45.8	45.3	44.1	42.7	43.6	42.5	56.1	52.2	46.7	49.2	48.5	52.4	51.7
-1	41.1	42.6	42.4	37.9	37.4	40	53	49.3	45.9	49.3	43.9	50.9	51.2
0	40.4	44.4	39.7	30.9	29.4	36.1	50	47.3	50.7	48.7	42.3	51	49.1
1	36.8	43.7	45.4	30.7	30.3	37.8	50.8	45.9	47.1	48.7	42.1	51.1	47.8
2	33.4	47.6	47.9	34.4	35	38.2	50.3	45.1	48.1	48.2	43.1	50.5	48.3
3	37.2	45.4	54.6	31.6	45.5	38.3	50.6	46	46.7	46.8	42.7	49	48.1
4	39.8	46	51.2	37.5	50.1	36.8	50.3	46.8	45.9	50.6	41.3	50.3	47.8
5	39.1	44.3	54.5	41.2	55.5	37.8	49.9	46.8	46.2	51.7	43.2	47.6	50.9
6	46.6	44.3	54.7	45.1	58.2	35.5	47.8	47.4	45.5	52.4	43.5	48.3	50.1
7	51.4	43.9	53.8	47.2	53	38.3	48.2	47.2	45.9	52.3	46.3	48.8	49.1
8	54.7	43.6	54.4	51.4	49.2	38.4	47.1	49.1	46.9	54.3	46.2	48.8	41.5
9	57.3	49.1	53.6	54.4	48.8	38.3	47.8	49.9	49.3	55.8	40.8	49.8	43.1
10	59.8	57.6	55.1	55.5	49.6	38.8	47.9	50	49.1	53.6	44.1	50	52.6
11	62.1	58.9	55	54.5	51.6	39.4	47.7	49.5	53.6	54.8	45.3	49.2	54.2
12	60.7	58.1	52.3	54.9	53.5	39.2	46.9	49.2	49.7	57	47.5	44.8	56

数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 9：历史上首次降息前后工业生产指数同比变化 | 单位：千人

	1957-11	1967-04	1970-11	1974-12	1980-05	1981-11	1984-09	1989-06	1995-07	1998-09	2001-01	2007-09	2019-08
-6	1.89	8.74	-2.43	1.32	0.19	3.22	11.92	2.66	6.34	7.47	4.52	2.47	1
-5	3.51	7.57	-3.56	1.28	0.1	4.98	11.32	2.75	6.54	6.07	3.47	3.51	0.6
-4	7.63	6.61	-3.42	0.79	1.3	6.88	10.94	1.94	5.93	7.55	4.53	3.02	-1.19
-3	4.06	5.78	-4.01	-0.51	0.37	5.95	10.6	1.36	4.31	5.93	2.48	2.52	-0.08
-2	0.61	3.95	-4.84	-1.64	-0.46	3.04	9.2	2.33	4.55	6.2	1.99	2.37	-0.64
-1	-1.92	1.75	-6.94	-5.38	-0.81	1.48	8.24	0.97	4.61	6.21	1.4	2.19	-1.35
0	-3.55	2.49	-6.76	-7.64	-5.01	-1.2	6.56	0.76	4.24	4.07	0.44	2.68	-1.1
1	-6.79	0.94	-4.43	-8.77	-6.25	-2.5	5.31	-0.3	4.79	4.8	-0.32	2.25	-1.55
2	-8.02	0.96	-1.2	-10.62	-6.24	-3.55	5.4	0.57	4.9	3.35	-1.04	3.02	-2.05
3	-11.2	0.55	-1.1	-11.96	-4.64	-1.63	5.03	0.31	3.5	3.41	-3.02	2.1	-1.64
4	-12.27	2.38	-1.2	-10.59	-3.77	-3.26	2.75	-0.21	3.24	3.92	-2.54	2.56	-1.82
5	-12.16	0.7	-0.33	-12.65	-3.36	-3.62	2.8	-0.03	2.85	3.72	-3.32	0.81	-1.84
6	-11.02	0.28	0.32	-11.86	-1.41	-4.99	2.16	0.46	1.82	4.39	-3.31	0.04	-0.71
7	-8.73	2.65	0.93	-11.35	-0.71	-5.59	1.1	-0.8	3.22	4.64	-3.2	-0.41	5
8	-7.6	3.5	0.21	-8.82	-1.33	-6.23	1.11	0.28	3.06	4.12	-4.53	-1.66	-17.82
9	-6.58	3.06	0.31	-8.16	-2.16	-6.94	0.9	1.27	4.53	5.22	-4.81	-1.95	-16.01
10	-3.65	4.67	2.61	-7.63	-1.5	-6.57	-0.02	-0.95	4.45	4.83	-5.38	-1.46	-10.54
11	-2.08	5.77	5.66	-4.13	-0.12	-7.05	0.37	1.46	5.01	4.14	-5.39	-3.92	-6.77
12	2.92	4.63	6.44	0.67	3.27	-6.48	0.86	1.78	5.98	3.93	-3.73	-8.36	-6.38

数据来源：Wind 华泰期货研究院

消费者信心呈现先降后升的规律，收入变化更为滞后和降息周期关系不大。消费者信心指数和个人可支配收入均用来代表消费变化。在 1970 年以来的历次降息中谘商会消费者信心指数都在降息前后呈现下降趋势，并在降息后期经济好转后恢复。在 1981 年到 2001 年的降息周期中，个人可支配收入同比变化在降息前后有着明显的下降趋势，而其他轮次则相反，说明美联储在制定货币政策时对个人可支配收入同比的参考程度不高，且该指标并不直接与美联储的双重使命挂钩。

图 10：历史上首次降息前后个人可支配收入同比变化 | 单位：%

	1967-04	1970-11	1974-12	1980-05	1981-11	1984-09	1989-06	1995-07	1998-09	2001-01	2007-09	2019-08
-6	7.40%	9.93%	8.78%	11.01%	12.02%	11.37%	6.87%	6.34%	6.71%	8.25%	5.08%	5.73%
-5	7.12%	9.04%	9.34%	11.11%	12.13%	11.80%	9.14%	6.23%	7.02%	8.26%	5.02%	5.54%
-4	6.42%	9.74%	9.42%	11.69%	12.72%	11.56%	8.95%	6.14%	7.19%	8.61%	5.17%	5.08%
-3	7.32%	9.40%	9.45%	11.26%	12.71%	11.96%	9.01%	5.51%	7.23%	8.29%	4.94%	4.57%
-2	6.76%	9.08%	9.01%	10.76%	11.67%	10.50%	8.23%	5.37%	7.20%	7.70%	4.90%	4.27%
-1	6.95%	8.63%	8.18%	10.98%	10.55%	11.34%	7.62%	5.70%	7.04%	7.00%	4.77%	3.98%
0	7.12%	8.24%	8.56%	10.79%	10.15%	11.10%	7.28%	5.64%	6.74%	7.03%	5.05%	4.18%
1	7.24%	8.52%	8.92%	11.10%	9.13%	9.79%	6.92%	5.56%	6.45%	6.57%	5.06%	4.32%
2	7.27%	9.44%	9.14%	11.27%	9.31%	9.34%	6.59%	5.40%	6.18%	6.16%	5.06%	4.27%
3	7.48%	9.13%	9.12%	11.29%	9.19%	9.29%	6.42%	4.62%	5.89%	5.68%	4.87%	4.39%
4	7.24%	9.16%	10.79%	11.90%	8.40%	8.85%	6.44%	4.70%	5.64%	5.24%	4.95%	2.70%
5	6.57%	8.10%	16.62%	12.81%	9.38%	7.02%	6.50%	4.50%	5.32%	4.82%	4.53%	3.99%
6	6.41%	9.09%	12.68%	12.78%	8.88%	5.92%	5.98%	4.32%	4.85%	5.51%	4.14%	4.01%
7	6.75%	11.37%	10.65%	12.84%	8.06%	6.73%	6.45%	4.90%	4.55%	6.60%	3.56%	1.96%
8	6.99%	8.18%	10.86%	11.50%	7.34%	9.31%	6.51%	5.07%	4.22%	4.75%	8.74%	16.53%
9	6.95%	8.24%	10.65%	11.65%	6.87%	6.43%	6.04%	5.25%	4.10%	2.82%	6.60%	10.69%
10	7.83%	8.68%	10.60%	12.06%	6.69%	6.41%	6.81%	5.53%	4.14%	2.69%	5.20%	10.33%
11	8.32%	9.01%	10.99%	11.76%	6.58%	5.65%	7.04%	5.74%	4.29%	2.40%	4.42%	11.43%
12	8.89%	9.23%	10.83%	12.02%	6.70%	5.40%	7.15%	5.31%	4.23%	3.65%	4.18%	6.78%

数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 11：历史上首次降息前后消费者信心指数变化 | 单位：千人

	1970-11	1974-12	1980-05	1981-11	1984-09	1989-06	1995-07	1998-09	2001-01	2007-09	2019-08
-6	98.0	93.8	90.1	82.1	102.0	116.4	101.7	133.2	142.3	109.9	126.6
-5	93.1	82.5	91.1	83.8	102.7	116.0	101.4	136.1	141.0	108.6	125.8
-4	88.1	84.9	88.9	84.5	104.0	118.6	100.3	135.8	142.1	107.7	128.3
-3	89.6	77.3	87.3	84.1	105.6	118.0	101.4	137.2	139.7	106.7	128.2
-2	91.0	65.9	84.0	82.3	103.7	118.2	102.3	137.2	137.0	108.6	128.3
-1	87.1	54.5	75.5	79.6	103.1	116.9	100.4	136.2	132.3	107.6	130.5
0	83.2	48.9	63.8	73.4	101.2	116.6	99.3	132.2	125.6	105.7	131.4
1	79.5	43.2	55.6	69.7	100.7	118.1	99.5	126.3	117.8	100.1	132.1
2	75.7	48.9	57.2	66.1	101.5	117.7	100.4	124.0	113.9	94.2	128.9
3	76.6	54.5	64.1	64.6	100.5	117.4	98.7	124.1	112.0	91.2	126.4
4	77.4	60.5	72.2	61.3	101.5	116.2	98.4	127.3	114.3	88.6	127.0
5	76.3	66.4	78.4	58.7	100.7	116.1	99.0	129.6	115.0	84.8	128.5
6	75.2	69.3	83.9	58.4	100.4	115.0	96.4	132.0	117.1	76.5	130.4
7	78.8	72.2	83.3	58.4	101.2	111.5	95.2	134.2	116.4	68.4	127.3
8	82.3	77.3	80.1	60.4	100.0	108.7	94.9	135.7	109.1	62.3	112.4
9	82.2	82.4	74.0	58.9	102.2	107.9	100.4	137.4	98.8	57.3	96.8
10	82.1	80.0	73.7	59.4	101.8	108.2	102.2	137.6	89.1	53.7	90.0
11	81.2	77.6	76.1	56.4	102.2	108.4	102.8	137.1	88.3	53.8	92.0
12	80.3	85.7	82.1	56.6	100.0	105.7	103.5	135.5	92.4	57.3	92.1

数据来源：Wind 华泰期货研究院

以史为鉴：不同降息背景的资产特征

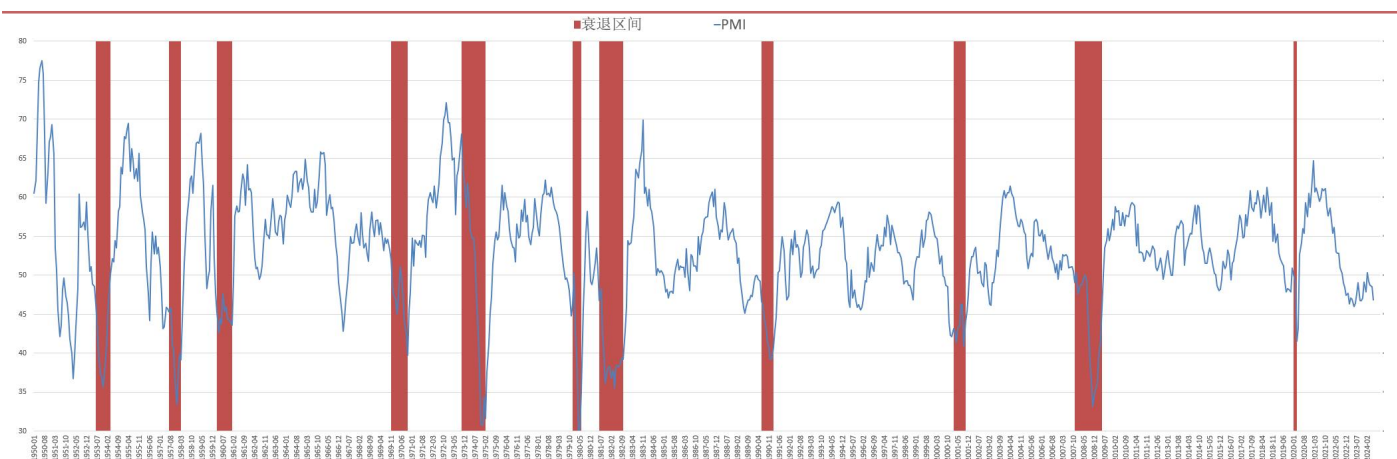
结合上述经济数据规律，以及本轮制造业转弱，但就业仍偏强的经济特征，我们选取制造业 PMI 和消费者信心指数来对资产价格的不同特征进行分析。

制造业 PMI

衡量美国整体宏观经济状况最权威的数据是国家经济研究局(NBER)负责测定的美国商业周期年表，NBER 根据扣除转移支付的实际个人收入、新增非农就业人数、实际个人消费支出、实际批发零售销售、家庭调查就业和实际工业产出等六个指标来综合考虑美国经济活动的高峰和低谷时点。但 NBER 是一个滞后性非常强的指标，有可能美联储都完成降息动作了 NBER 才确定美国经济曾经进入衰退，因此我们转而考虑与美国经济周期关系密切且更具有先行指示意义的 ISM 制造业 PMI。

制造业 PMI 作为预测经济衰退的关键指标，其走势对资产价格的预测具有重要参考价值。我们认为，制造业 PMI 如果在降息前跌破荣枯线并持续下行往往预示着经济可能出现衰退的风险。我们将历史上满足这一条件的时间区间与 NBER 所定义的衰退区间作对照发现，历史上每一次衰退均伴随有制造业 PMI 跌破荣枯线并大幅下行。但是并不是每一次出现制造业 PMI 跌破荣枯线并持续下行都出现经济衰退。因此，我们用降息前制造业 PMI 跌破荣枯线连续三个月下行且降息当月制造业 PMI 小于 50 来定义“经济下行”，分组查看美国 1957 年以来 13 轮降息周期中资产走势，为本轮降息后资产价格演绎提供参考。

图 12： 制造业 PMI 在衰退阶段的表现 | 单位：无

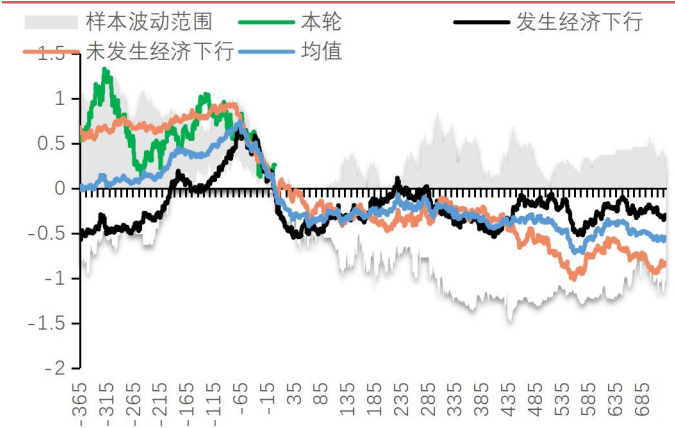


数据来源：Wind 华泰期货研究院

10Y 美债利率。无论是衰退还是非衰退的样本中，10Y 美债利率均在降息周期中呈现趋势下行和牛陡的期限结构（短期利率下降快于长期利率）；并且降息前三个月利率下降

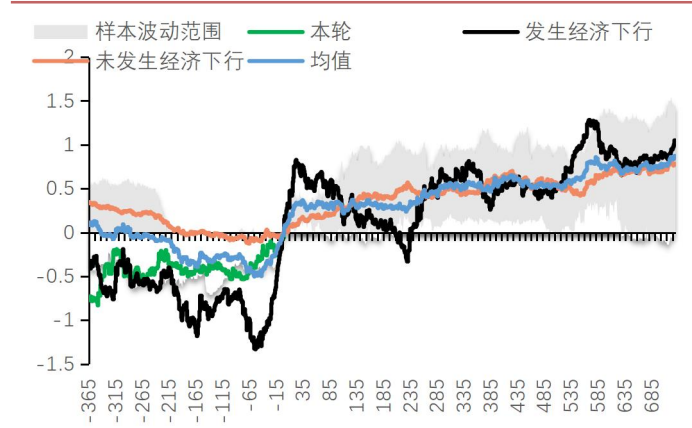
幅度明显大于后三个月，衰退样本中，期限结构存在反复风险。

图 13： 降息前后十年期美债收益率走势（自 1957 年起） | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

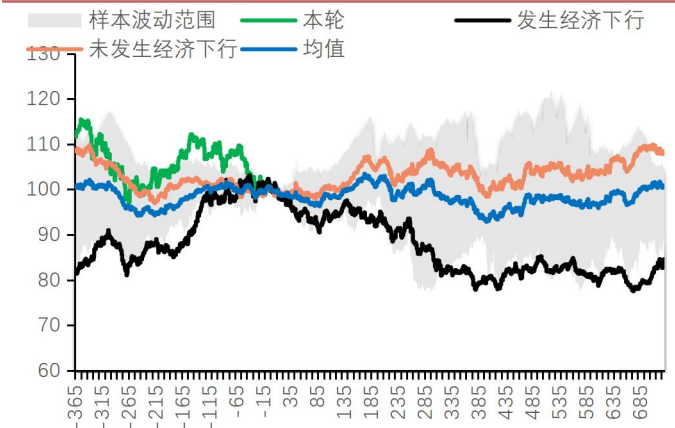
图 14： 降息前后 10 年期-2 年期期限利差走势（自 1980 年起） | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

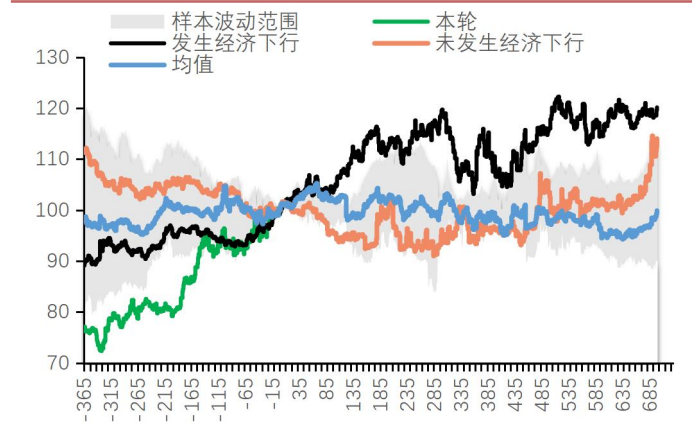
风险资产。在非衰退样本中，股指和商品表现偏强，黄金能够取得正收益，但跑输部分板块；但若衰退，股票和商品整体承压，黄金表现偏强。

图 15： 降息前后 S&P GSCI 商品指数走势（自 1974 年起） | 单位：%



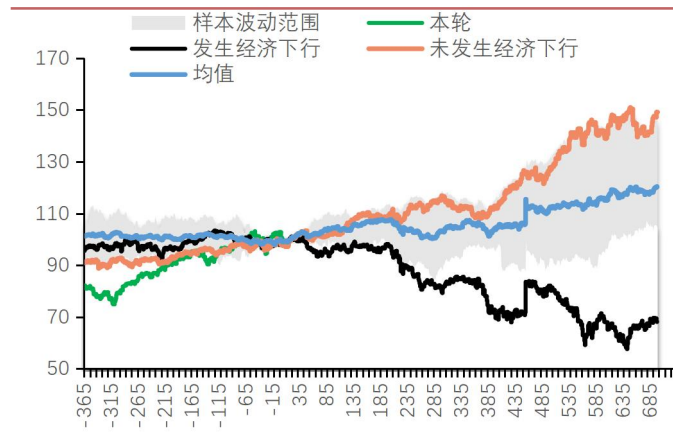
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 16： 降息前后黄金走势(自 1973 年起) | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

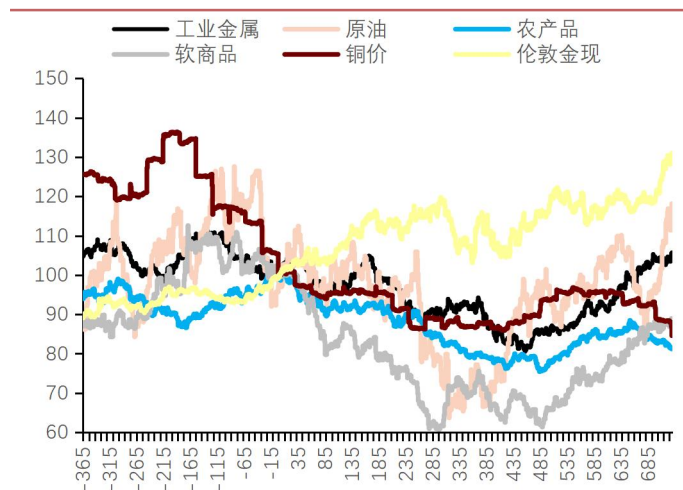
图 17: 降息前后标普 500 指数走势 (自 1957 年起)
| 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

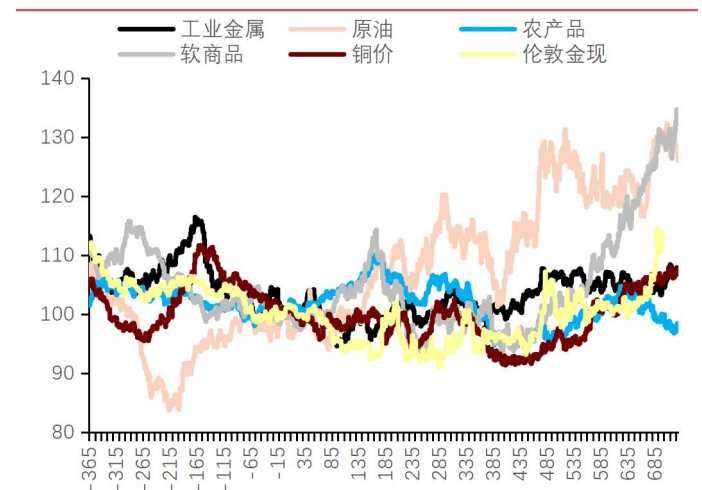
制造业 PMI 区分下的降息周期。衰退样本下，黄金领跑整体商品，商品板块先跌后涨，以降息后 300 天截面观察，跌幅从大到小的排序是软商品>原油>农产品>工业金属、铜；反弹阶段涨幅从大到小排序是原油>工业金属、软商品>农产品、铜。非衰退样本下，商品分板块从强到弱排序是原油>软商品>黄金>铜、工业品；农产品承压。

图 18: 降息前后衰退样本下商品分板块表现 | 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 19: 降息前后非衰退样本下商品分板块表现 | 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

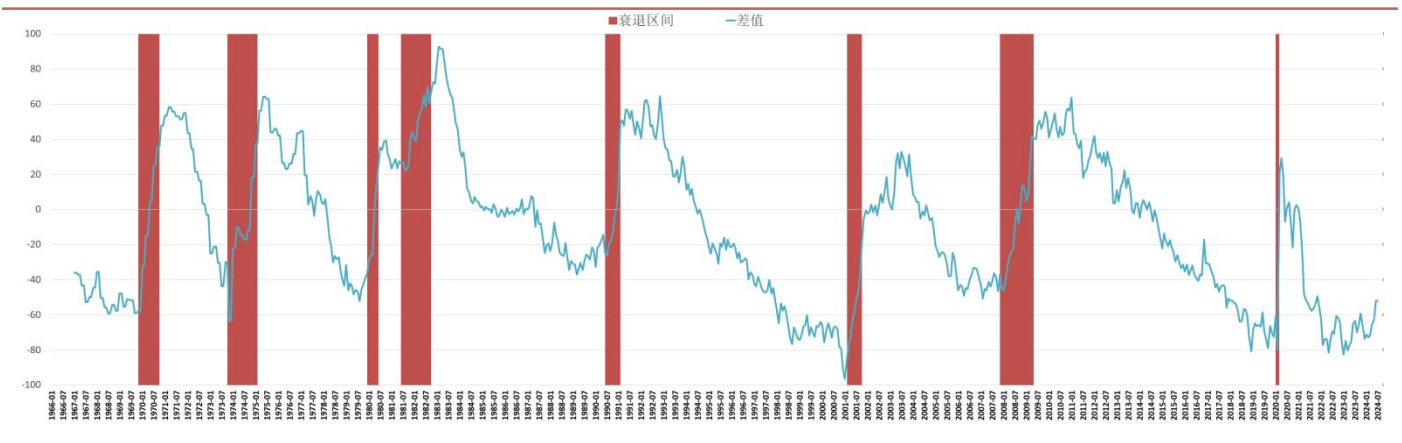
消费者信心指数

消费者信心指数是衡量消费者对经济状况的信心强弱程度的一个重要指标，它包括现状指数和预期指数两个部分。现状指标用于判断当前经济的景气度，着重调查消费者对自身和地区经济的看法，预期指标用于判断未来的消费和投资情绪，着重调查消费者对未

来经济环境的看法。消费者信心指数的预期和现状之差是美国经济衰退的领先指标之一，预期-现状之差长期处于低位是一项比较危险的信号，表征经济增长有衰退风险。我们回溯了谘商会消费者信心指数的预期-现状之差历史走势与 NBER 衰退区间相对照，发现其对经济衰退的预测具有明显的领先性。

目前的预期-现状之差处于衰退前的震荡寻底状态，但这个阶段的持续时长以及未来走势降取决于美国的经济韧性与政策效果，尚未能确定正式进入衰退。我们统计了 NBER 衰退期开始时的预期-现状之差历史数据，发现当预期-现状之差在底部震荡阶段突然出现预期-现状之差平均每月上涨 8.3 的快速和持续上行时有较大概率是对经济衰退的前瞻。当前经济状况下的预期-现状之差有快速上行的趋势，需要进一步监测在该指标的上涨持续性，以对市场交易提供指引。

图 20： 消费者信心指数在衰退阶段的表现 | 单位：无

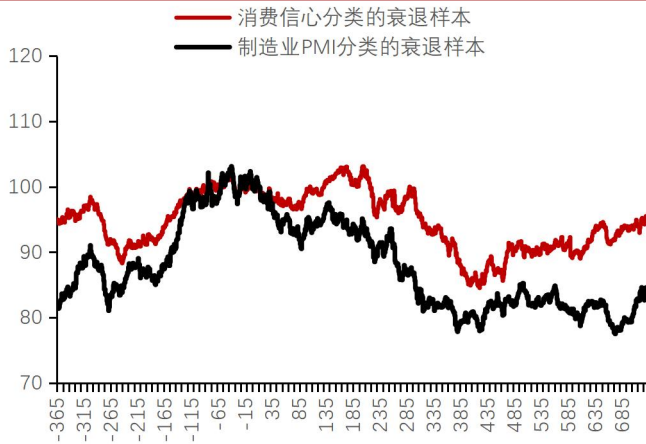


数据来源：Wind 华泰期货研究院

制造业分类样本和消费者信心指数分类样本的差异。大体结论两者是相似的——在非衰退样本中，股指和商品表现偏强，黄金能够取得正收益，但跑输部分板块；但若衰退，股票和商品整体承压，黄金表现偏强。但两者在跌幅和节奏上存在差异，以商品指数为例，消费者信心指数的衰退样本跌幅低于制造业 PMI，后续的反弹幅度也大于制造业 PMI，逻辑上的解释是，占比更大的消费承压会带来更强的宽松政策。

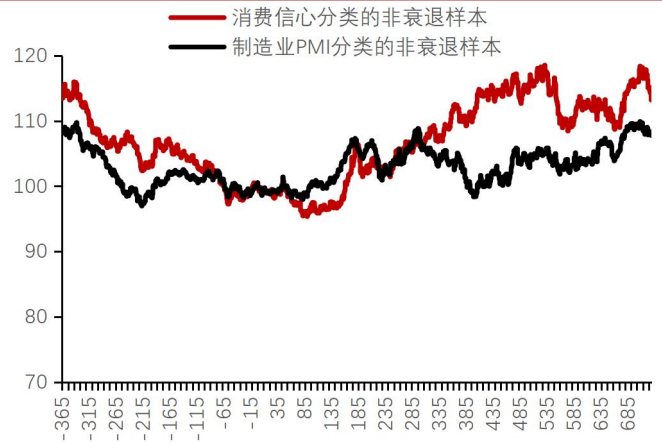
消费者信心指数区分下的降息周期。衰退样本下，黄金同样领跑整体商品，商品板块先跌后涨，以降息后 390 天截面观察（下跌时长略长于制造业 PMI 分类），跌幅从大到小的排序原油、铜>农产品>软商品、工业金属；反弹阶段涨幅从大到小排序是软商品>原油、铜>农产品>工业金属。非衰退样本下，商品分板块从强到弱排序是原油>工业金属>黄金>铜；农产品、软商品承压。

图 21: 两个经济数据分类下, 降息前后 S&P GSCI 商品指数走势的对比 | 单位: %



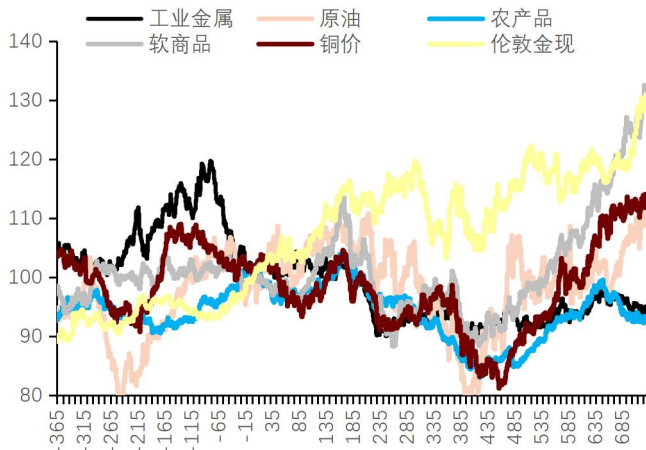
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 22: 两个经济数据分类下, 降息前后 S&P GSCI 商品指数走势的对比 | 单位: %



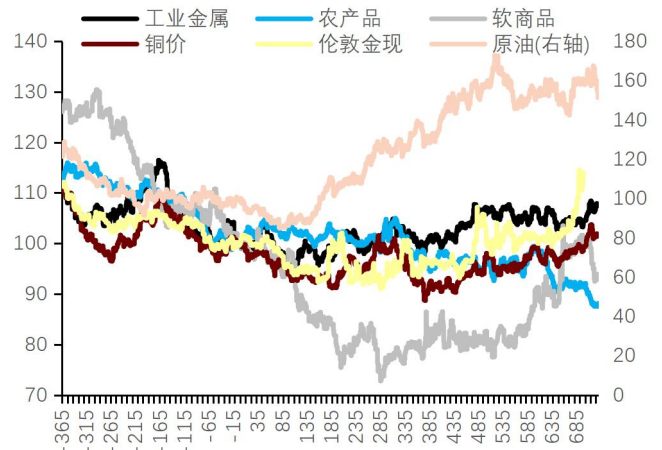
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 23: 降息前后衰退样本下商品分板块表现 | 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 24: 降息前后非衰退样本下商品分板块表现 | 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会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。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com