



徽商期货
HUISHANG FUTURES

徽商期货

如期而获





现实与预期矛盾，大类资产价格宽幅震荡

成文日期：2024 年 10 月 9 日

摘要

徽商期货有限责任公司
投资咨询业务资格：
皖证监函字【2013】280 号

徽商期货研究所

蒋贤辉 研究所所长
从业资格号：F0311865
投资咨询证：Z0011822

海外：经济预期衰退，政策预期宽松。但现实情况是经济表现韧性，呈现软着陆特征，政策宽松但仍有克制。当前及未来一段时间，市场交易的海外主线是政策的宽松预期，因此有克制的政策将抑制海外定价权重较大的资产价格上涨的高度，而经济维持韧性对资产价格有支撑。

国内：经济预期向好，政策大力支持。现实的经济受地产拖累表现不及预期，而政策托底经济，同时受地产下行、市场利率下行、实际利率的高位影响而力度加大。短期，在情绪影响下，国内定价权重较大的资产价格亢奋上涨，但价格高位的维持仍然取决于未来经济向好的程度。

风险因素：海外政策宽松不及预期，经济衰退，国内经济向好程度不及预期。



一、海外：强现实 弱预期

(一) 宏观经济预期衰退，而现实表现韧性

宏观经济预期衰退的原因来自“萨姆法则”的触发。这一法则由前美联储经济学家克劳迪娅-萨姆（Claudia Sahm）发现并命名。她发现，“如果失业率（基于三个月的移动平均值）从过去 12 个月的低点上升半个百分点，那么经济衰退几乎已经开始了”。今年 7 月，三个月的失业率均值达到 4.13%，较过去 12 个月的低点高出 0.53 个百分点，触发“萨姆法则”，8 月、9 月 3 个月的失业率均值分别为 4.13%、4.2%，较过去 12 个月的低点高出 0.57、0.5 个百分点，失业率均值继续上升，“萨姆法则”延续。

表：1949 年以来美国 13 次触发“萨姆法则”

序号	日期	GDP 年率 (%)	衰退持续时间 (季)	萨姆法则触发时间	提前于衰退 (月)	当时的失业率 (%)	萨姆法则持续时间 (月)
1	1949 年 6 月	-0.01	3	1949 年 2 月	4.00	4.33	15
2	1954 年 3 月	-1.78	3	1953 年 11 月	4.00	3.17	15
3	1958 年 3 月	-2.87	3	1957 年 10 月	5.00	4.67	15
4	-	-	-	1959 年 11 月	-	5.67	2
5	1961 年 3 月	-0.67	1	1960 年 10 月	5.00	5.73	14
6	1970 年 12 月	-0.17	1	1970 年 3 月	10.00	4.17	20
7	1974 年 6 月	-0.21	5	1974 年 7 月	-1.00	19.00	19
8	1980 年 6 月	-0.78	3	1980 年 2 月	4.00	6.20	15
9	1982 年 3 月	-2.19	4	1981 年 11 月	4.00	7.93	20
10	1991 年 3 月	-0.95	3	1990 年 10 月	5.00	5.83	25
11	-	-	-	2001 年 7 月	-	4.47	16
12	2008 年 12 月	-2.54	4	2008 年 2 月	10.00	4.97	28
13	2020 年 6 月	-7.50	3	2020 年 4 月	3.00	7.57	12

数据来源：wind，徽商期货研究所

8 月份美国非农就业数据经过基准修订后显示，从 2023 年 4 月至 2024 年 3 月的统计周期内，美国新增就业岗位比之前预估的减少了 81.8 万个。这一修订使得 12 个月期间的总就业增长（不包括农场就业）从之前预估的 290 万降至约 210 万，平均每月净新增就业

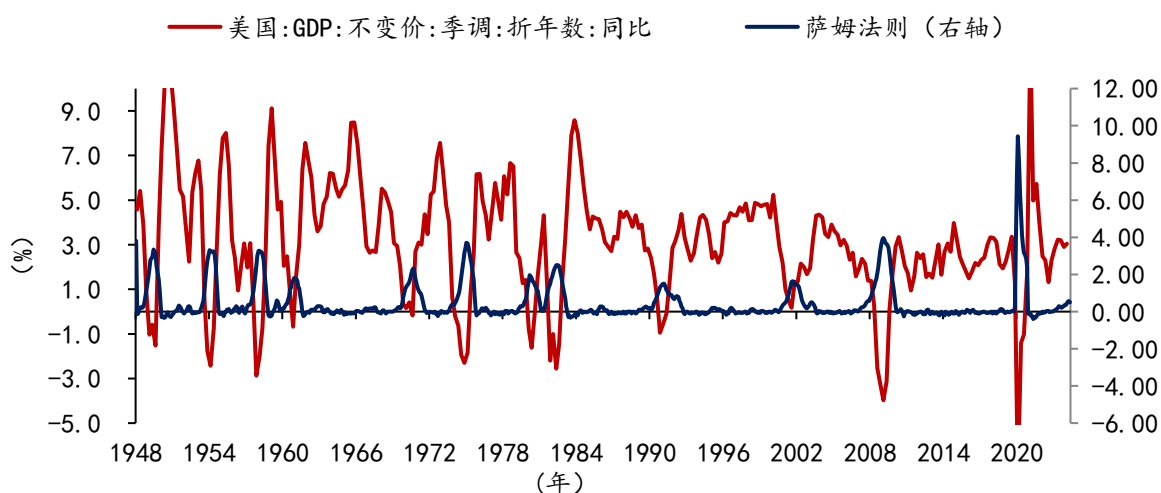
岗位从约 24.2 万降至约 17.4 万。

二季度失业率的上升叠加 8 月份美国非农就业数据的下修，使得当时对美国经济衰退的预期增强。在这一悲观预期下，海外定价的大类资产价格呈现大幅调整。

然而现实情况并没有想象那么糟。美国经济总体呈现出一定韧性，离衰退的现实仍有较大的空间，短期呈现软着陆的特征。

首先，回到“萨姆法则”本身进行讨论。通过统计 1949 年以来美国失业率触发的 13 次“萨姆法则”发现，“萨姆法则”在经济衰退预测方面确实起到了较好的效果。大多数时候在失业率触发“萨姆法则”的前提下，美国经济都出现了至少 2 个季度的负增长，即首先都出现了技术性衰退。但在 1960 年 10 月、1970 年 3 月失业率触发“萨姆法则”的前提下，两次均没有出现技术性衰退，1961 年、1970 年当年 GDP 年率只出现了一个季度的负增长。在 2001 年的“互联网泡沫”中，虽然当年也触发了“萨姆法则”，但互联网泡沫并没有使得美国经济陷入衰退。从历史统计规律来看，“萨姆法则”作为一经验法则，并不是每次都有效。

图：萨姆法则与衰退



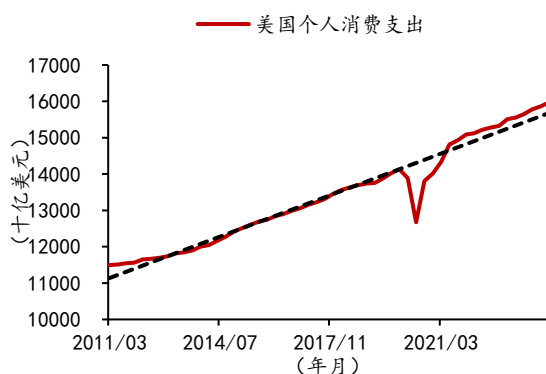
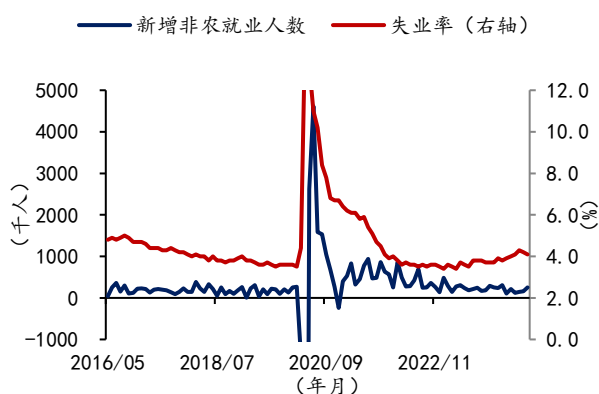
数据来源：wind，同花顺 iFind，徽商期货研究所

此外，9 月非农就业数据发布后，市场对于美国经济衰退的预期大幅消退。数据显示，9 月，美国新增非农就业人数 25.4 万人，超出前值和预期，并且上调了 7 月、8 月的新增非农就业人数，分别上调了 5.5 万人和 1.7 万人，合计上修 7.2 万人，失业率降至 4.1%，3 个

月失业率均值维持在 4.2%。从就业数据反映出，美国经济短期仍然表现出韧性。在就业数据保持健康的前提下，美国居民个人可支配收入得到保障，从而支撑以消费为主体的美经济体。数据显示，今年以来，美国个人可支配收入增长虽然较去年有所下降，但仍保持 3% 以上的增长，以不变价计算，2024 年 8 月，美国居民个人可支配收入增长 3.08%。美国居民个人可支配支出今年前两个季度均维持在 2% 以上的增速，且二季度个人消费支出同比增幅 2.69%，较去年同期增速上浮。

图：美国失业率与新增非农就业人数

图：美国个人消费支出



数据来源：wind，同花顺 iFind，徽商期货研究所

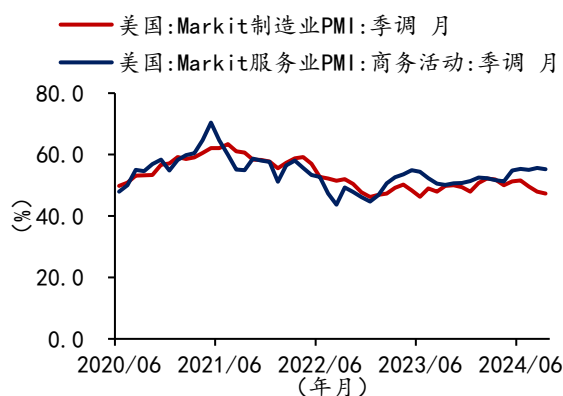
其次，制造业和服务业再度出现劈叉，制造业下滑同时服务业表现异常景气。美国制造业在今年一季度以前，呈现较强复苏态势，ISM 制造业 PMI 在今年 3 月达到了 50.3%；Market 制造业 PMI 6 月扩大到了 51.6%，这也为全球制造业的复苏以及制造业相关的大宗商品带来了提振。但 3 月之后特别是三季度，制造业呈现加速回落趋势。ISM 制造业 7 月录得最低 46.8%，9 月上升至 47.2%，持续 6 月位于荣枯线以下；Market 制造业 PMI 从 6 月 51.6% 快速回落至 47.3%，持续 3 月位于荣枯线以下。美国制造业的快速回落给全球制造业的复苏蒙上阴影，也使得三季度大宗商品价格出现了大幅回落，同时也是强化了美国经济的衰退预期。

但从全球库存周期的角度预判，在未来半年到一年的时间内，全球制造业仍然有可能走强。其一，在半年度宏观报告中（参见《宏观经济形势分析与展望——补库在即，机会大于风险》），当时我们提出“按照短周期的规律，美国上一轮短周期开启于 2020 年 5 月，结束于 2023 年 12 月，新一轮短周期开启于 2024 年 1 月，当下处于库存周期上行初期，结

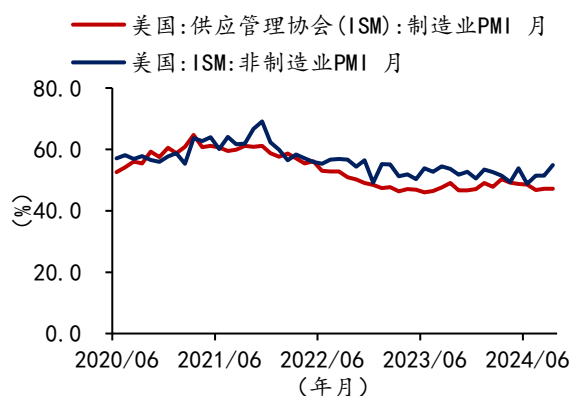
合长周期和中周期的定位，当下为长波萧条期、中周期第二库存周期的上行初期。”根据这个结论，四季度和明年上半年，美国制造业仍有可能有一波较好的主动补库阶段，这为全球制造业的兴起奠定基础。其二，美联储利率从高位回落，通胀从高位下滑，这同时为制造业的主动补库创造条件。

美国服务业表现出异常景气。ISM 服务业 PMI 今年 9 月录得 54.9%，创出 19 个月新高，持续 3 月位于荣枯水平之上；Market 服务业 PMI 今年 8 月录得 55.7%，较 2023 年 5 月高点 54.9%高出 0.8 个百分点，持续 20 个月位于荣枯水平线之上。而以消费为主要构成的美经济体中服务消费又是消费的主要构成，因此服务业的景气支撑美国经济。

图：美 Market 制造业和服务业 PMI



图：美 ISM 制造业和服务业 PMI



数据来源：wind，同花顺 iFind，徽商期货研究所

从以上的分析中，不难得出美国经济现实表现出韧性，短期呈现软着陆的特征，离市场预期的衰退仍然有一定的空间。倘若“萨姆法则”此次预测仍然准确，而从历史时间规律来看，也是半年之后的事情，且是否出现衰退仍然要跟踪后续经济数据而定。

（二）政策宽松但仍有克制

美联储进入降息周期，9 月降息超预期，降息的锚从逐渐由通胀转向就业。北京时间周四（9 月 19 日）凌晨，美联储宣布降息 50 个基点，将联邦基金利率目标区间从 5.25%至 5.5%调低至 4.75%至 5%。上一次美联储降息是在 2020 年 3 月份，这意味着，时隔四年之久，美联储重新进入了降息周期。从本次声明中可以发现，美联储降息的锚从通胀转向了就业。声明修改了对于通胀的描述，“进入到更好的风险平衡”改为“大致平衡”，删除了“在对通胀持续向 2%迈进更有信心之前，不宜降低利率目标区间”的措辞，同时将就业“稳定”

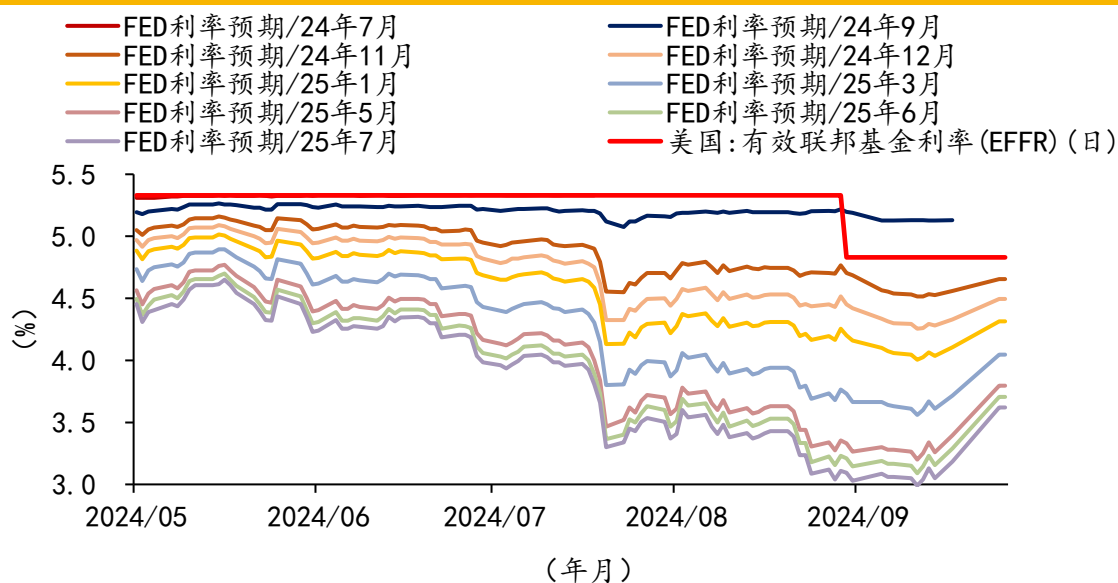
改为“放缓”，就业仍是当前降息的“阵眼”，通胀的风险暂时被忽略。

虽然9月降息超出市场预期，但美联储官员的讲话也反映出对于后续政策宽松的克制。在9月底的一次政策演说上，美联储主席鲍威尔表示，美联储接下来并不急于迅速降息，在9月最终决定降息幅度的投票中，虽然只有1人支持降息25个基点，另外11人都投票支持降息50个基点，但在最终赞成大幅降息50个基点的参会者中，仍有少部分人坦言“他们也有可能支持降息25个基点”。美联储官员近期的讲话显示，他们对于未来的货币政策走向同样存在一定的分歧。威廉姆斯表示今年再进行两次25基点的降息是一个非常好的基本情况；博斯蒂克表示如果每月新增就业岗位降至10万个以下，将怀疑是否应考虑更快地降息。另外，圣路易斯联储主席穆萨勒姆表示，如果美国经济疲软程度超出预期，那么更快的降息步伐可能是合适的。综合而言，美联储官员讲话并非一致偏鸽，降息的考虑更多在于经济数据和就业情况的考虑。

正如前述分析所示，当前经济呈现软着陆特征，就业情况整体较为健康，如此看来，美联储开启快速降息的条件并不具备，更多将体现为预防式降息。

根据联邦基金利率期货隐含的降息预期显示，到2025年7月份，即未来7次利率决议中，美联储有可能降息125bp，按照每次25bp的降息幅度测算，即有5次议息会议将降息，2次议息会议维持当时利率不变。

图：联邦基金利率期货隐含的降息预期



数据来源：wind，同花顺 iFind，徽商期货研究所

二、国内：弱现实 强预期

（一）政策超预期

2024 年 9 月 24 日，国新办举行新闻发布会，介绍金融支持经济高质量发展有关情况，一行一局一会领导人答记者问，介绍后续将出台的政策，传出多重利好。概括大致以下几点：

1. 央行表示近期将下调存款准备金率 0.5 个百分点，向市场释放约 1 万亿长期流动性。
2. 央行表示将降低政策利率，7 天逆回购操作利率下调 0.2 个百分点。
3. 央行表示将降低存量房贷利率和统一房贷最低首付比例。引导商业银行将存量房贷利率降至新发放房贷利率附近，预计平均降幅在 0.5 个百分点左右。将全国层面的二套房贷款最低首付比例由 25% 下调至 15%。
4. 将创设证券、基金、保险公司互换便利，支持符合条件的证券、基金、保险公司通过资产质押，从中央银行获取流动性。首期规模约 5000 亿元，获取资金只能用于投资股市。
5. 创设专项再贷款，引导银行向上市公司和主要股东提供贷款，支持回购、增持股票。首期规模约 3000 亿元，后续可追加，利率 1.75%。
6. 延长“金融 16 条”、经营性物业贷款两项政策至 2026 年 12 月 31 日。

9 月 27 日，中国人民银行决定下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点（不含已执行 5% 存款准备金率的金融机构）。当天，中国人民银行下调政策利率，7 天期逆回购利率由此前的 1.7% 调整为 1.5%。9 月 29 日，中国人民银行、国家金融监管总局发布关于优化个人住房贷款最低首付款比例政策的通知，不再区分首套、二套住房，最低首付款比例统一为不低于 15%.....

中共中央政治局 9 月 26 日召开会议，分析研究当前经济形势，部署下一步经济工作。会议提及财政、货币、地产等多项政策措施，地产方面“要促进房地产市场止跌回稳，对商品房建设要严控增量、优化存量、提高质量，加大“白名单”项目贷款投放力度，支持盘活存量闲置土地。”“调整住房限购政策，降低存量房贷利率，抓紧完善土地、财税、金融等政策，推动构建房地产发展新模式。”资本市场方面“要努力提振资本市场，大力引导中长期资金入市，打通社保、保险、理财等资金入市堵点。”

国务院新闻办公室 10 月 8 日上午 10 时举行新闻发布会，国家发改委主任郑栅洁和副

主任刘苏社、赵辰昕、李春临、郑备介绍“系统落实一揽子增量政策，扎实推动经济向上结构向优、发展态势持续向好”有关情况，并答记者问，介绍了财政政策具体举措。

这一系列政策措施的提出超出市场预期，给资本市场和大宗商品市场带来极大利好，价格受大幅提振。

（二）经济受地产下行拖累

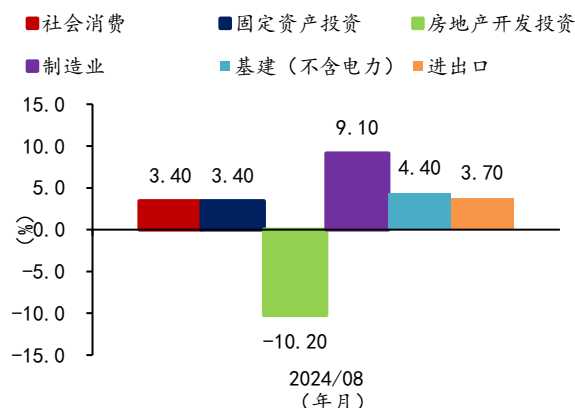
今年两会提出的国内生产总值 GDP 增长目标 5%。以不变价计算，2024 年前两季度 GDP 分别增长 5.3%、4.7%。三季度 GDP 数据目前还未公布，但根据支出法统计，以及根据社会消费品零售总额、固定资产投资完成额累计同比三季度逐月下滑和进出口金额变动不大的事实，预计，三季度 GDP 增长率不超过二季度。若三季度按照 4.7% 的增长率计算，全年要完成 5% 的增长目标，按照几何平均方式计算，4 季度需要增长 5.3%。虽然看似与一季度的增长率接近，但换算成绝对量要比一季度高出不少。2023 年一季度 GDP 当季值为 268963 亿元，2023 年四季度 GDP 当季值为 331984 亿元，同样是 5.3% 的增长，2024 年四季度要求的增长值 17595.15 亿元要高比一季度实际增长值 14255.04 亿元提高 3340.11 亿元。

以支出法计算 GDP，从消费、投资、进出口、政府投资来看，1-8 月，社会消费品零售总额累计同比 3.4%，固定资产投资累计同比 3.4%，进出口累计同比 3.7%，前两项累计同比增速逐月下滑，进出口今年以来逐月扩大，但幅度较小。固定资产三大项中，制造业投资完成额累计同比 9.1%，广义基础设施建设投资累计同比 7.87%，不含电力的基础设施建设投资累计同比缩窄至 4.4%，房地产开发投资累计同比跌幅扩大至 -10.2%。可见，今年经济运行的亮点是制造业，其次是出口，拖累项明显是房地产，且自去年以来，房地产托底政策频出，但其投资跌幅却不断扩大。因此，要想完成今年经济增长目标，除了政府投资发力外，扭转房地产下行趋势刻不容缓。

图：中国 GDP 当季同比



图：支出法统计的 GDP 各大构成项累计同比



数据来源：wind，同花顺 iFind，徽商期货研究所

(三) 政策利率下行

中国人民银行在 2024 年 7 月 22 日宣布将公开市场 7 天期逆回购操作调整为固定利率、数量招标，并将操作利率由此前的 1.80% 调整为 1.70%。这一举措被视为强化了 7 天期逆回购利率作为政策利率的属性。此外，中国人民银行行长潘功胜在 2024 年陆家嘴论坛上表示，未来可考虑明确以央行的某个短期操作利率为主要政策利率，目前看，7 天期逆回购操作利率已基本承担了这个功能。因此，可以认为中国人民银行在 2024 年 7 月 22 日左右提出了 7 天期逆回购利率作为政策利率。2024 年 9 月 27 日，央行下调 7 天期逆回购操作利率 20 个基点至 1.50%，进一步强化了 7 天期逆回购利率作为主要政策利率的地位。

在央行调降 7 天期逆回购利率前，政策利率一度长期高于 2 年期国债收益率。据中证指数公司数据显示，今年三季度以来，2 年期国债收益率维持在 1.8% 以下，与当时的 7 天期逆回购利率倒挂程度一度达到 0.1871%。7 月 22 日，央行主动调降了 7 天期逆回购利率 0.1 个百分点，当时的 2 年期国债收益率与 7 天期逆回购利率倒挂程度降低到 0.1317%。但自 7 月 22 日以来，倒挂程度加深至 0.314%。9 月 27 日，央行下调 7 天期逆回购操作利率 20 个基点至 1.50%，至此，7 天期逆回购利率追上 2 年期国债收益率的下行幅度，10 月 9 日，2 年期国债收益率最新报价 1.6233%，7 天期逆回购利率 0.1233%，7 天期逆回购利率低于 2 年期国债收益率。

在当前弱宏观基本面、防范化解债务风险以及实际利率高企的前提下(关于债务风险、实际利率对名义利率的影响，请参见半年报《宏观经济形势分析与展望——补库在即，机

会大于风险》），市场利率仍将趋于下行，这将使得政策利率跟随调降，且在外部高利率因素缓解下，国内利率下行的抑制因素减弱，具备下行的外部条件。

图：国债收益率与政策利率



数据来源：wind，同花顺 iFind，徽商期货研究所

三、大类资产投资逻辑

从海外来看，此轮大类资产交易的海外主线是降息预期，未来一段时间该主线维持不变。倘若此，海外定价的大类资产价格表现将取决于降息的力度的预期，而通过以上分析发现，此轮降息的力度有限，预防式的降息将限制海外定价的大类资产价格的上涨幅度，但同时海外经济的韧性将提供有力支撑。

从国内来看，近期出台的系列政策将提振国内宏观经济，但地产的下行要靠市场进一步去消化，政策将持续支撑地产止跌企稳，为完成全年增长目标，在保证制造业和出口亮点、支撑地产不再下跌同时，政府投资势必加大，宽松政策得以延续，利率仍将趋于下行。

总而言之，海外定价权重较大的资产交易主线较为明显，后期需要关注的是降息预期的变化，这决定了价格的高度，而海外经济是否继续呈现软着陆特征决定了价格的低点。国内定价权重较大的资产受政策提振，价格呈现阶段性的暴涨，但现实层面才是最终决定价格的因素，要关注政策提振下，地产回稳力度，经济向好程度。

【免责声明】

本报告所载信息我们认为是由可靠来源取得或编制，徽商期货并不保证报告所载信息或数据的准确性、有效性或完整性。本报告观点不应视为对任何期货、期权商品交易的直接依据。未经徽商期货授权，任何人不得以任何形式将本报告内容全部或部分发布、复制。

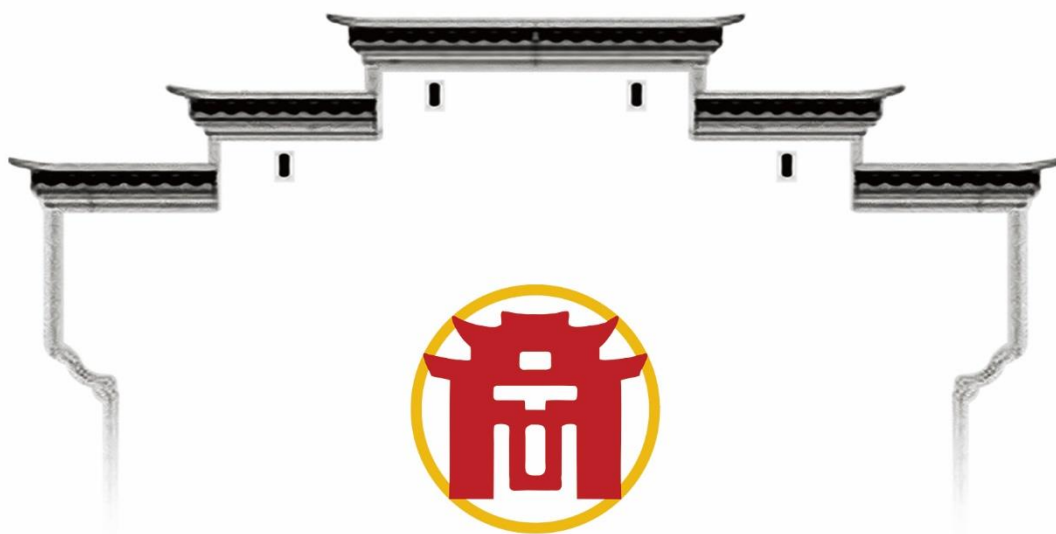
【团队介绍】

徽商期货研究所成立于 2009 年，历时十多年发展，已成为公司重要的研发中心和人才培养中心。作为公司的核心部门之一，大部分研究员具有硕士以上学历，多年从业经验，是一支专业、勤勉、充满活力的研发团队。

徽商期货研究所长期专注基础理论研究、宏观和行业研究、量化研究三大研究方向，形成了从宏观经济形势、中观产业运行到微观交易行为，从事件推导、产业驱动、估值衡量到量化分析的研究体系。

围绕公司改革发展与战略规划，打造“期货投资管家、风险管理专家、财富管理专家”品牌，研究所在客户服务方面深耕细作，推出了众多特色服务和产品，形成了多项客户服务项目。

以行情分析、交易策略和风险管理为核心，输出徽商头条、徽眼看期、徽商研究日报、周报、月刊，投资论坛、期权论坛、程序化论坛、产业会议等高质量的资讯、直播视频产品，提供多终端程序化策略编写服务以及个性化的投资咨询产品设计方案。研究所推出了徽商之星实盘大赛、期货云投研小程序、交易诊断等特色服务方式，已打造三大平台、四类培训、五种资讯服务体系 and 投研交互模式，通过研究所的各类研发成果服务公司客户。



感恩 · 合作 · 共赢 · 使命

徽商期货有限责任公司
HUI SHANG FUTURES CO., LTD.

地址：安徽省合肥市芜湖路 258 号 邮编：230061
电话：0551-62865913 传真：0551-62865899
网址：www.hsqh.net
全国统一客服电话：400-8878-707

扫一扫



期货云投研小程序



徽商期货官方微博



徽商期货官方微信