

凌晓慧**电话：**
0571-88399533**邮箱：**
Lxh2484@yafco.com**摘要：**

近月美国宏观数据公布后，整体宏观叙事由“利率必须要在长期内维持高位”与“可以逐步降息达成经济软着陆”之间的争论转变为“需要开启降息避免经济不能软着陆”与“劳动力市场恶化速度较快，经济面临衰退可能”。在宏观叙事转变的背景下，7月美国CPI大幅弱于预期后，2年期美债、美元指数开始快速下行。我们认为，当前美元指数已经定价了相当激进的降息预期，若9月降息预期收敛美元指数有反弹可能。而若劳动力市场继续恶化，追空美元之外的选择还有做多对利率敏感、与经济周期关联较弱的医疗类股票，若担忧股市整体下行的风险则可以利用标普500对冲。此外，贵金属亦计价了较高程度的降息预期，后续美指若因为降息预期收敛出现回调，贵金属价格亦有承压的可能。

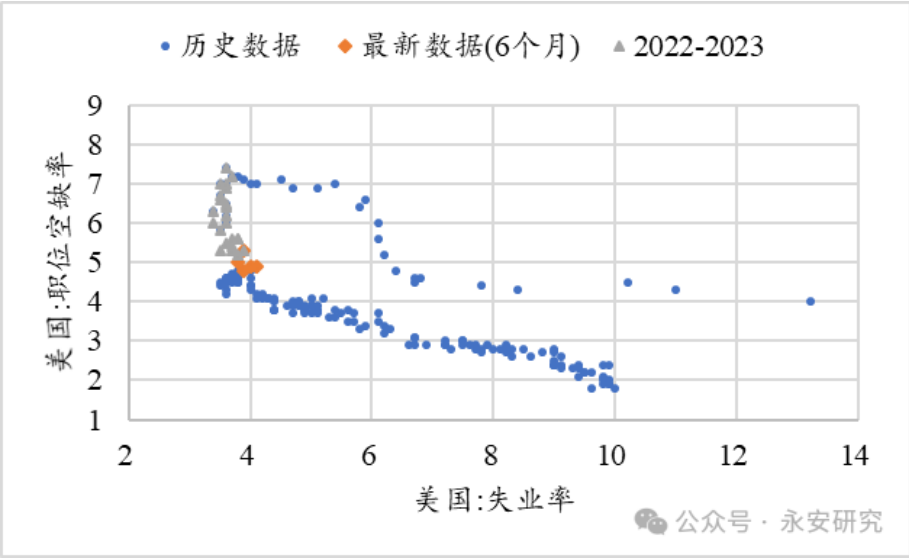
正文：**一、 近期美国宏观叙事有所转变**

去年6月至今年4月，美国经济的叙事持续在“利率要在长期内维持高位”以及“软着陆”之间摆动，而引发风险资产大幅回调的背景则往往是美债承压。但从今年三季度以来美国公布的宏观经济数据来看，美国整体经济叙事的重心有所转移——随着职位空缺比失业人数比率下行、去通胀进程近月有所加快，市场不再担心“利率要在长期内维持高位”这一场景，但对经济陷入衰退的担忧有所增加，叙事开始在“软着陆”与“衰退”之间摆动。

从具体经济指标上来看，也可以清晰的发现市场叙事逻辑转化的理由。首先是劳动力市场上：失业率数据上，由于8月暂时性失业人数大幅增加，美国失业率上升至4.3%，大幅超出市场预期，一定程度上加重了市场对劳动力市场快速走弱的担忧。而可以更好衡量美国劳动力市场松紧程度的贝弗里奇曲线上，自24年二季度以来数据整体朝右下方移

动，意味着职位空缺数目有所减少、失业人数有所增加，其中职位空缺数据/失业人数最新数据为 1.2 左右，已经基本回到疫情前水平。劳动力市场供需已从紧张转为基本平衡，且若失业继续恶化可能面临过剩。

图 1：美国贝弗里奇曲线状态



数据来源：Wind，永安期货研究中心

其次，通胀数据上，8 月公布的美国 CPI 同比为 2.9%，核心 CPI 同比 3.2%，均符合市场预期。此外，由于核心商品通胀快速下行、核心服务通胀逐步降温，更近的趋势上（3 月折年率），CPI 年率接近 0.4%，核心 CPI 年率 1.6%，近 3 个月美国去通胀进程有所加速。若 CPI 环比后续再度走弱，则可能对应的宏观叙事需要考虑“通缩”这一局面。总体来看，正如 FOMC Minutes 中提到的那样，美国经济总体来看有所减速，但 GDP 增速总体维持在可接受的水平，此外通胀再度上行的风险大幅减少，但失业率上行、劳动力市场恶化的风险有所增加。

二、降息预期略显激进，美元指数下行过快

从 7 月中旬开始，由于 CPI 数据大幅弱于市场预期，美元、2 年期美债利率均开始快速下行，其中美元指数由 105 下行至 101，下行约 3.7%；2 年期美债利率由 4.62%下行至 3.83%，下行 79bp。（统计区间为 7 月 10 日至 8 月 28 日）

图 2：美元与美债收益率走势情况



数据来源：Wind，永安期货研究中心

我们认为，美元从 7 月开始大幅下行的理由主要集中于以下两点：首先是美元的“微笑曲线理论”。根据“微笑曲线”，长期来看，美元走强的节点主要位于经济快速走强或大幅走弱的两端——理由在于，若美国经济十分强劲，联储会采取逆周期的货币政策，以管理通胀预期稳定，造成美元上行；若美国经济快速走弱，各大发达国家需求快速下行，美元则会充当避险货币的作用，从而被动走强。但当美国经济处于中间的平稳增长状态时，对收益需求的增加会导致美元走弱。当前来看，随着美国经济数据走弱，难以看到如去年一样在发达国家中“一枝独秀”的经济增速表现，“美国例外论”的支撑有所减弱，增速更符合“微笑曲线”所定义的中间状态。

但除了微笑曲线之外，我们认为更重要的理由则是市场中对美联储 9 月降息 50bp 的预期显著推升了美元指数下行的幅度。7 月 11 日后，由于 CPI 环比转负，市场对美联储降息预期开始快速上行，彼时对 24 年四季度的总降息预期次数为 2.36 次（9、12 月各降息 25bp，11 月小概率降息）；而等到 8 月劳动力市场数据转弱叠加套息交易逆转造成金融市场波动，市场对 24 年四季度的降息定价为 4.5 次（9 月大概率 50bp，后续 1 次 25bp，1 次 50bp）。尽管后续市场波动有所平息，叠加当周初申下行、零售超预期小幅平缓市场情绪，但对四季度的降息定价仅仅减少至 3.6 次（9 月、12 月均有一

定概率降息 50bp)。而回顾欧央行等央行降息过程，则大部分采取了 25bp—暂停—25bp 式的渐进式降息动作，因此市场对美联储降息周期的激进预期显著放大了美元指数下行幅度。

图 3：30 天联邦基金利率期货定价的美联储降息概率（8 月 30 日）

	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES											
MEETING DATE	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525
2024/9/18								0.0%	0.0%	0.0%	34.0%	66.0%
2024/11/7			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	11.1%	44.4%	44.5%	0.0%
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.1%	23.4%	44.5%	28.1%	0.0%	0.0%
2025/1/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	7.3%	26.9%	41.7%	23.4%	0.0%	0.0%	0.0%
2025/3/19	0.0%	0.0%	0.0%	1.1%	8.6%	27.9%	40.5%	21.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2025/5/7	0.0%	0.0%	0.9%	6.9%	23.5%	37.6%	26.1%	5.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2025/6/18	0.0%	0.6%	4.8%	17.6%	32.6%	30.2%	12.5%	1.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2025/7/30	0.3%	2.3%	10.1%	23.8%	31.6%	22.8%	8.0%	1.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2025/9/17	0.9%	4.8%	14.5%	26.3%	28.8%	18.1%	5.8%	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

数据来源：CME，永安期货研究中心

三、短期不宜追空，关注就业数据

在 JacksonHole 上，鲍威尔表态称“将关注劳动力市场”、“劳动力市场的任何继续恶化都是不受欢迎的”，可以很明显发现联储反应函数的转变；而“FedPut”则一定程度上对市场形成了激励效应。此外，叠加刚才提到的美国劳动力市场逐步均衡、经济小幅放缓，美国例外论的终结，中长期来看美元指数依然预计处于下行通道当中。

但在此基础上，我们依然认为短期内美元指数不宜追空，且 9 月美元指数有反弹可能。理由在于以下两点：第一、我们认为当前的对美联储降息定价稍显激进。当前（截至 8 月 30 日）对美联储的 24 年降息定价为 3.6 次左右，已经定价 9、11、12 月连续降息 25bp 的基础上，并认为 9、12 月均有一定概率降息 50bp。此前鲍威尔在 8 月的货币政策会议中暗示 50bp 降息并不在考虑范围之内，尽管后续 JacksonHole 会议上鲍威尔并未反击市场的激进定价，但根据当前票委发言，若劳动力市场不出现快速的大幅恶化，不会考虑 50bp 降息。第二、从近期数据来看，后续失业数据预期将会有所好转。8 月公布的失业数据，投行普遍认为受到了飓风天气干扰导致临时失业率上升，而近几周的当周初申数据则维持在 230K 左右，较此前小幅好转，预计失业率增速边际放缓。再此基础上，我们认

为后续随着降息节奏的收敛，美元指数将会出现一波小幅反弹行情。

结合此前 NFP 数据下修 818K，也的确存在近期当周初申数据与失业率数据存在不匹配的可能，因此若上述场景没有兑现，9 月公布的劳动力市场数据继续恶化，美元在这种情况下依然可能小幅走弱。但即使劳动力市场数据再度走弱，即证伪了前面提到的“8 月公布的失业数据主要受到飓风等极端天气干扰”，我们认为再次追空美元的性价比不高。在此基准下，可以关注部分对利率敏感、资金久期预期较长、与经济周期整体关联性小的医疗健康类公司；而股市整体下行的风险可以通过利用标普 500 对冲规避。

免责声明：以上内容所依据的信息均来源于交易所、媒体及资讯公司等发布的公开资料或通过合法授权渠道向发布人取得的资讯，我们力求分析及建议内容的客观、公正，研究方法专业审慎，分析结论合理，但我司对信息来源的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们提供的全部分析及建议内容仅供参考，不构成对您的任何投资建议及入市依据，您应当自主做出期货交易决策，独立承担期货交易后果，凡据此入市者，我司不承担任何责任。我司在为您提供服务时已最大程度避免与您产生利益冲突。未经我司授权，不得随意转载、复制、传播本网站中所有研究分析报告、行情分析视频等全部或部分材料、内容。对可能因互联网软硬件设备故障或失灵、或因不可抗力造成的全部或部分信息中断、延迟、遗漏、误导或造成资料传输或储存上的错误、或遭第三人侵入系统篡改或伪造变造资料等，我司均不承担任何责任。