



人民币汇率热点 | 2024 年 8 月 23 日

借“悟空”之眼，观美联储降息进程

往期精彩研报

《为何我们认为美联储有望在 9 月降息？》

《当前博弈点与交易主线下人民币汇率演绎展望》

主要观点：

在经历了 7 月的美联储会议纪要及下调的非农就业数据的影响后，我们认为下一个关键事件是 2024 年杰克逊霍尔全球央行年会。本次大会为期三天，将围绕“重新评估货币政策的有效性和传导”进行讨论。重点关注美联储主席鲍威尔在北京时间 8 月 23 日 22:00 的发言，或涉及重要的政策信号。

1. 如何看待 7 月美联储会议纪要？从 7 月会议纪要的角度来看，美联储对 2024 年 9 月降息做出更强烈的暗示，目前只是降息幅度的问题。
2. 如何理解非农就业数据的修正？基准调整对非农就业数据的影响并不大，整体来看，美国劳动力市场目前虽然存在一些边际走弱的迹象，但尚未达到衰退的程度。

风险点：警惕美国经济不着陆、不降息风险、对模型理解有误

重要声明：本报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议

南华研究院
投资咨询业务资格：
证监许可【2011】1290 号

周骥
投资咨询证号：Z0017101

请务必阅读正文之后的免责条款部分

目录

章节

1. 如何看待 7 月美联储会议纪要？	1
1.1. 7 月 FOMC 议息会议内容及新闻发布会鲍威尔发言重点回顾.....	1
1.2. 7 月会议纪要解读.....	2
2. 如何理解非农就业数据的修正？	3
2.1. 为何市场反应并不剧烈？	3
2.2. 如何理解这被下修的 81.8 万人？	4
2.3. 基准调整对非农就业数据的影响几何？	5

目录

图表

图 1.1.1：美国联邦基金目标利率历史走势图	1
图 2.1.1：美元指数与 10 年期美债收益率（%）走势图.....	3
图 2.1.2：数据发布后市场对美联储加/降息预期.....	4
图 2.1.3：2009 年以来美国年度非农就业人数调整情况（万人）	4
表 2.3.1：基准调整对非农就业数据的影响（人）	5

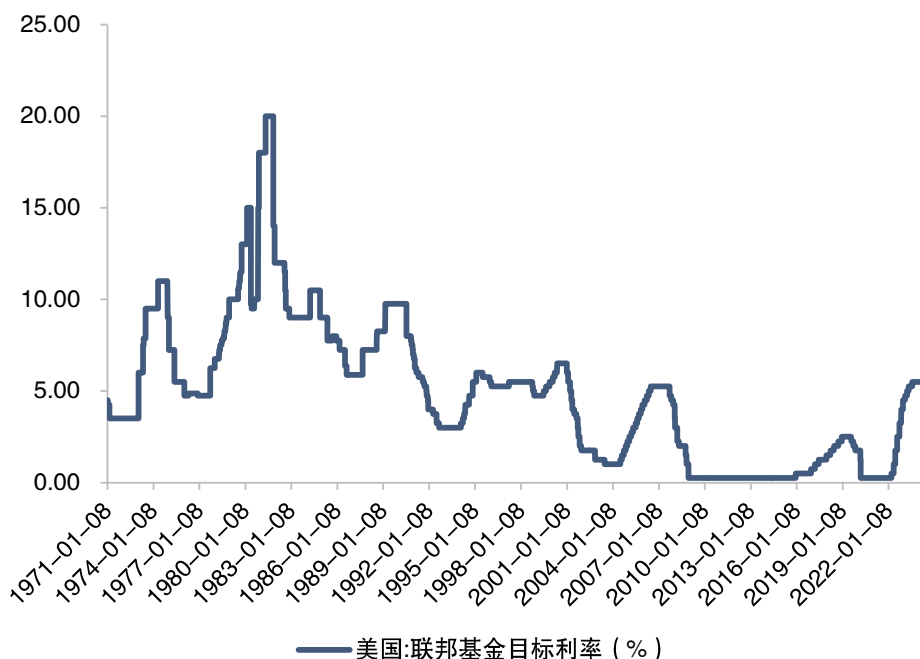
1. 如何看待7月美联储会议纪要？

在分析7月的美联储会议纪要之前，我们先来回顾下7月的FOMC议息会议以及会后新闻发布会上鲍威尔的重点发言。这些内容也是市场在本次会议纪要中需要进一步确认的信息，包括美联储降息条件、降息时点、降息次数及幅度。

1.1. 7月FOMC议息会议内容及新闻发布会鲍威尔发言重点回顾

在7月的FOMC议息会议上，美联储宣布将美国联邦基金目标利率维持在5.25-5.50%区间，同时维持每月美国国债赎回规模250亿美元，每月MBS350亿美元的缩表节奏不变。截至2024年8月23日，无论是从累计加息次数还是累计加息幅度来看，本轮自2022年开启的加息周期均为美联储历次加息周期中排名靠前的。在本轮加息周期中，美联储累计加息11次，累计加息幅度525个基点，分别在2022年3月（25个基点）、5月（50个基点）、6月（75个基点）、7月（75个基点）、9月（75个基点）、11月（75个基点）、12月（50个基点）以及2023年2月（25个基点）、3月（25个基点）、5月（25个基点）、7月（25个基点）。累计暂停加息9次，分别在2023年6月、9月、10月、12月以及2024年1月、3月、5月、6月和7月。

图 1.1.1：美国联邦基金目标利率历史走势图



数据来源：iFinD 南华研究

7月FOMC议息会议以及会后新闻发布会上鲍威尔发言的重点总结如下：

- 1) 会议声明中涉及了两处变动。首先，承认了经济环境的变化，表达了对二季度以来的就业市场降温的担忧，并对通胀形势的表述更加温和。其次，回归了双重风险目标，表达了更加注重风险平衡的态度。这意味着美联储的数据依赖性

将更加关注通胀和就业的综合表现。

- 2) 在新闻发布会上，鲍威尔对降息信息有所放松，表示若后续数据支持，美联储或最早在2024年9月的FOMC货币政策会议上进行降息。

1.2. 7月会议纪要解读

通过美联储于当地时间周三（2024年8月21日）发布的7月会议纪要，我们找到了一些关于降息方面的一些线索，进一步确认了美联储将在2024年9月降息。首先，大多数官员支持在9月降息，这与鲍威尔在7月新闻发布会上的表态相呼应，甚至有些官员认为美联储应该在7月就降息。其次，大多数官员认为美联储在就业目标上面临的风险加剧，劳动力市场的进一步疲软可能会转变为更严重的恶化，并且表示通胀的回落具有较强的可持续性，通胀上行的风险在显著降低中。这与我们之前的判断一致，即美联储对降息条件的考量已逐步从美国通胀转向美国劳动力市场情况，也符合7月会议声明中回归双重风险目标的表述。最后，一些官员提到近期非农数据可能被高估，这与该数据在8月21日被下调的结果相一致。综上所述，从7月会议纪要的角度来看，可见美联储在9月降息几乎是板上钉钉，目前只是降息幅度的问题。

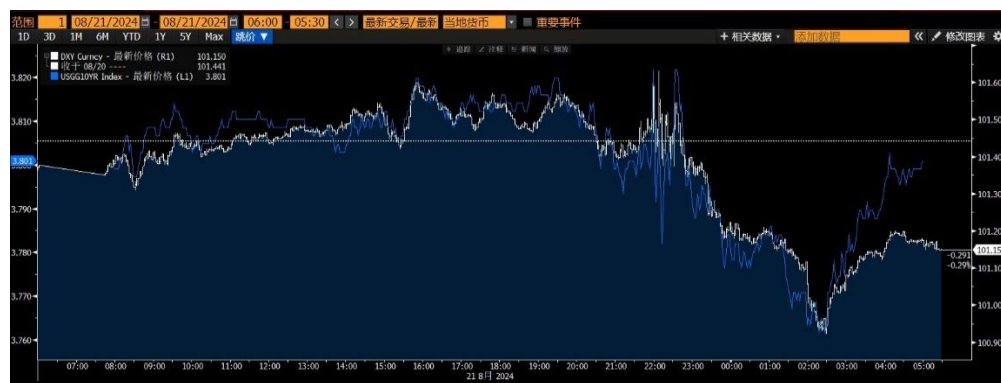
2. 如何理解非农就业数据的修正？

事件：周三（2024年8月21日）晚上22点，美国劳工统计局发布了2024年一季度非农就业和工资普查的初步报告，对过去一年截至3月底的非农数据进行了调整。根据美国劳工统计局的年度基准修订初步估计，从2023年4月到2024年3月，美国新增就业人数被大幅下调了81.8万人，这是自2008年全球金融危机以来的最大下调幅度。

2.1. 为何市场反应并不剧烈？

对于此次非农就业数据的下调，市场反应较为平淡，市场保持对9月降息至少为25个基点的预期。我们认为市场之所以如此平静，或许和以下几点因素有关：1）市场早已对数据进行了定价，这一点可以从数据公布前的资产价格走势中看出。2）数据的修正范围不在美联储所关注的时间范围内。正如我们在第一章中所述，美联储是对今年二季度以来的就业市场降温表达了担忧，但此次数据的统计范围为去年4月到今年3月。

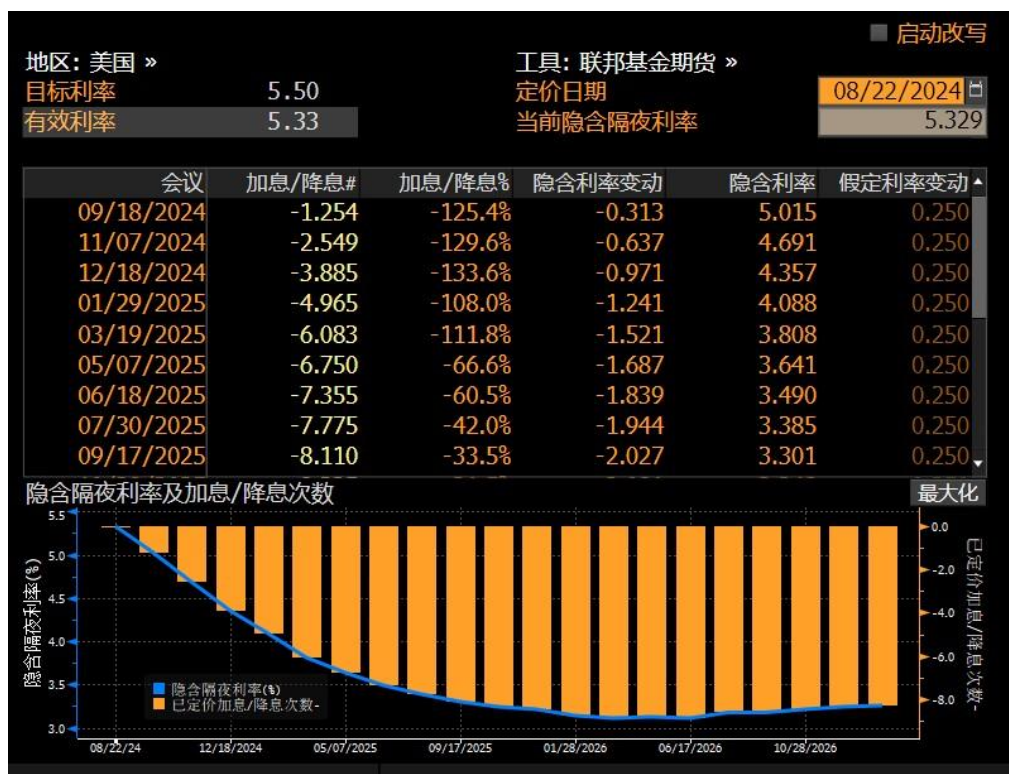
图 2.1.1：美元指数与 10 年期美债收益率（%）走势图



注：白线为美元指数（右轴），蓝线为 10 年期美债收益率

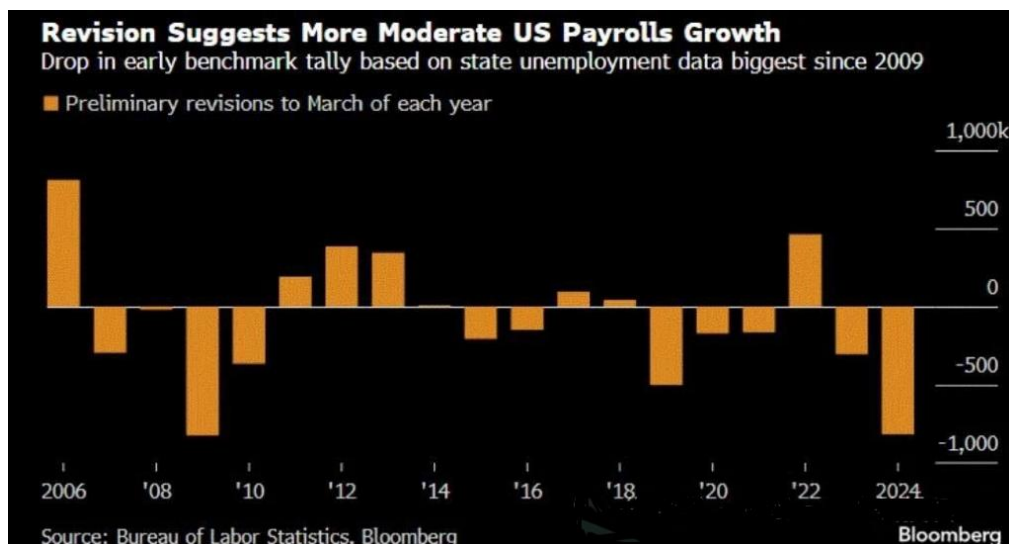
资料来源：Bloomberg 南华研究

图 2.1.2：数据发布后市场对美联储加/降息预期



资料来源: Bloomberg 南华研究

图 2.1.3：2009 年以来美国年度非农就业人数调整情况（万人）



资料来源: Bloomberg 南华研究

2.2. 如何理解这被下修的 81.8 万人？

对于此次非农就业人数的下调，数值上与2009年下调的90.2万人水平相近，但两者之间存在一些区别。市场上一些观点认为或与非法移民的作用有关，因此就业市场并没有大幅度的恶化。在新冠疫情爆发后，为了解决劳动力市场供给不足的问题，

美国对移民的管控力度有所减弱，这对2024年的基准修订产生了一定的干扰。此次基准修订的调整依据为失业保险记录，非法移民并不在美国的失业保险系统中，而平时的月度非农调查包含非法移民。我们认为，若从统计样本的差异性来看，确实支持上述观点，但从结构上的满足条件来看，上述观点的解释力度较弱。因此，从该角度来看，美国就业市场仍在走弱。但需要注意的是，近年来基准修订的最终调整结果被上调的概率较高，尽管最终修正结果通常比调整前低，但比初次修正结果高。因此，我们仍需等待2025年2月公布的最终基准修订结果。

整体来看，根据我们此前几份报告的分析，美国劳动力市场目前虽然存在一些边际走弱的迹象，但尚未达到衰退的程度。

2.3. 基准调整对非农就业数据的影响几何？

通过计算，我们认为基准调整对2024年3月之后的非农就业数据的影响并不显著。但对于2024年3月前的数据有一定影响，但影响力度较弱。一方面，每月平均高估非农就业人数仅为6.8万人。另一方面，正如我们在第2.1章节中解释的那样，市场早已对数据进行了定价，并且此次数据修正的范围不在美联储所关注的时间范围内，因此历史数据对当前资产价格走势的影响力度相对有限。

表 2.3.1：基准调整对非农就业数据的影响（人）

	非农就业人数:季调	下调后	抽样环比率	影响人数
2024年7月	158723000	157905000	0.07%	588
2024年6月	158609000	157791000	0.11%	924
2024年5月	158430000	157612000	0.14%	1117
2024年4月	158214000	157396000	0.07%	559

资料来源：iFinD 南华研究

免责声明

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，本报告所载资料、意见及推测仅反映在本报告载明的日期的判断，期货市场存在潜在市场变化及交易风险，本报告观点可能随时根据该等变化及风险产生变化。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不应作为您进行相关交易的依据。本公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

本公司的销售人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、涉及相应业务内容的子公司可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

未经本公司允许，不得以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。经过本公司同意的转发应遵循原文本意并注明出处“南华期货股份有限公司”。未经授权的转载本公司不承担任何责任。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

公司总部地址：浙江省杭州市上城区富春路136号横店大厦
邮编：310008
全国统一客服热线：400 8888 910
网址：www.nanhua.net
股票简称：南华期货
股票代码：603093



南华期货 APP