

专题报告-美国股指

从二季度企业盈利看美国经济

东方证券
ORIENT SECURITIES

期货

评级

美股：震荡

报告日期：

2024 年 9 月 23 日

美国居民消费持续回落，企业盈利却进入扩张区间，二季度标普 500 盈利增速进一步提升。本文从 Q2 美股财报着眼，讨论当前企业盈利的改善的持续性以及美股未来的交易主线。

★企业盈利增长主要由成本回落推动

2021 年 4 月以来居民部门消费支出同比增速不断回落，企业营收也随之降低，当前净利润的改善则主要来自于成本降低，其中销售与管理成本增速伴随着薪资增速不断回落，企业营收增速与主营业务成本增速之间的差异也有所扩大。本次企业盈利改善的持续性将取决于劳动力市场的冷却会给居民消费需求带来多大的影响。

★企业盈利与居民收入的分配占比保持稳定

当前薪资增速已经回落至接近疫情前水平，企业通过压缩劳动力成本进一步扩大盈利的空间逐步受限，本轮就业市场冷却更多由供给修复推动，目前仍未看到大幅裁员迹象，企业利润和居民收入之间的分配有望保持稳定。

★居民部门消费支出预计继续放缓

居民部门收入增速放缓，财政刺激力度逐步降低，高利率压制居民贷款消费意愿，消费支出延续放缓趋势。市场对于盈利增长的预期主要来自于降息对于需求的提振，但降息对于居民需求的刺激幅度仍需观察。

★投资建议：

9 月利率会议上美联储大幅降息 50bp，表明其追求软着陆的意愿，但政策利率的降低向实体经济的传导需要时间，经济近期将延续下行趋势，市场将针对后续降息节奏以及经济走向进行博弈。在当前的情况下，经济逐步放缓仍是大概率事件，经济数据的走弱仍有可能带来阶段性衰退交易的冲击，美国大选的临近也将压制市场风险偏好，我们预计股指仍将维持较高波动率，震荡偏弱。再往后看，若经济数据维持韧性逐步企稳，可以适时布局后续经济修复带来的上涨。

★ 风险提示

经济下行超预期，企业盈利增长不及预期，美国大选结果超预期。

徐颖 FRM

宏观策略首席分析师

从业资格号：

F3022608

投资咨询号：

Z0013609

Tel：

8621-63325888-1610

Email：

ying.xu@orientfutures.com

联系人：

周佳慧

宏观策略分析师

从业资格号：

F03117519

Email：

jjahui.zhou@orientfutures.com

重要事项：本报告版权归上海东证期货有限公司所有。未获得东证期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成交易建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。
有关分析师承诺，见本报告最后部分。并请阅读报告最后一页的免责声明。

目录

1、企业盈利增长主要由成本回落推动.....	5
1.1、营收增速趋缓，成本费用降低提高利润率	5
1.2、科技板块增速放缓，盈利改善逐步扩散	9
2、企业盈利与居民收入的分配占比保持稳定	11
3、居民部门消费支出预计继续放缓.....	14
4、投资建议.....	19
5、风险提示.....	20

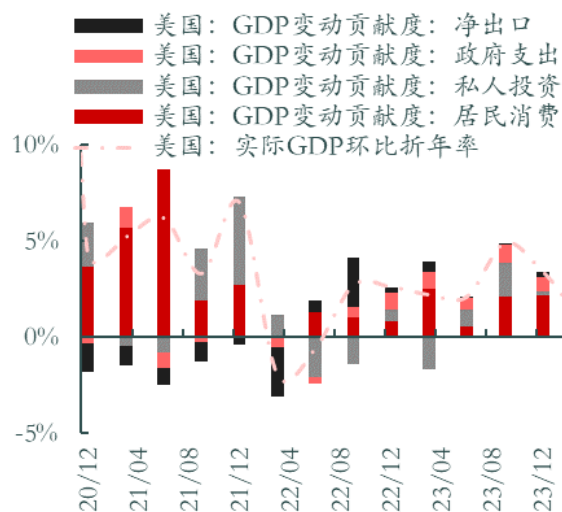
图表目录

图表 1: 经济增速下滑, 但消费仍然具有韧性	5
图表 2: 上市企业对于衰退的担忧程度明显降低	5
图表 3: 美国企业营收回落但净利润迅速修复	6
图表 4: 市场对未来企业盈利增速保持乐观	6
图表 5: 标普 500 企业成本下降带动净利润改善	6
图表 6: 成本增长对净利润的同比拖累明显降低	6
图表 7: 毛利率和净利率均明显提升	7
图表 8: 大宗商品指数与企业主营业务成本走势一致	7
图表 9: 各板块主营业务成本同比增速	7
图表 10: 薪资增速放缓, 劳动力成本持续下降	7
图表 11: 企业资产周转率提高, 杠杆率降低	8
图表 12: 企业利息负担和税务负担均边际降低	8
图表 13: 企业债在 2025 年和 2026 年集中到期	8
图表 14: 2024 年企业发债规模已经开始抬升	8
图表 15: 企业债融资成本较 2021 年明显提高	9
图表 16: 企业债信用利差小幅抬升但仍位于低位	9
图表 17: 标普 500 各板块 EPS 同比增速变化	10
图表 18: 标普 500 各板块净利润同比拉动	10
图表 19: 科技与其他板块之间的盈利增速差距缩小	11
图表 20: 7 月以来标普 500 等权重指数跑赢标普 500	11
图表 21: 大型科技公司业绩高速增长, 但股价表现疲软	11
图表 22: 21 年企业通过大幅提价利润改善难以持续	12
图表 23: 企业利润和员工收入占比恢复稳态	12
图表 24: 就业市场降温但是裁员率维持低位	12
图表 25: 劳动力市场供需缺口逐步弥补	12
图表 26: 失业率上升的同时劳动参与率维持稳定	13
图表 27: 国外劳动力人数快速增长	13
图表 28: 资本开支增速仍未明显恶化	13
图表 29: 标普 500 资本开支同比增速边际改善	13
图表 30: 减税效应消退, 拖累个人可支配收入增速	14
图表 31: 储蓄率随着可支配收入增速同步下降	14
图表 32: 实际可支配收入修复主要源于通胀回落	15

图表 33: 消费贷款利率明显提高.....	15
图表 34: 消费贷款标准自 2022 年以来持续收紧.....	15
图表 35: 消费贷款同比增速下降至近十年低位.....	15
图表 36: 消费贷款与住房抵押贷款拖欠率走势背离.....	16
图表 37: 存量抵押贷款有效利率上升速度较慢.....	16
图表 38: 居民部门更多进行再融资而不是贷款购买.....	16
图表 39: 高利率下居民买房需求明显被抑制.....	16
图表 40: 消费者偿债压力较疫情前并未明显抬升.....	17
图表 41: 居民加杠杆意愿较弱, 止赎人数仍处低位.....	17
图表 42: 年内累积财政赤字规模接近 2023 年.....	17
图表 43: 财政刺激力度逐步放缓.....	17
图表 44: 2024 年 4 月税期税收高增.....	18
图表 45: 利息净额和社会保障支出持续提升.....	18
图表 46: 2024 年基本赤字率继续扩大, 对经济形成支撑.....	18
图表 47: 高频数据显示当前经济仍然具有韧性.....	19
图表 48: 市场预期 2025 年盈利持续改善.....	19
图表 49: 市场降息预期再度抢跑美联储指引.....	20

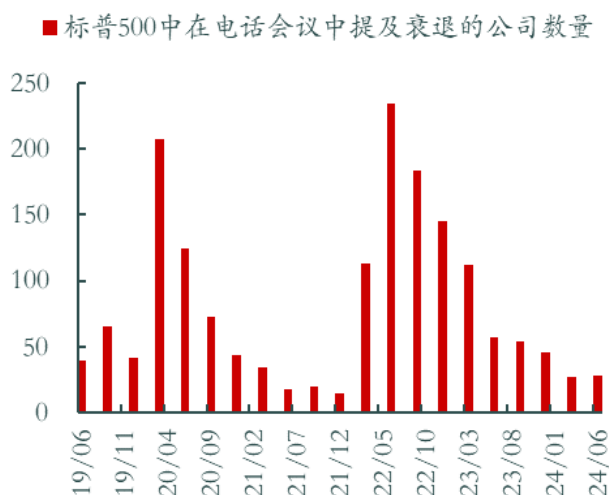
自 2022 年 3 月美联储加速加息以来，美国经济由过热向常态回归：2021 年经济迅速修复，GDP 增速高达 5.8%；2022 年高利率下私人投资拖累经济增长，居民消费增速下滑，GDP 增速降低至 1.9%；随后在宽松财政政策和货币政策转向预期的支持下，居民消费同比增速继续回落但维持韧性，私人投资有所改善，2024 年二季度美国 GDP 仍然保持 2.8% 的增速，进口增速的提高也反映出美国内需仍未明显恶化。但 2024 年下半年以来，随着降息周期的开启，市场对于经济下行压力愈发敏感，制造业与服务业的冷热不均导致在降息交易中交织着阶段性衰退交易。而与宏观经济数据持续放缓相悖的是当前企业盈利已进入了扩张区间，在刚刚结束的 Q2 财报季中，标普 500 成分股中提及衰退的公司数量相比于 2022 年和 2023 年已明显降低，甚至低于 2019 年水平。这篇报告从 Q2 标普 500 成分股财报入手，讨论当前企业盈利的改善能否持续，以及未来经济下行压力究竟有多大。

图表 1：经济增速下滑，但消费仍然具有韧性



资料来源：iFind，东证衍生品研究院

图表 2：上市企业对于衰退的担忧程度明显降低



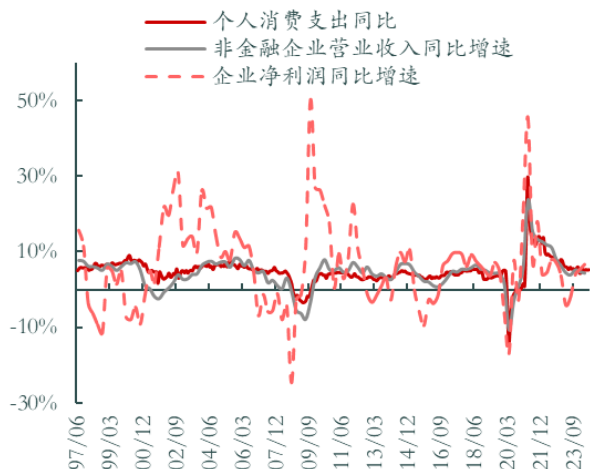
资料来源：Factset，东证衍生品研究院

1、企业盈利增长主要由成本回落推动

1.1、营收增速趋缓，成本费用降低提高利润率

企业营收主要来自于居民部门消费支出，因此企业营收增速与居民部门消费支出增速高度相关。自 2021 年 4 月以来，居民部门消费支出同比增速不断回落，企业营收也随之降低，7 月个人消费支出同比增速为 5.3%，较 2023 年平均增速 6.1% 进一步放缓，非金融企业营业收入同比增速也回落到 4.4% 的水平。但是，企业净利润却从 2023 年下半年开始迅速反弹，2023 年 2、3 季度企业净利润同比增速为负，到 2024 年 2 季度同比增速已达到 6.6%。当前市场对于未来企业盈利修复的预期也十分乐观，预期标普 500 在 2025 年各季度 EPS 同比增速均保持 14% 以上的高增速。

图表 3：美国企业营收回落但净利润迅速修复



资料来源：Fred，东证衍生品研究院

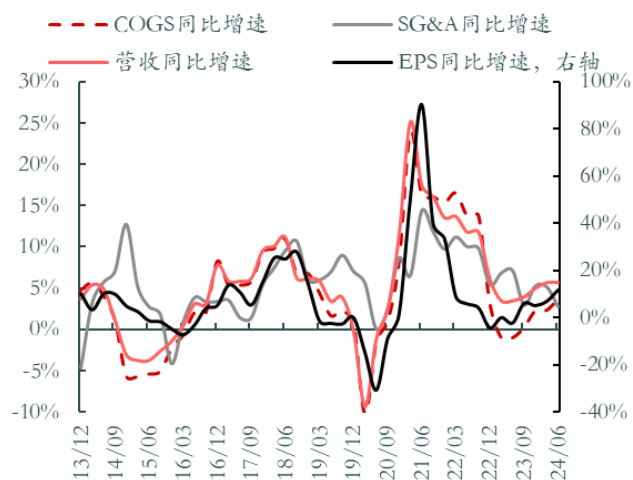
图表 4：市场对未来企业盈利增速保持乐观



资料来源：Factset，东证衍生品研究院

通过拆分标普 500 指数主要财务指标我们发现，当前企业净利润的改善主要得益于节流而非开源。销售与管理成本增速伴随着薪资增速不断回落，企业营收增速与主营业务成本增速之间的差异也有所扩大，企业定价能力仍然较强。进一步拆分非金融企业中营业收入、主营业务成本和薪资支出对净利润同比增速的影响，近两个季度营业收入对净利润的同比拉动不断放缓，但薪资支出和主营业务成本对净利润的拖累明显减弱，净利润同比增速得一持续改善。成本端的回落使得企业盈利空间扩大。净利润增速明显高于营收同比增速，毛利率和净利率较 2023 年均明显提高。

图表 5：标普 500 企业成本下降带动净利润改善



资料来源：Factset，东证衍生品研究院

图表 6：成本增长对净利润的同比拖累明显降低



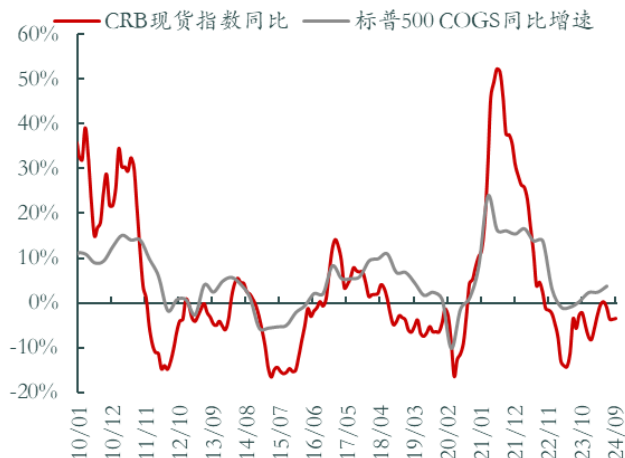
资料来源：Fred，东证衍生品研究院

图表 7：毛利率和净利率均明显提升



资料来源：Factset，东证衍生品研究院

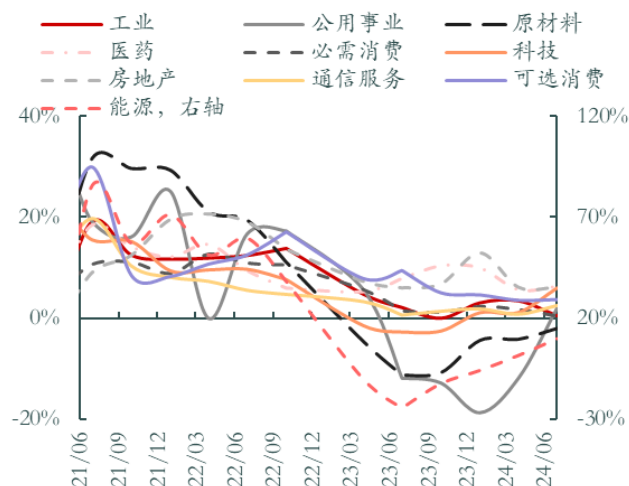
图表 8：大宗商品指数与企业主营业务成本走势一致



资料来源：Factset，东证衍生品研究院

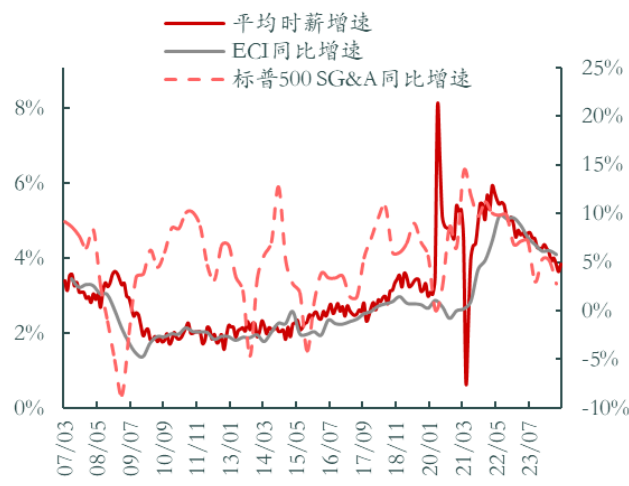
从高频指标来看，大宗商品指数同比增速有所提高，但是，近期市场对于衰退的担忧并未完全消散，自7月份以来原油价格持续回落，大宗商品指数同比增速也有所降低，若不发生意外的供给冲击，那么原油等大宗商品的涨幅给主营业务成本带来的压力仍然有限。在各板块中，工业、能源、原材料、必需消费与指数主营成本的同比增速高度相关，而这些板块受大宗商品价格变化影响较大。二季度能源、原材料、公用事业、通信服务和科技板块主营业务成本同比增速边际反弹，其他板块延续成本降低的趋势。另一方面，随着劳动力市场的持续冷却，薪资增速不断回落，销售与管理费用仍有可能继续降低。

图表 9：各板块主营业务成本同比增速



资料来源：Factset，东证衍生品研究院

图表 10：薪资增速放缓，劳动力成本持续下降



资料来源：Factset，东证衍生品研究院

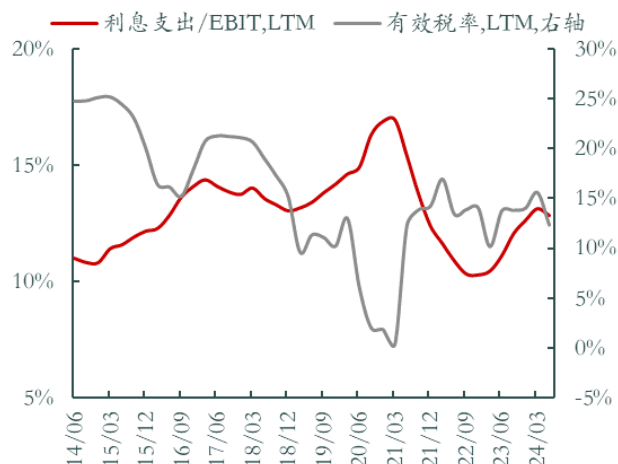
此外，企业债务杠杆和财务杠杆均明显降低。其中资产周转率提高，企业运营效率提高，资本占用以及固定资产的贡献降低，由资本折旧给企业利润带来的压力有所降低。在高利率环境下，企业融资成本提高，债务融资明显降低，控制债务负担和杠杆水平。在营收回落的过程中，企业通过灵活控制成本，有效保护了企业盈利。

图表 11：企业资产周转率提高，杠杆率降低



资料来源：Factset，东证衍生品研究院

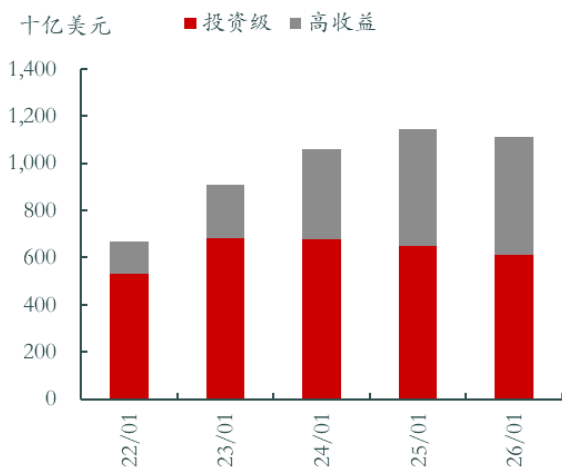
图表 12：企业利息负担和税务负担均边际降低



资料来源：Factset，东证衍生品研究院

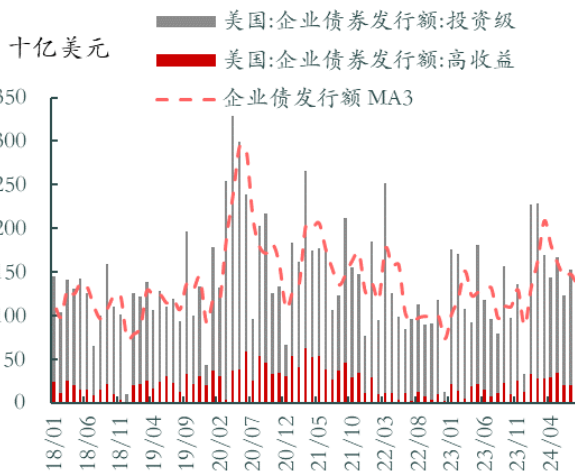
财务杠杆的降低得益于企业在 2020 年和 2021 年的低利率时期大量融资进行债务置换，降低整体债务负担，叠加高通胀时期通过提价积累了大量净利润，企业现金流改善，融资需求降低，在美联储快速加息后，企业债发行规模迅速降低，企业杠杆率不断降低，债务负担减轻。2024 年以来，随着降息临近，市场降息预期推动美债收益率回落，利息支出占比也边际放缓。

图表 13：企业债在 2025 年和 2026 年集中到期



资料来源：S&P，东证衍生品研究院

图表 14：2024 年企业发债规模已经开始抬升



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

进入 2024 年以来，随着企业债到期规模的逐步增大，企业发债规模已经开始提高。当前企业融资成本明显增加，未来企业通过再融资进行展期的过程中利息负担将会迅速上升，给企业盈利带来压力。当前高收益企业债利差虽然边际抬升，但仍然处于历史低位，企业债风险仍然可控。考虑到利率水平降低的节奏仍然具有较大不确定性，企业融资的压力变化需要持续跟踪。

图表 15：企业债融资成本较 2021 年明显提高



资料来源：Fred，东证衍生品研究院

图表 16：企业债信用利差小幅抬升但仍位于低位



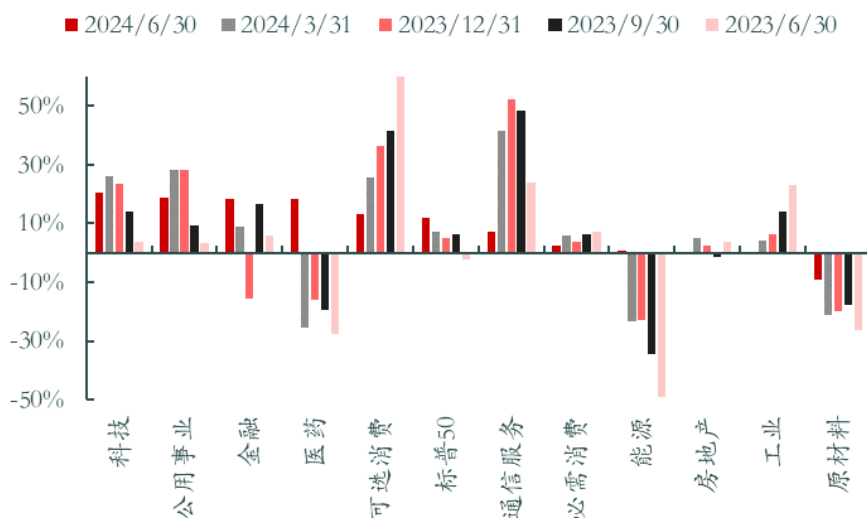
资料来源：Fred，东证衍生品研究院

1.2、科技板块增速放缓，盈利改善逐步扩散

2024 年 Q2 标普 500EPS 同比增长大幅提升至 11.8%，较一季度的 7%继续提升。就具体板块而言，科技板块同比增速最高为 20.45%，公用事业（18.73%）、金融（18.46%）和医药（18.41%）也大幅增长，可选消费 13.29%也高于整体指数增速，通信服务增速明显回落但仍有 7.12%，必需消费增速继续回落至 2.56%。高利率下周期板块基本面仍然疲弱，房地产（-0.7%）、工业（-0.72%）和原材料（-9.13%）EPS 同比降低。

从增速变化来看，以大型科技公司为主的科技、通信服务和可选消费板块盈利增速均有所回落，但此前拖累指数盈利的能源、原材料和医药板块 EPS 增速则有所改善。

图表 17: 标普 500 各板块 EPS 同比增速变化



资料来源: Factset, 东证衍生品研究院

图表 18: 标普 500 各板块净利润同比拉动

	2024/6/30	2024/3/31	2023/12/31	2023/9/30	2023/6/30	2023/3/31	2022/12/31
标普500	10.1%	1.7%	11.3%	6.2%	7.8%	5.1%	-14.8%
科技	4.0%	5.0%	5.6%	2.8%	0.9%	-1.8%	-2.6%
金融	2.1%	-1.8%	0.0%	2.0%	13.1%	4.9%	-4.9%
医药	1.8%	-5.5%	-2.8%	-2.1%	-5.1%	-2.8%	-0.7%
可选消费	1.2%	1.7%	2.1%	3.3%	3.1%	2.8%	-1.3%
通信服务	1.0%	2.9%	9.8%	4.7%	1.3%	-0.8%	-7.8%
公用事业	0.2%	0.6%	0.2%	0.3%	0.7%	-0.4%	0.0%
必需消费	0.1%	0.5%	0.4%	0.4%	0.7%	0.0%	-0.1%
工业	0.1%	0.7%	-0.2%	1.0%	1.8%	2.5%	1.5%
能源	-0.1%	-2.3%	-3.3%	-4.8%	-7.4%	2.0%	3.0%
房地产	-0.1%	0.2%	0.4%	-0.8%	0.0%	-0.3%	-0.8%
原材料	-0.2%	-0.5%	-1.0%	-0.6%	-1.3%	-1.0%	-1.2%

资料来源: Factset, 东证衍生品研究院

而从净利润同比拉动来看, 科技板块对指数净利润贡献仍然最大, 但已经有回落的趋势, 与此同时, 其余板块对指数的贡献有边际提升的迹象, 7 月份以来标普 500 等权重指数开始跑赢标普 500, 临近降息市场也更加关注受益于降息的板块。

图表 19: 科技与其他板块之间的盈利增速差距缩小



资料来源: Factset, 东证衍生品研究院

图表 20: 7 月以来标普 500 等权重指数跑赢标普 500



资料来源: Factset, 东证衍生品研究院

而近期 AI 技术创新节奏放缓, 同时也在应用端也并未出现新的进展, 市场对于科技板块出现了审美疲劳的迹象, 尽管科技公司业绩仍然保持高速增长, 但市场反应却并不乐观, 多数科技公司在公布财报后股价收跌。对比而言, 降息之后顺周期板块可能具有更大弹性。

图表 21: 大型科技公司业绩高速增长, 但股价表现疲软

	净利润, 亿美元	同比增速	预期净利润	超出预期比例	营收, 亿美元	同比增速	预期营收	超出预期比例	公布财报后涨跌幅
英伟达	165.99	168.24%	150.62	10.20%	300.40	122.40%	287.37	4.53%	-6.38%
微软	220.36	9.74%	219.11	0.57%	647.27	15.20%	643.82	0.54%	-0.30%
亚马逊	134.85	99.78%	111.66	20.77%	1479.77	10.12%	1486.65	-0.46%	-8.78%
谷歌	236.19	28.59%	228.66	3.29%	847.42	13.60%	842.20	0.62%	-3.10%
Meta	134.65	72.89%	122.69	9.75%	390.71	22.10%	382.61	2.12%	-1.93%
苹果	214.48	7.88%	206.45	3.89%	857.77	4.87%	844.33	1.59%	0.69%
特斯拉	14.78	-45.32%	20.65	-28.42%	255.00	2.30%	245.40	3.91%	-12.33%

资料来源: Factset, 东证衍生品研究院

2、企业盈利与居民收入的分配占比保持稳定

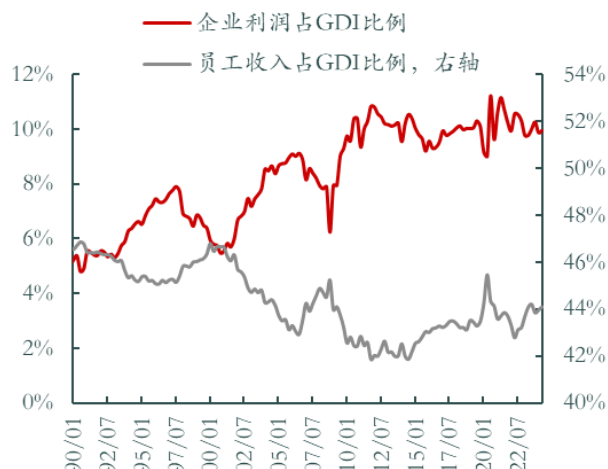
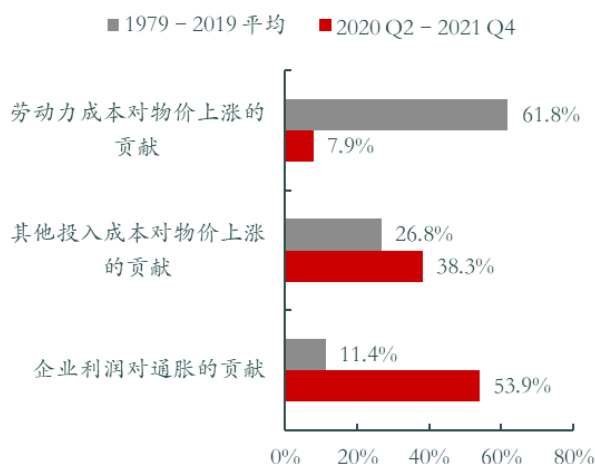
近期企业盈利的改善更多来自于成本的回落, 其中一个主要因素在于劳动力市场冷却带来薪资增速回落, 企业销售管理费用增速降低, 盈利空间扩大。但是, 对于居民部门而言, 薪资增速回落意味着收入增长的放缓, 对于需求会形成打压, 从 2021 年的历史经验可以看到通过压缩居民部门消费能力而带来的利润改善将难以持续, 本次企业盈利改善的持续性将取决于劳动力市场的冷却会给居民消费需求带来多大的影响。

疫情后, 受供应链冲击, 原材料价格大幅上涨, 在这个过程中, 居民部门受到财政补贴, 需求相对具有韧性, 2021 年企业大幅提价, 利润快速增长。同时, 疫情期间居民出行受

到限制，劳动力供给明显降低，整体劳动力收入占比明显降低。随后，随着疫情放开，劳动力供给逐步修复，劳动力收入占比也逐渐恢复常态。但是，高通胀开始压缩居民部门消费需求，居民部门消费支出快速回落，企业利润占比也随之降低。当前，员工收入占 GDI 的比例恢复 08 年金融危机以来的平均水平，企业利润和居民收入占比基本稳定，后续企业利润的增长将更多依赖于经济整体的增长，而难以通过挤压居民部门的收入创造更高的利润。

图表 22: 21 年企业通过大幅提价利润改善难以持续

图表 23: 企业利润和员工收入占比恢复稳态

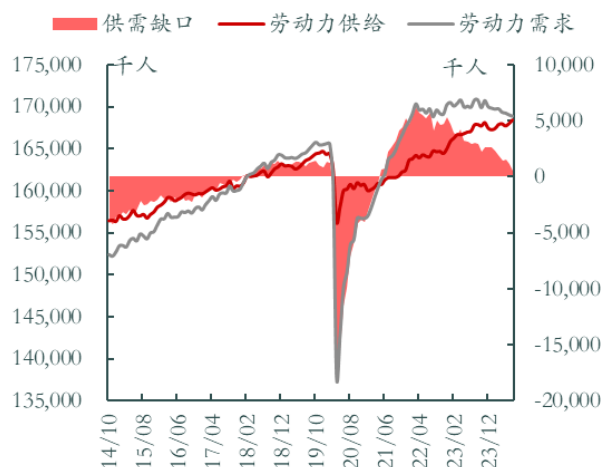
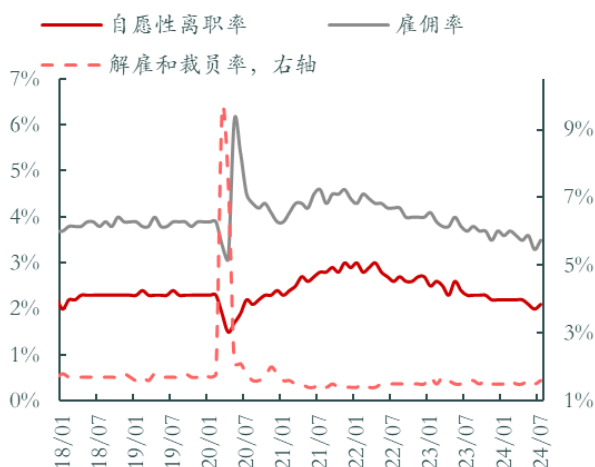


资料来源: Economic Policy Institute, 东证衍生品研究院

资料来源: Fred, 东证衍生品研究院

图表 24: 就业市场降温但是裁员率维持低位

图表 25: 劳动力市场供需缺口逐步弥补



资料来源: iFind, 东证衍生品研究院

资料来源: iFind, 东证衍生品研究院

当前劳动力市场的冷却并不是企业缩减规模大幅裁员造成的，而是企业招聘需求逐渐得到满足，劳动力市场供不应求的局面逐步缓解的结果。当前新增就业中枢和雇佣率都明显下移，但与此同时，解雇和裁员率仍保持历史低位，明显低于疫情前水平，劳动力供

给快速修复，在供需缺口逐渐弥补的过程中，劳动力供给提高速度明显高于需求回落的速度，劳动参与率和失业率同步回升，同时海外劳动力进行额外补充。

图表 26：失业率上升的同时劳动参与率维持稳定



资料来源：iFind，东证衍生品研究院

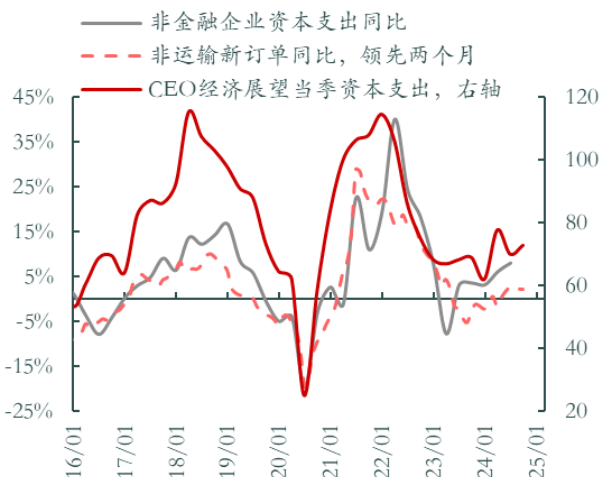
图表 27：国外劳动力人数快速增长



资料来源：iFind，东证衍生品研究院

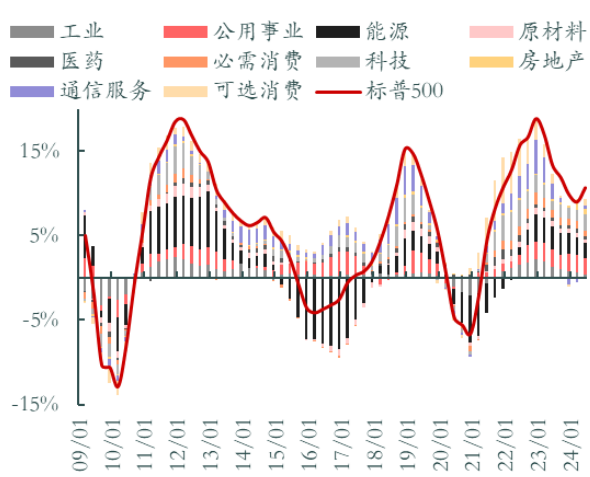
同时从领先指标以及非金融企业的资本开支状况来看，非金融企业的资本开支仍未出现明显恶化的迹象，尽管非运输新订单同比边际回落，但 CEO 经济展望并未进一步加速下行，企业并未大幅削减生产规模，而企业资本支出与非农新增就业趋势一致，当前企业大幅削减员工的可能性也比较小。

图表 28：资本开支增速仍未明显恶化



资料来源：iFind，东证衍生品研究院

图表 29：标普 500 资本开支同比增速边际改善



资料来源：Factset，东证衍生品研究院

本轮劳动力市场降温主要由供给恢复推动，具有韧性的劳动力市场在保证企业部门用工成本降低的情况下，居民部门收入也未被大幅压缩，国民收入在企业 and 居民部门之间的分配有望保持稳定。而当前薪资增速已经回落至接近疫情前水平，通过压缩劳动力成本

进一步扩大盈利的空间将会逐步受限，后续企业盈利的持续改善将依赖于利率水平降低后居民部门的消费需求变化。

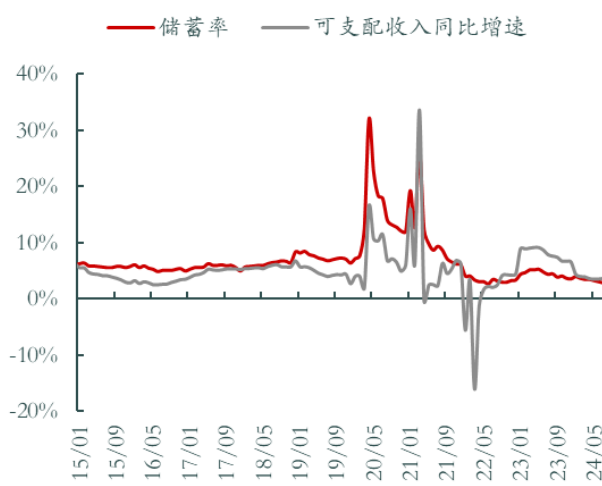
3、居民部门消费支出预计继续放缓

从收入端来看，居民部门可支配收入同比增速继续放缓，当前仅有 3.6%，疫情前 3 年平均水平达到 5%，通胀中枢的抬升明显侵蚀居民部门的购买力，当前实际可支配收入同比增速仅有 1.5%，而 2019 年平均水平为 4.6%。从具体分项来看：随着劳动力市场的进一步冷却，2024 年以来报酬收入同比拉动明显回落，但与疫情前平均水平相比仍不算低；2024 年下半年，股票市场涨势放缓，房价回落，资产收入增速也明显放缓；同时，2024 个人税收负担增加，主要受加州等地部分纳税人补缴 2023 年推迟缴纳的税款，以及个税起征水平调整幅度的影响。但是与此同时，转移支付对个人收入的同比贡献明显抬升，2024 年以来平均每月拉动个人收入同比增长 0.7%，财政补贴的逆周期调节仍然在发挥作用，使得居民部门总体收入增速并未加速下滑。

随着可支配收入增速的下降，储蓄率也回落至历史低位，当前仅有 3.4%，而疫情前 10 年平均水平为 6.2%。收入下降明显挤压消费者的消费空间。在通胀快速回落的过程中，实际可支配收入水平明显提升，从 2023 年 5 月开始，由于基数效应的减弱，通胀回落速度放缓，实际可支配收入同比增速开始放转为下降。与此同时，高企的借贷成本使得消费者难以承担信贷消费，当前信用卡贷款利率已提高到 21.5%，而 2022 年 2 月仅为 14.56%。未来劳动力市场继续冷却，通胀回落节奏放缓，居民部门购买力可能会进一步降低。

图表 30：减税效应消退，拖累个人可支配收入增速

图表 31：储蓄率随着可支配收入增速同步下降



资料来源：iFind，东证衍生品研究院

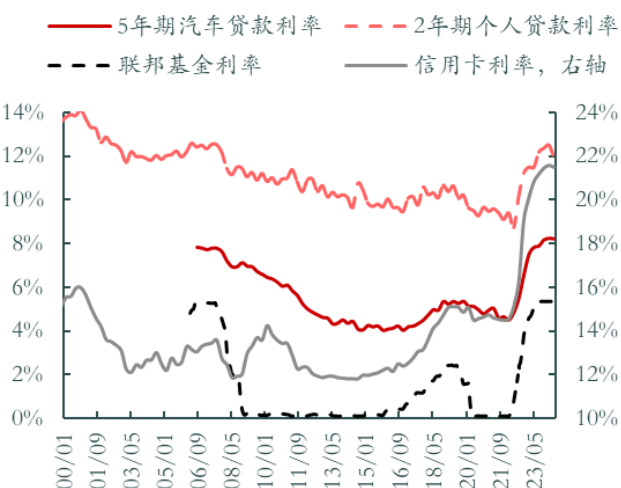
资料来源：iFind，东证衍生品研究院

图表 32: 实际可支配收入修复主要源于通胀回落



资料来源: iFind, 东证衍生品研究院

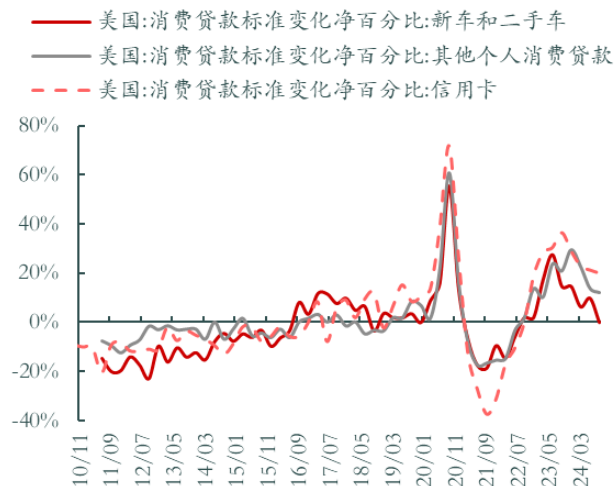
图表 33: 消费贷款利率明显提高



资料来源: iFind, 东证衍生品研究院

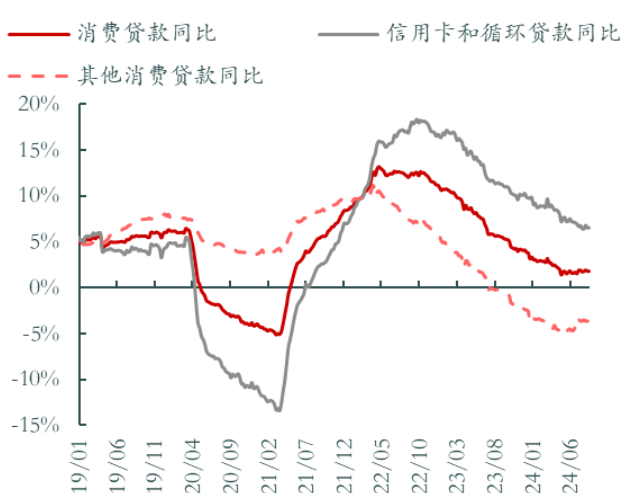
高利率环境下,居民部门依靠贷款进行消费的意愿也并不强,当前消费贷款利率均明显抬升,银行也从 2022 年开始持续收紧消费贷款标准,各类消费贷款的同比增速显著下降,明显低于疫情前水平。随着降息周期的开启,借贷成本将会逐步降低,仍需观察利率环境放松后对于居民部门需求的刺激程度。

图表 34: 消费贷款标准自 2022 年以来持续收紧



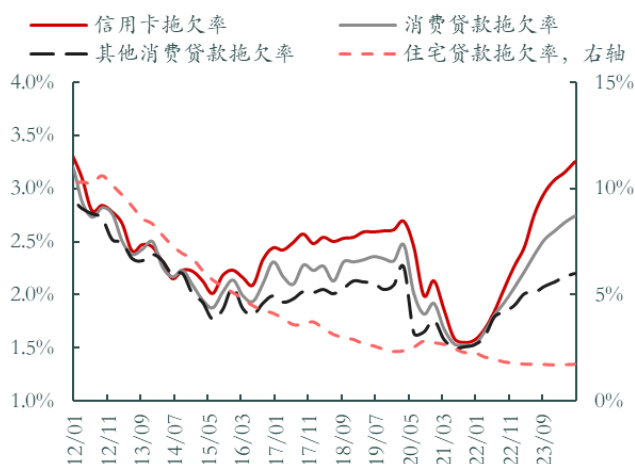
资料来源: iFind, 东证衍生品研究院

图表 35: 消费贷款同比增速下降至近十年低位



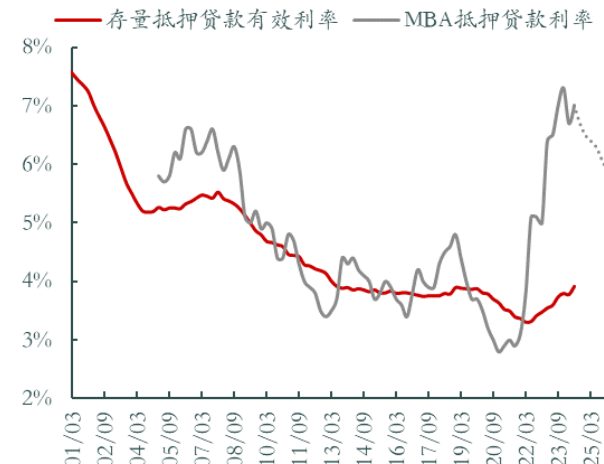
资料来源: iFind, 东证衍生品研究院

图表 36: 消费贷款与住房抵押贷款拖欠率走势背离



资料来源: iFind, 东证衍生品研究院

图表 37: 存量抵押贷款有效利率上升速度较慢



资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

此外,居民部门负债的最大分项为房屋抵押贷款,美国房屋抵押贷款市场中大部分由 30 年的长期固定利率贷款构成,在 2022 年以前,多数居民通过债务置换锁定低成本资金,同时在高利率时期大幅降低贷款数量,因此政策利率向房屋抵押贷款利率的传导明显滞后,目前有效贷款利率水平仍然明显低于边际贷款利率水平。在进入到降息周期后,仍然需要观察降息的节奏能否快于目前较高的新增贷款利率向居民部门传导的速度。但当前居民部门对于边际利率也较为敏感,降息预期的推动下,新建住房销售已经有所改善,但受供应限制的成屋销售仍属于底部。因此,降息对于居民部门购房需求的刺激仍需时间传导。

图表 38: 居民部门更多进行再融资而不是贷款购买



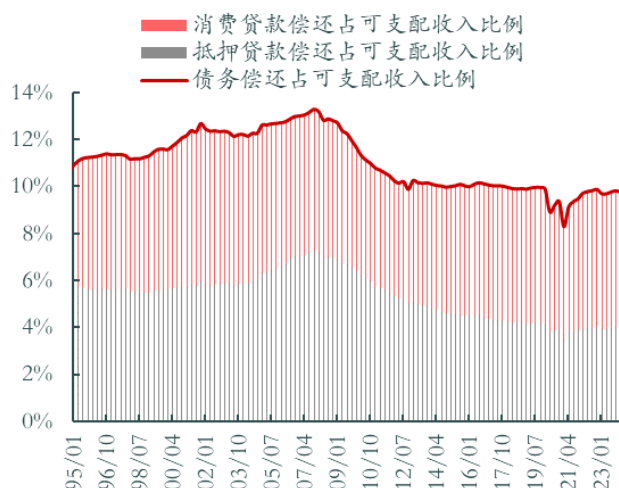
资料来源: iFind, 东证衍生品研究院

图表 39: 高利率下居民买房需求明显被抑制



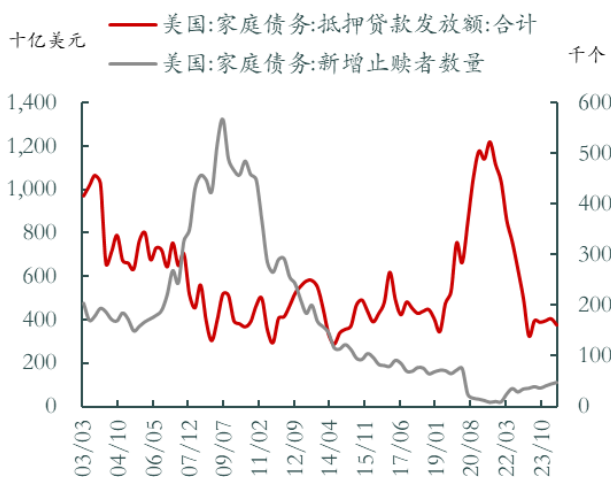
资料来源: iFind, 东证衍生品研究院

图表 40: 消费者偿债压力较疫情前并未明显抬升



资料来源: iFind, 东证衍生品研究院

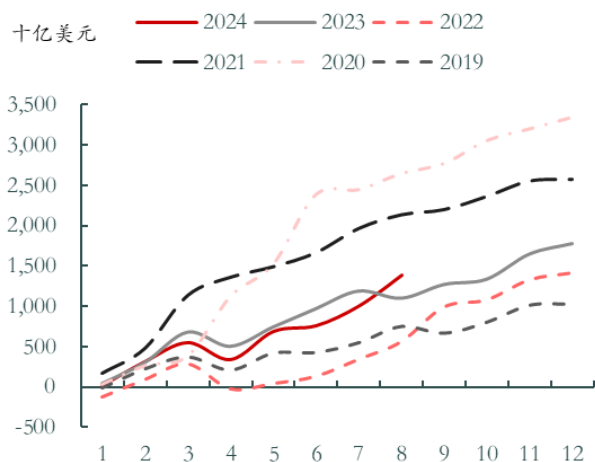
图表 41: 居民加杠杆意愿较弱, 止赎人数仍处低位



资料来源: iFind, 东证衍生品研究院

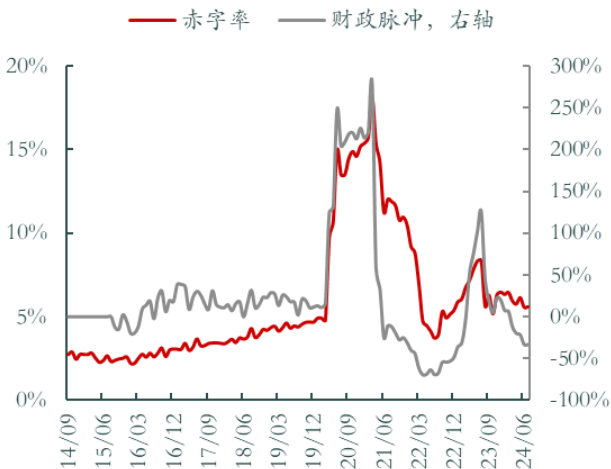
当前经济维持韧性主要因素在于财政政策的扩张,一方面,大选年期间,为了争取选票,执政党往往倾向于扩大财政补贴力度以维持经济增长,另一方面,在 2025 年 1 月前美国政府暂时没有来自债务上限的压力。2024 年较 2023 年赤字继续扩大,利息支出以外的基础赤字率也继续扩大。今年对于个人所得税的减免已经到期,学生贷款减免也已到期,教育部门支出大幅降低,财政收入扩大。在支出端,法定支出规模扩大,主要是社会保障和医疗分项,同时随着就业市场走弱,收入保障支出增加,预计在年内仍将托底经济。

图表 42: 年内累积财政赤字规模接近 2023 年



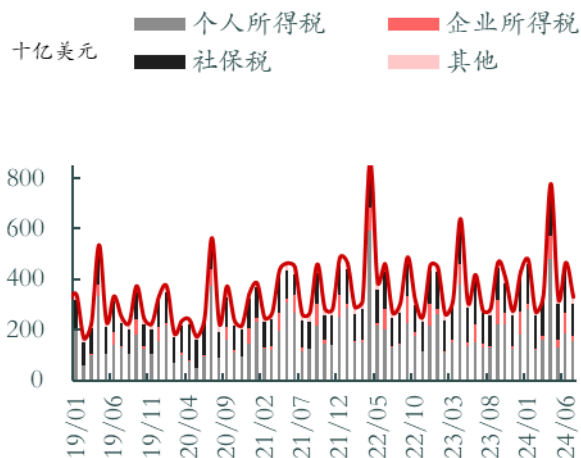
资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

图表 43: 财政刺激力度逐步放缓



资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

图表 44：2024 年 4 月税期税收高增



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

图表 45：利息净额和社会保障支出持续提升



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

往后看，根据 CBO 的测算，2024 年赤字率仍然处于高位，除利息以外的基本赤字率较 2023 年小幅提升，但财政支出的扩张更多是由于利息净额和社会保障分项的贡献，财政政策更多发挥稳定器的作用实现托底经济，此前税收减免和贷款减免也逐步到期，到 2025 年基本赤字率预计进一步降低，主动的财政发力逐渐消退。

图表 46：2024 年基本赤字率继续扩大，对经济形成支撑

	占 GDP 百分比				
	1974-2023 平均值	2023	2024	2025	2034
财政收入	17.3%	16.5%	17.2%	17.0%	18.0%
个人所得税	8.0%	8.1%	8.6%	8.6%	9.7%
薪资税	6.0%	6.0%	5.9%	5.8%	5.9%
企业所得税	1.8%	1.6%	1.8%	1.6%	1.2%
其他	1.5%	0.9%	0.8%	0.9%	1.2%
财政支出	21.0%	22.7%	24.2%	23.5%	24.9%
法定支出	11.0%	13.9%	14.7%	13.9%	15.3%
社会保障	4.4%	5.0%	5.1%	5.2%	6.0%
医疗	3.4%	5.8%	5.8%	5.7%	6.8%
其他法定支出	3.2%	3.1%	3.8%	3.0%	2.5%
自主性支出	8.0%	6.4%	6.3%	6.2%	5.5%
国防	4.2%	3.0%	3.0%	3.0%	2.8%
非国防	3.7%	3.4%	3.3%	3.1%	2.7%
净利息支出	2.1%	2.4%	3.1%	3.4%	4.1%
总赤字率	-3.7%	-6.2%	-7.0%	-6.5%	-6.9%
基本赤字率	-1.6%	-3.8%	-3.9%	-3.1%	-2.7%

资料来源：CBO，东证衍生品研究院

总体而言，当前企业盈利的改善主要得益于薪资成本的回落以及定价能力的保持，但这一盈利改善模式的持续性依赖于劳动力市场的韧性和居民部门的需求。目前来看，劳动力市场降温主要由供给侧恢复推动，广泛裁员和缩减用工规模的迹象仍未出现，因此对于居民部门薪资收入的拖累仍然有限，企业利润与居民收入的分配有望保持稳定。从居民部门来看，尽管高通胀和高利率仍在持续打压消费者的消费需求，但是，财政政策持续托底经济，居民收入增速也并未急剧恶化，都使得消费需求仍然具有韧性，随着降息周期的开启，高利率对于居民部门的打压也会逐步减轻，因此，本轮企业盈利改善仍有持续的可能，市场对于盈利增长的预期主要来自于降息对于需求的提振。

图表 47：高频数据显示当前经济仍然具有韧性



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

图表 48：市场预期 2025 年盈利持续改善

	标普500季度EPS	同比增速
2025Q4 E	73.0	14.8%
2025Q3 E	70.8	16.5%
2025Q2 E	68.3	13.6%
2025Q1 E	64.2	14.5%
2024Q4 E	63.6	15.2%
2024Q3 E	60.8	4.6%
2024Q2	60.1	11.8%
2024Q1	56.1	7.0%
2023Q4	55.2	5.2%
2023Q3	58.1	6.1%
2023Q2	53.8	-2.2%
2023Q1	52.4	0.1%
2022Q4	52.5	-4.3%

资料来源：Factset，东证衍生品研究院

4、投资建议

考虑到政策利率的降低向实体经济的传导需要时间，经济逐步放缓仍是大概率事件，市场将针对后续降息节奏以及经济走向持续进行博弈。尽管 9 月利率会议上美联储大幅降息 50bp 同时在会后表态偏鹰，表明其通过前置降息追求软着陆的意愿。9 月利率点阵图显示美联储预计 2024 年内仍有 50bp 降息空间，2025 年降息 100bp，在经济下行压力可控的情况下，每次会议上 50bp 的降息并不能成为基准节奏，但是，当前市场降息预期再度抢跑，预计 11 月仍有可能继续降息 50bp，2024 年内降息 75bp，2025 年继续降息 125bp。与此同时，市场预期 2024Q4 之后企业盈利的持续改善又依赖于降息对居民部门需求的提振，显然与连续两次大幅降息 50bp 以及两年内 250bp 的降息幅度难以自洽。在这个阶段，经济数据的走弱有可能带来阶段性衰退交易的冲击，盈利预期会随之下调，当前抢跑的市场降息预期也仍有修正的空间，影响受益于降息交易的工业、原材料、房地产和金融等板块的表现，美国大选的临近也将压制市场风险偏好，我们预计近期股指仍将维持较高波动率，震荡偏弱。

图表 49：市场降息预期再度抢跑美联储指引

	175-200	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475
2024/11/7								0.0%	0.0%	0.0%	50.3%	49.7%
2024/12/18			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	23.7%	50.0%	26.3%	0.0%
2025/1/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	7.7%	32.3%	42.3%	17.7%	0.0%	0.0%
2025/3/19	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.9%	13.6%	34.7%	36.4%	13.5%	0.0%	0.0%	0.0%
2025/5/7	0.0%	0.0%	0.0%	1.5%	11.3%	30.6%	36.1%	17.9%	2.6%	0.0%	0.0%	0.0%
2025/6/18	0.0%	0.0%	1.0%	8.2%	24.5%	34.3%	23.7%	7.5%	0.8%	0.0%	0.0%	0.0%
2025/7/30	0.0%	0.3%	3.5%	13.8%	27.8%	30.7%	18.1%	5.2%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%
2025/9/17	0.1%	1.1%	5.9%	17.1%	28.5%	27.7%	15.0%	4.1%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%
2025/10/29	0.3%	1.9%	7.8%	19.1%	28.4%	25.5%	13.2%	3.5%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源：CME，东证衍生品研究院

再往后看，当前企业盈利已进入修复区间，仍然具有韧性的劳动力市场和居民部门消费需求都使得当前的盈利修复具有持续的可能，随着降息周期的开启，高利率对经济的负面影响将会逐步减轻，因此，当前我们对美股和美国经济也并不过分悲观。未来降息预期向经济基本面收敛之后，市场交易主线将会更加清晰，届时如果经济数据维持韧性出现企稳迹象，可以适时布局后续经济修复带来的上涨，其中顺周期板块基本面修复弹性相对较强，科技板块则仍需等待行业技术的进一步催化。

5、风险提示

经济下行超预期，企业盈利增长不及预期，美国大选结果超预期。

期货走势评级体系（以收盘价的变动幅度为判断标准）

走势评级	短期（1-3 个月）	中期（3-6 个月）	长期（6-12 个月）
强烈看涨	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上
看涨	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%
看跌	下跌 5-15%	下跌 5-15%	下跌 5-15%
强烈看跌	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上

上海东证期货有限公司

上海东证期货有限公司成立于 2008 年，是一家经中国证券监督管理委员会批准的经营期货业务的综合性公司。东证期货是东方证券股份有限公司全资子公司。公司主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货交易咨询、资产管理、基金销售等业务，拥有上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所、上海国际能源交易中心和广州期货交易所会员资格，是中国金融期货交易所全面结算会员。公司拥有东证润和资本管理有限公司，上海东祺投资管理有限公司和东证期货国际（新加坡）私人有限公司三家全资子公司。

自成立以来，东证期货秉承稳健经营、创新发展的宗旨，坚持以金融科技助力衍生品发展为主线，通过大数据、云计算、人工智能、区块链等金融科技手段打造研究和技术两大核心竞争力，坚持市场化、国际化、集团化发展方向，朝着建设一流衍生品服务商的目标继续前行。

免责声明

本报告由上海东证期货有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本公司已取得期货投资咨询业务资格，投资咨询业务资格：证监许可【2011】1454号。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东证衍生品研究院，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东证衍生品研究院

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 2 号楼 21 楼

联系人：梁爽

电话：8621-63325888-1592

传真：8621-33315862

网址：www.orientfutures.com

Email：research@orientfutures.com