



# 2024年一季度宏观专题报告

## ——美联储降息及国内经济压力点

长安期货有限公司

投资咨询部

汇报人：马舍瑞夫 (Z0015873) 马钰 (F03118886)

2024.3.26

# 目录

CONTENTS



长安期货  
CHANG-AN. FUTURES

1

## 美联储降息与大宗商品

- 降息时点与历史降息周期回顾
- 降息类型与美国经济
- 通胀数据与就业市场
- 降息影响因素与美联储缩表
- 降息与大宗商品表现

2

## 经济目标与核心问题

- 中国经济目标与变化
- 从CPI、PPI结构及变化看准通缩
- 价格指数与中美库存周期
- 地方政府债务化解与城投债





长安期货  
CHANG-AN. FUTURES

# 01



## 美联储降息与大宗商品

忠诚 敬畏 创新 卓越

# 美联储降息与大宗商品-降息时点

- 2024年2月1日，美联储宣布将联邦基金利率目标区间维持在5.25%至5.5%之间不变，联储停止加息后已连续第四次未做调整。市场在本次会议前激进押注美联储最早在3月份开启降息的预期，也随着之后公布的1月份美国CPI及PPI环比上涨达0.3%，均超预期上升而逐渐消退。
- 2月22日，美联储公布2月FOMC会议纪要，会议纪要显示联邦基金利率可能已经达到峰值，但大部分与会官员担心过早降息的风险。多位官员表示过早降息的风险要明显高于将利率继续维持高位。
- 3月1日，美联储公布的半年度货币政策报告称，虽然美国银行业面临的压力已经消退，但金融稳定方面仍存在一些弱点。联储仍高度关注通胀风险，未来数据、前景、风险将引导利率决定，并在报告中重申了其致力于将通胀率恢复到2%的目标水平的承诺。
- 半年度货币政策报告发布当天，美国私募巨头Apollo Management首席经济学家Torsten Slok发布了一篇题为《美联储2024年不会降息》的文章对市场造成扰动，大胆预测美国经济并未放缓，美联储今年可能会保持现状，继续维持利率在高位水平。
- 3月7日美联储主席鲍威尔在半年度国会作证词表示政策利率可能处于本轮紧缩周期的顶部，如果经济发展如预期所料，今年某个时候开始减少政策限制是合适的，但经济前景存在不确定性，通胀能否朝着2%的目标持续取得进展也不确定。
- 3月20日，美联储召开3月FOMC议息会议，联邦基金利率目标区间维持在5.25%-5.5%，符合市场预期。会议上调经济韧性和通胀预测，但维持2024年有三次降息空间的判断，整体态度偏鸽，引起美债收益率回落、美元指数下跌。



# 美联储降息与大宗商品-降息时点

CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES										
MEETING DATE	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/5/1					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	10.9%	89.1%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	7.8%	67.2%	24.9%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.9%	37.3%	46.2%	12.6%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.0%	29.9%	44.3%	20.0%	2.8%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.4%	15.9%	36.8%	32.7%	11.8%	1.4%
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	11.8%	30.8%	33.9%	17.7%	4.4%	0.4%
2025/1/29	0.0%	0.0%	0.5%	6.4%	21.3%	32.3%	25.8%	11.1%	2.4%	0.2%
2025/3/19	0.0%	0.3%	3.8%	14.8%	27.5%	28.6%	17.5%	6.2%	1.2%	0.1%
2025/4/30	0.1%	1.8%	8.6%	20.3%	28.0%	23.8%	12.6%	4.0%	0.7%	0.1%

CME FEDWATCH TOOL - TOTAL PROBABILITIES				
MEETING DATE	DAYS TO MEETING	EASE	NO CHANGE	HIKE
2024/5/1	37	10.90%	89.10%	0.00%
2024/6/12	79	75.05%	24.95%	0.00%
2024/7/31	128	87.43%	12.57%	0.00%
2024/9/18	177	97.23%	2.77%	0.00%
2024/11/7	227	98.55%	1.45%	0.00%
2024/12/18	268	99.59%	0.41%	0.00%
2025/1/29	310	99.79%	0.21%	0.00%
2025/3/19	359	99.91%	0.09%	0.00%
2025/4/30	401	99.95%	0.05%	0.00%

过去的40年来（1983-2023），美联储经历了5次完整的降息周期。在降息的过程中出现了4次实质性衰退，仅有1次（1984年9月-1986年8月）实现了经济软着陆。

本轮加息周期从2022年3月开始，属于预期经济过热及预期高通货膨胀兼有型加息。加息周期开启以来，美国通胀下降幅度远不及市场预期主要由于地缘冲突导致的能源及食品价格波动剧烈，以及服务及房租通胀粘性较强，叠加居民及企业高企的超额储蓄未被消耗完全。

截止24年3月22号，根据芝加哥商品交易所（CME）的美联储观察显示，市场在消化了近期宏观数据及联储官员议会内容后，预期本年度美联储将会进行3次降息，全年降息幅度达75bp。受到美联储主席鲍威尔近期鸽派言论影响，市场更确信联储于6月将开始首次降息，降息概率约为75.05%，并且路径多以非连续性降息为主，在6月降息后，再次降息大概率将在9月议会根据实际经济情况来决定。

结合一季度发布的多项经济数据超预期，驱动美联储将24年经济增速预测从去年12月的1.4%调高到2.1%，对PCE通胀的预测则维持2.4%不变，对核心通胀的预测从调高至2.6%；因此，在联储3次降息的计划下其实对于2%的通胀硬约束是有所放松的，在经济软着陆的现实下，就业市场及补库预期将成为影响后续降息的关键。

# 美联储降息与大宗商品-历史降息周期回顾



长安期货  
CHANG-AN. FUTURES

## 美国历史降息周期回顾

### 第一轮

降息周期为1984.9-1986.8，基准利率从11.5%下调至5.875%。美国GDP增速从1984年2季度开始下降，由1984年1季度的8.58%降到1986年3季度的3.12%。在历时23个月的降息周期中，GDP环比大部分时期保持在2.0%以上，相对实现了经济软着陆，也是唯一一次降息期间没有出现大幅经济衰退，并且标普最大涨幅大71.28%。

### 第二轮

降息周期为1989.6-1994.2，基准利率从9.8125%降至3.0%。美国GDP增速先下降后上升，并且1990年7月到1991年3月之间层出现三个季度的经济衰退，GDP环比从1990Q1的4.4%回落至1990Q4的-3.6%。经过17次调整，此次降息周期CPI从5.2%降至2.5%，失业率从5.3%先升至高点7.8%，再降至6.6%，此轮收缩使经济增长明显放缓，期间油价上涨和1990年第一次海湾战争严重影响了经济活动。

### 第三轮

降息周期为1995.7-1996.1，基准利率从6%下调至5.52%；以及1998.9-1998.11，基准利率从5.5%下调至4.75%。历经15个月降息周期中美国GDP增速下滑，同比增速在1995年二季度下滑至2.4%，经济层面进入一轮小的下行周期。直到亚洲金融危机打乱了美联储原本的政策路径，货币政策重心由通胀转为应对外部冲击，打乱了原本的加息路径，出现了特殊的降息中穿插加息的情况。亚洲金融危机的影响消退后，美联储方才于1999年6月再次重启加息。

### 第四轮

降息周期为2001.1-2003.6，基准利率从6.5%降至1.0%。亚洲金融危机后，2000年9月开始因互联网泡沫破裂、911事件以及华尔街会计作假丑闻而导致美国经济衰退。期间GDP环比从2000Q2的7.5%回落至2001Q3的-1.7%。在此期间美国PMI经历了从荣枯线以下反弹后再次回落的过程。本次利率水平降为1958年来最低水平，也催生了由房地产业蓬勃发展引来的繁荣局面。

### 第五轮

降息周期为2007.9-2008.12，基准利率从5.25%下调至0.25%。2008年次贷危机引发全球金融市场风暴，近50年最严重的一次经济危机，期间美国投行雷曼兄弟倒闭，美联储7次降息，次贷危机沉重打击美国房地产行业，GDP从2007Q4的2.5%跌至2008Q4的-8.4%。同时美联储大规模购买美国国债、抵押贷款支持证券等非常规货币政策工具，刺激经济并向市场注入流动性，开启了历史性的量化宽松政策。

### 第六轮

降息周期为2019.8-2020.3，基准利率从2.5%降至0.25%。由于突发的新冠疫情，导致经济活动急剧萎缩。ISM制造业与非制造业PMI分别于2020年4月下降至41.5与41.8；同期失业率飙升到14.8%。这是2008年国际金融危机以来美联储首次采取的非常规紧急降息，同时启动7000亿美元量化宽松计划。与之前不同，美国其实面临的是新冠肺炎疫情引发的公共卫生危机和潜在经济衰退风险。



# 美联储降息与大宗商品-降息类型

表 1 美联储历次降息背景

首次降息时间	失业率	核心 CPI 同比	降息背景	经济衰退起始时间	降息类型
1984. 9	7. 3%	5. 1%	通胀稳定, 预防衰退	未衰退	预防式
1989. 6	5. 3%	4. 5%	通胀稳定, 预防衰退	1990. 8	预防式
1995. 7	5. 7	3. 0%	通胀稳定, 预防衰退	未衰退	预防式
2001. 1	4. 2%	2. 6%	互联网泡沫危机	2001. 4	纾困式
2007. 9	4. 7%	2. 1%	次贷危机	2008. 1	纾困式
2019. 8	3. 7%	2. 4%	通胀稳定, 预防衰退	2020. 3	预防式

资料来源：美联储，美国劳工部，作者整理。

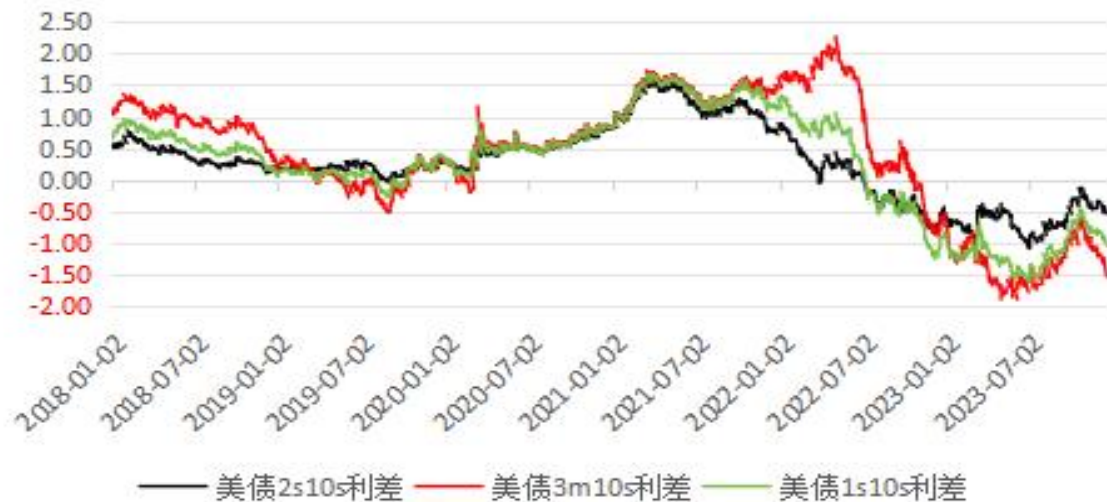
注释：本文没有考虑美联储在 1987 年 11 月和 1998 年 9 月的暂时性降息。

数据来源：社科院世界政经研究所 长安期货

当前市场根据美联储降息开始时的经济情况、美联储降息的目标，主要将美联储降息类型分为**预防式降息**及**纾困式降息**。预防式降息通常对应经济整体维持韧性但出现边际下行，美联储根据宏观数据预期进行的主观调整，目的为提振信心与促进投资；纾困式降息更多对应经济已出现明显衰退、金融风险事件增加，导致联储为稳定金融市场及应对经济衰退而做出的调整。在过去的六轮货币政策周期中，美联储4次是预防式降息，2次是纾困式降息。前三轮预防式降息的主要背景是通胀比较稳定，失业率也处于阶段性低位，但存在潜在的经济衰退风险。美联储之后两次纾困式降息中虽然经济还未陷入衰退，但金融风险已充分暴露，经济衰退风险也逐渐显现。综合判断6月加息将会属于基于经济软着陆的预防式降息，叠加美联储缩表进程将持续到年底，因此，预计降息对各类资产的影响将会延后且当前经济韧性强于预期。

通常**10Y美债利率**回落一般先于实际降息开始，但是降息区间中**10Y美债利率**的下行更具确定性。无论是预防式降息还是纾困式降息，均引导长端美债收益率下行，当美联储决定开始降息，通常是美国经济已经出现疲软迹象或面临衰退风险。因此，综合市场对未来美国经济的预期，**3月、1年及2年期**收益率曲线与**10年**国债利差倒挂的持续缓解，可视为美国经济出现快速衰退或硬着陆的风险在不断降低。

美债利差走势



数据来源：Wind 长安期货

# 美联储降息与大宗商品-美国经济



长安期货  
CHANG-AN. FUTURES

美联储一般在看到宏观经济数据出现转差时才开始降息，之所以降息，一般是因为通胀得到了一定程度的控制叠加劳力市场恶化、经济衰退预期等诸多因素影响，进而传导到居民部门的收入、消费支出同步减少，以及特殊政治或金融事件的影响，最终导致GDP折年率连续出现负增长，造成经济实质性衰退而进行的调控。

现代主流经济学理论确定的全要素生产率仍为经济增长的主要驱动，从人口、投资、技术水平的宏观维度去看，美国经济虽面临严峻阻碍，但仍处于稳定增长趋势中，经济周期的正常波动并未造成其经济增长出现中枢下移的情况，因此我们需要更加客观的去分析美国经济增长对降息的影响。

对经济增长的基础判定通常是连续两个季度GDP处于负增长的区间，那么就预示经济可能陷入衰退。2023年，美国的GDP达到了27.37万亿美元，同比增长了2.5%。这一增长率在从一季度开始表现出逐季加速的趋势，2023年第一季度美国GDP增长了2.11%，二季度增长了2.48%，三季度增长了2.84%，而四季度则实现了3.10%的增长，其中个人消费中的服务消费仍为最大拉动项，投资方面住宅投资和私人存货同时走弱，净出口则转为对经济增长出现正向拉动。

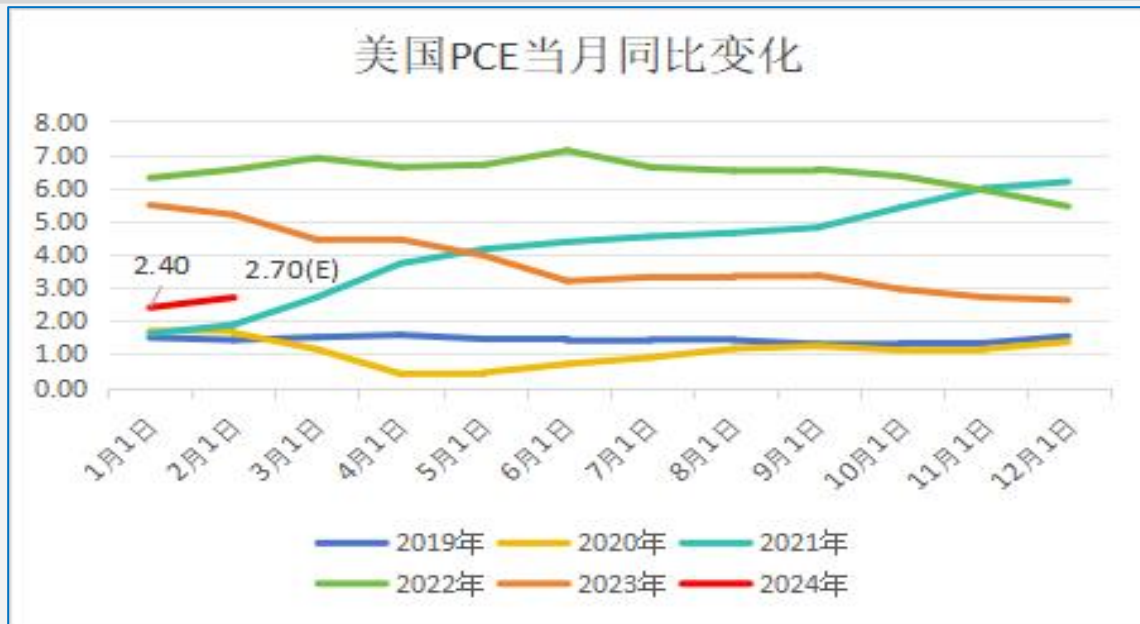
尽管IMF在1月《世界经济展望》中将美国2024年经济增长从1.6%上调至2.1%，但联合国分析报告对其预测仅为1.4%，因此，市场对美国经济增长的不确定性不仅是影响今年全球经济衰退速度的关键，也是降息能否按时落地的关键，美国房地产周期的开启或需将带来较为长期的支撑。



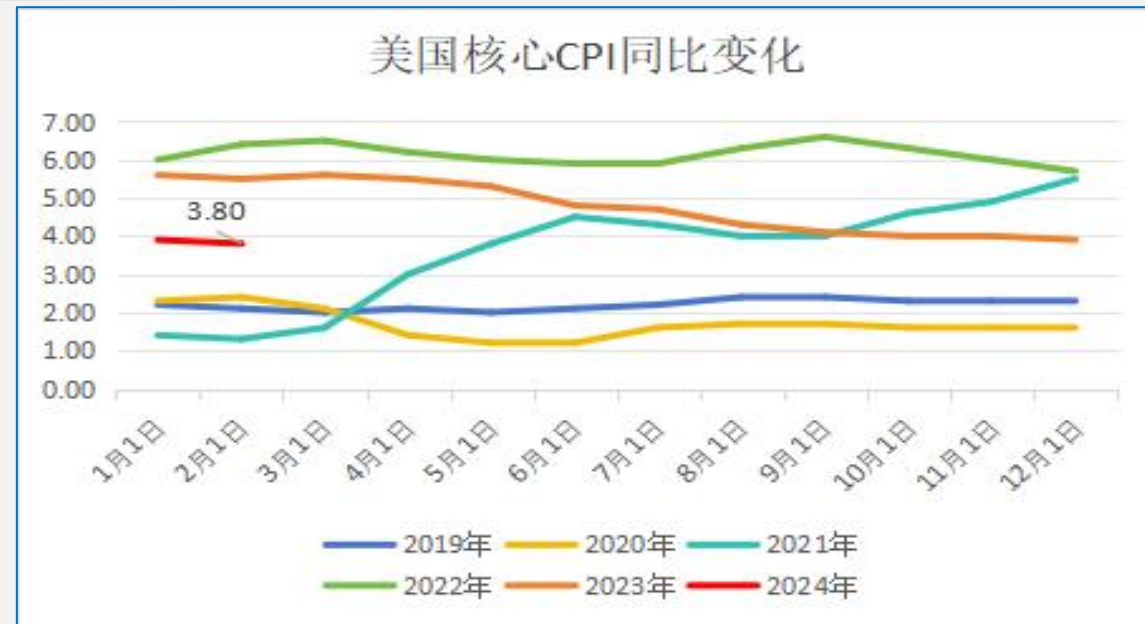
数据来源: Wind 长安期货



# 美联储降息与大宗商品-通胀数据



数据来源: Wind 长安期货

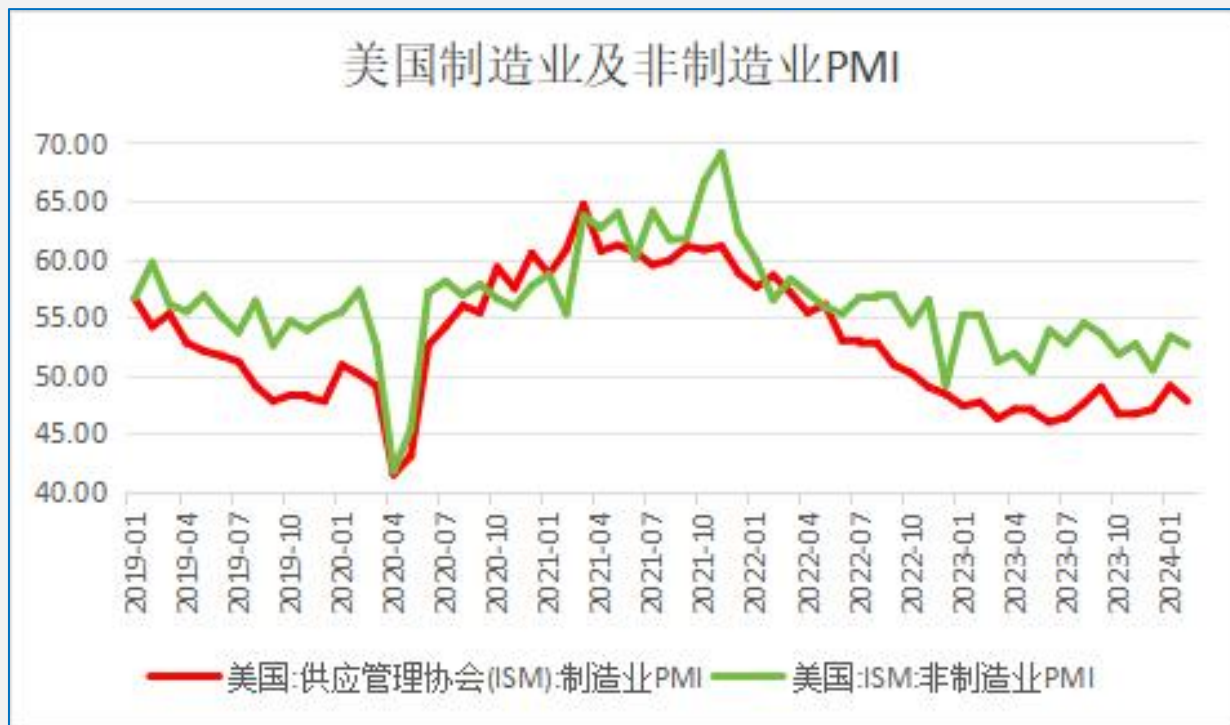


数据来源: Wind 长安期货

通常PCE数据更为接近美国的真实通胀率,因此,3月29日即将公布的2月PCE通胀数据,其实才是验证通胀数据是否为季节性因素影响下的异常值。去掉食品和能源两项的核心PCE被作为美联储的货币政策目标,虽然两者趋势基本一致,但由于CPI公布更早,因此也被市场高度关注。PCE统计全美居民服务和商品价格变化,其中服务占比较大,商品则分为非耐用品和耐用品,以非耐用品为主。

自2023年6月开始,美国CPI同比变化维持在3.5%以下反复震荡,最新公布的一月PCE同比降至2.4%,但2月预测值则环比增长0.3%,仍然显示出高息环境对通胀控制的效果及必要性。同期核心CPI维持下降趋势,二月数据也达到21年下半年来最低增长,出现持续改善。可以发现,目前能源及食品仍然是造成通胀反弹的关键因素之一,由于中东及俄乌冲突的不确定性、OPEC+延长的减产计划以及极端天气与运输受阻造成的食品产量及供应链问题,都将极大提升过早降息的风险。从核心通胀角度来看,商品与服务通胀的背离,不仅是美国本土经济与非美经济间的差异,也是通胀韧性和关键所在。联储对美国通胀数据担忧的原因之一是住房价格的超预期反弹,一月住房价格环比增0.6%,租金价格黏性再次出现。另外医疗保健行业作为核心服务第二大项,在较高的职位空缺率叠加继续增加的医保行业留存盈余下,短期将保持较高增速。商品通胀收缩则主要由于充足的新车库存造成二手车价格大幅下降,但未来预计将会进入相对稳定区间,对通常继续改善难有更大贡献空间。

# 美联储降息与大宗商品-通胀数据



数据来源: Wind 长安期货

PMI 对国家经济活动的监测、预测和预警具有重要作用。PMI通常包括制造业和非制造业领域，分别反映两部分总体变化趋势，及企业经营活动多个方面的运行情况，取值范围在0到100%之间，50%为扩张与收缩的临界点。

美国2月制造业的扩张速度快于服务业，且2023年10月以来制造业连续出现改进，政府财政扩张及产业链重新布局使美国生产企业正在摆脱长期低迷的状态。其中服务业活跃度回升，建筑业季节性回落，非制造业PMI2月份服务业新订单指数升至55.0。

制造业方面则受需求改善带动，新订单指数比前值回升5.5个百分点至52.5%，新出口订单回升0.5个百分点至50.4%。从供给端来看，生产活动加快，生产PMI指数环比上升1%。PMI进出口走势则出现背离，1月新出口订单指数回调至45.2%，进口指数提升至50.1%。库存指标仍处于偏低位置，自有库存于2024年1月反弹至46.2，订单库存相较于去年年底小幅回调至44.7。就业方面则变化不大，制造业PMI就业数据下降0.4个百分点至47.1；非制造业PMI就业数据上升6.3个底至50.5。

总体来看，美国制造业及非制造业景气度维持逐步改善，需求呈现加快修复格局，叠加美国大选及美联储降息预期下，经济景气度逐步体现出经济软着陆的落实。

# 美联储降息与大宗商品-就业市场



数据来源: Wind 长安期货

失业率目标作为美联储调控通胀的主要目标之一,也是当前印证美国经济是否软着陆的关键,回顾历史数据,通常失业率作为先行指标会在经济出现衰退初期出现快速上行,当前虽然新增就业人数自23年开始出现较大波动,但失业率水平始终稳定在合理区间,当前仍无法断定美国经济衰退开始加速,因此,6月降息的落地还需关注二季度失业率数据的变化。

2月非农就业人口增**27.5**万人,高于市场预期的**20**万人;ADP就业人数则增加了**14**万人,仍低于市场预期的**15**万人。分行业看服务业仍为主要贡献项,究其原因可以发现,除了假期等季节性因素外,降息预期带来了科技及部分服务业就业开始回暖。从结构来看,全职就业者人数在下降,而兼职就业者的人数在增加,由于非法移民的持续大量涌入,大幅拉高了企业口径的新增就业数据,为非农数据提供了一定的支撑。

从非农平均时薪来看,自去年四季度开始出现持续的抬升,二月数据维持同比增长**4.28%**范围,接近疫情下经济衰退时期的水平,所以美国就业市场强劲的可持续性仍存分歧。当然排除2月天气因素的影响,部分行业每周工时的明显下降而导致的时薪增长,劳动力市场韧性还需观察,但供需不平衡的情况出现逐步缓解。



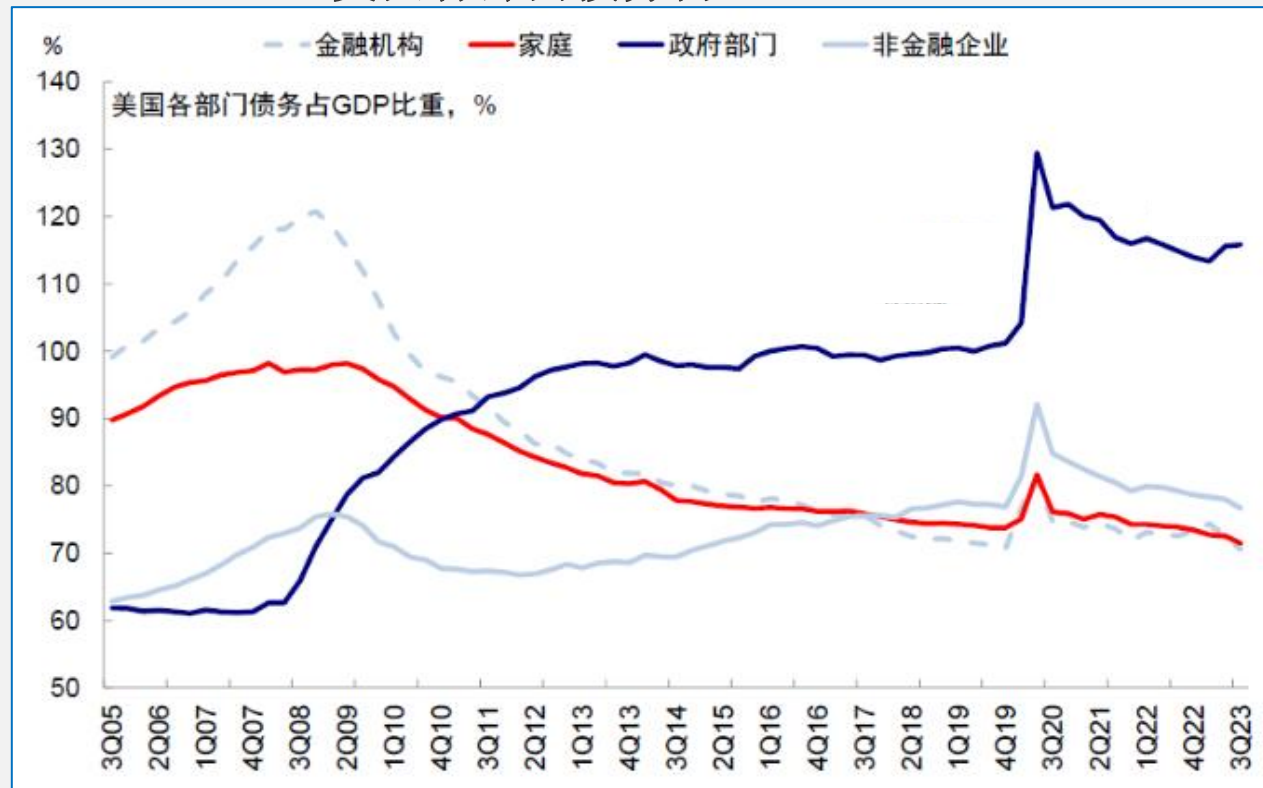
# 美联储降息与大宗商品-降息影响因素

从金融稳定的角度来看，自疫情以来，美国三大财政法案的出台大幅提升对居民部门的转移支付以及对企业的补贴力度，叠加美国居民房屋贷款利率基本使用固定利率，因此，在高息环境下美国各部门付息压力最大的还是政府端，并且大选之年收缩财政支出是大概率事件，在当前维持缩表计划下市场流动性也会持续的减少。

在3月5日，曾接管签名银行的纽约社区银行(NYCB)股价大幅下跌，背后直接原因为其商业房地产贷款损失披露后投资者丧失信心，根本原因还是加息导致企业运营成本增加，压缩了用于房产租赁的资金，并且阻碍了银行为高风险商业房地产贷款的一系列连锁问题。

同样在2024年有大量政府债务到期，这些高息债务能否获得再融资、以及再融资的成本能否承受都是未知，在高息环境下不排除会发生大范围的债务违约事件，在非金融机构利润下降，杠杆水平普遍比较高的情况下，可能会导致不止房地产企业出现财务压力和违约并且传增大居民部门的压力，进一步使风险敞口较大的金融机构承受更大损失。如果商业地产持续恶化或者企业破产加速，美国商业银行可能再次爆发危机，美联储也不得不从金融稳定性角度去相对提前降息的落地。

## 美国各部门债务占GDP比重



数据来源: Wind 长安期货

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/778007127044006051>