



国信期货宏观专题研究

宏观

美联储开启降息周期 内在逻辑和积极信号

2024年9月19日

国信期货交易咨询业务资格 ● 主要结论  
证监许可【2012】116号

国信期货宏观金融团队

分析师：夏豪杰  
从业资格号：F0275768  
投资咨询号：Z0003021  
电话：0755-23510053  
邮箱：15051@guosen.com.cn

分析师助理：张俊峰  
从业资格号：F03115138  
电话：021-55007766-305163  
邮箱：15721@guosen.com.cn

分析师：朱铭晗  
从业资格号：F03111477  
投资咨询号：Z0020376  
电话：021-55007766-305167  
邮箱：15696@guosen.com.cn

独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

当地时间9月18日，北京时间9月19日凌晨，美联储发布利率决议声明，美国联邦基金目标利率区间为4.75%至5.00%，即降息50个基点，这是美联储在维持高利率不变长达14个月之后的首次降息。美联储2024年内还有2次议息会议，利率决议的发表时间分别为北京时间11月8日和12月19日。

美联储首次降息50个基点，关于此次降息幅度，是否标志着美国经济的衰退？或者说，参照过往，美联储大幅降息是否带来美国经济的衰退？应该说以上疑问正是美联储9月大幅降息后，市场的部分恐慌。与2000年以来的3个降息周期的开启不同，本次降息开启主要在于各项经济指标已经符合降息条件。更重要的是，我们认为美联储此次降息50个基点更多地是向市场传达宽松政策的决心，并以此继续推行“缩表”进程。或者说，我们与其要关注美国经济的衰退，不如去关注美联储“缩表”所带来的流动性降低的影响。

美国经济总体相对稳定，GDP已经恢复至新冠疫情前的水平。当然，美联储此前执行的高利率紧缩政策对经济起到抑制作用，劳动力市场不再强劲，物价水平逐步走低，这两类关键指标也正是美联储9月开启降息的重要原因。但是，综合来看，目前并未有较为明确的信号表明，美国经济已经步入衰退，或者说，美联储降息幅度较大或是起到预防性作用。当然，由于降息这项宽松政策的滞后效应，政策效果起效或有延后，随着时间推移，以上各项美国经济的核心指标，或将继续走弱。

美联储开启降息周期，对于中国经济来说，利大于弊。解决中国经济当前遇到的结构性问题，首先要从内部发力。但是，诸如美联储降息这类积极的外部因素也不容忽视。由于中美名义利差与在岸美元兑人民币走势基本一致，因此，美联储降息有利于人民币升值。短期内，或震荡偏强，有可能挑战7.0关口，中枢7.05。从出口规模来看，今年出口补缺口的成效显著，因此，虽然人民币相对升值，但是，由于去年基数较低，并不会阻碍出口的趋势性回升。结合当前国内股票市场估值较低以及债券市场仍有上行空间，对此，与日元的套息交易相类似，部分国际投资者开始关注人民币的套息交易机会，进而为中国资本市场带来增量投资资金。随着中美名义利差的收窄，部分外资的流入，以及部分国内出口商结汇规模的增大，有望带动国内各类市场交易活动，促进物价水平的回升。



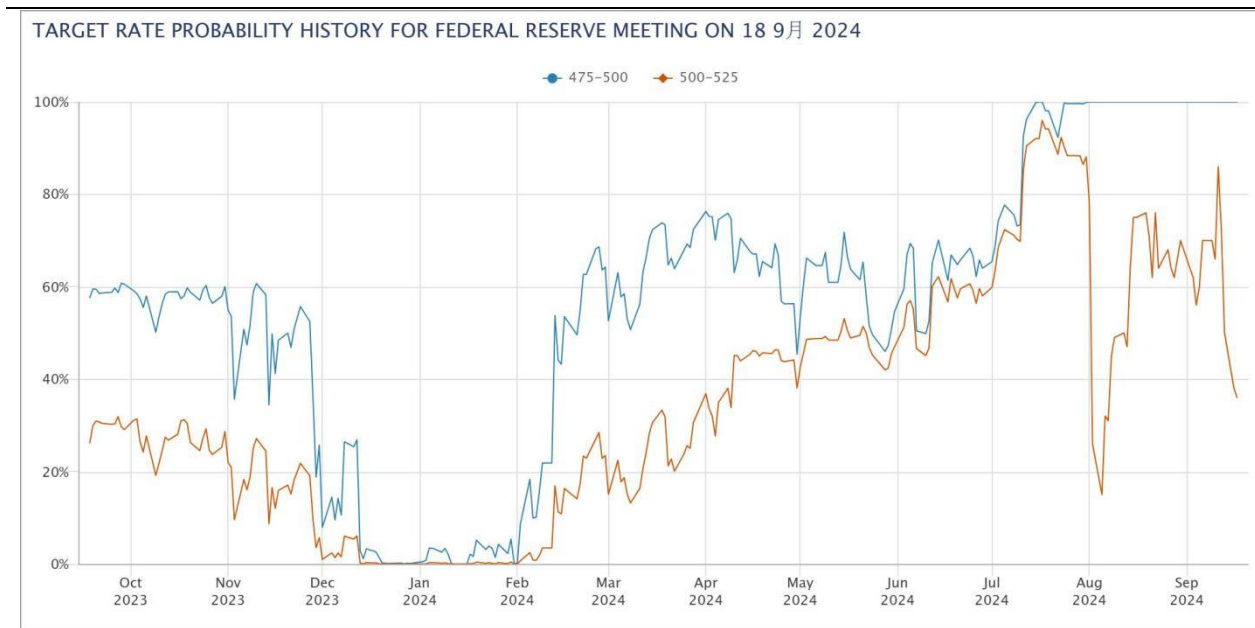
当地时间9月18日，北京时间9月19日凌晨，美联储发布利率决议声明，美国联邦基金目标利率区间为4.75%至5.00%，即降息50个基点，这是美联储在维持高利率不变长达14个月（自2023年7月）之后的首次降息。美联储2024年内还有2次议息会议，利率决议的发表时间分别为北京时间11月8日和12月19日。

综合来说，美联储此次降息符合预期，但是降息幅度略超我们此前的预期。当然，根据CME利率期货显示，截至当地时间9月17日，市场关于美联储降息50个基点的概率高达64%。

## 一、美联储降息的决策逻辑

虽然美联储本次降息操作符合市场预期，但是关于降息幅度，仍然有不同声音。或者说，美联储降息50个基点的决策逻辑是什么？除了市场关注的美国经济衰退的担忧，我们认为美联储此次降息50个基点更多的是向市场传达宽松政策的决心，并以此继续推行“缩表”进程。或者说，我们与其要关注美国经济的衰退，不如去关注美联储“缩表”所带来的流动性降低的影响。

图1：市场关于美联储9月降息幅度的预期



数据来源：CME 国信期货

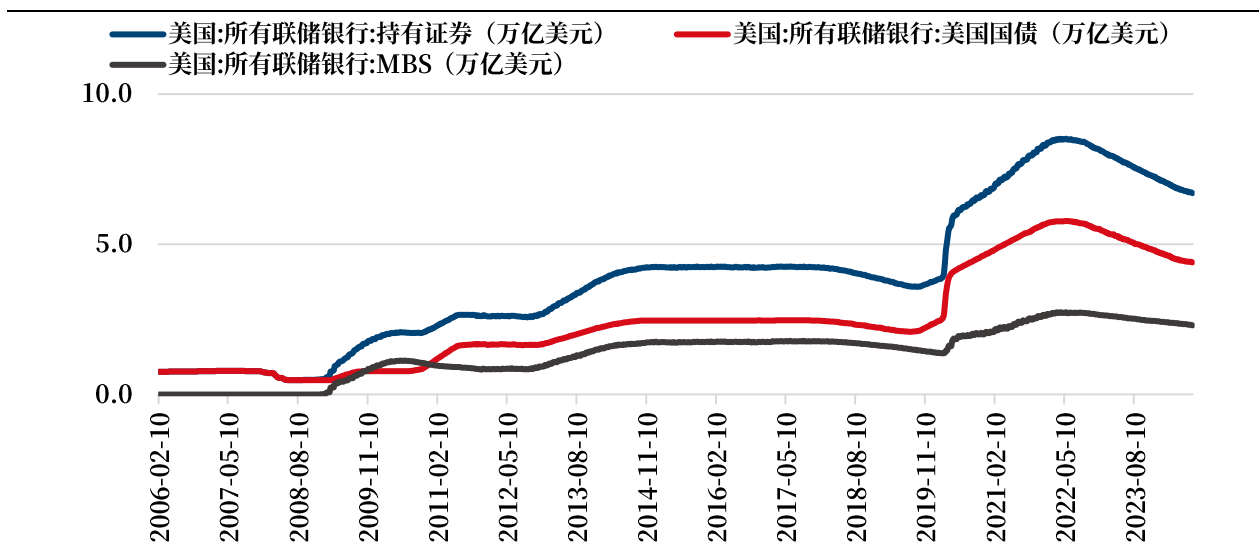
**第一，在坚守立场和倾听市场之间，美联储选择了后者。**美联储作为美国的中央银行，或者说，美联储作为发挥美国中央银行职能的机构，虽然其组成成员为美国商业银行，但是从其历史上的货币政策操作来看，其政策立场仍然相对中立，倾向于根据美国经济和全球经济形势做出货币政策安排。当然，美联储也不乏对市场关切的回应，进而更有利于后期对市场进行预期管理。另一方面，市场会加大美联储降息的“赌注”，尤其是部分交易员，以此来获得更大的收益。那么市场关于美联储本次降息幅度，是从哪个时间点发生重大变化的？我们以CME利率期货关于美联储降息幅度的概率经济观察。当地时间9月11日，市场关于降息25个基点的概率还高达86.0%。同样是9月11日，在美国8月CPI数据发布后，市场关于降息25个基点的概率逐渐降低。至9月13日，市场关于降息幅度，在25个基点和50个基点的概率分别为50%对50%。在度过一个周末后的本周一，也就是9月16日，市场关于降息50个基点的概率已经高达62.0%。在此过程中，除了美国物价数据的发布之外，关键是市场在博弈降息幅度。对此，如果说除了市场的冒进“赌注”以及美联储的配合之外，8月CPI的降幅似乎也超预期。具体来说，8月CPI为上涨2.5%，



7月为上涨2.9%，此前均在上涨3.0%及以上；因此，8月CPI同比增速收窄了0.4个百分点，再结合8月新增非农仅为14.2万人和7月下修至8.9万人，进一步增大了市场下“赌注”的决心。

**第二，在防止恐慌和传导决心之间，美联储选择了后者。**关于美联储降息幅度的讨论，尤其是对首次降息幅度，计价25个基点的一大原因就是，首次降息幅度过大或引发市场关于美国经济前景的担忧，可能引发部分恐慌情绪。应该说，关于政策力度的把握，尤其是货币政策，与其说是技术问题，更多地也反映出部分“艺术”。也就是说，政策力度的把握，是基于部分经济基本面的客观数据，也基于政策决策者的主观偏好和经验，尤其是政策本身所蕴含的政策导向。那么，本次美联储降息幅度的操作，实际上体现的便是美联储希望向市场传递宽松周期的开启。也就是说，在降息幅度的计价方面，美联储相对忽视了潜在的恐慌情绪，更偏向于传导宽松信号。

图2：美联储扩表和缩表

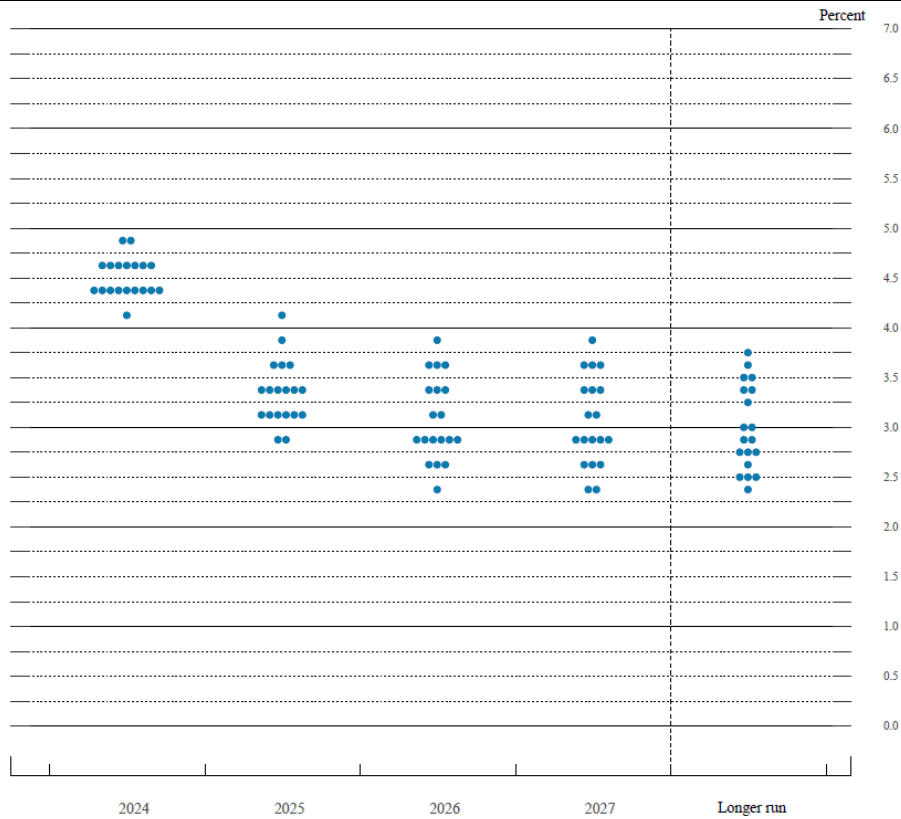


数据来源: wind 国信期货

**第三，在数量型和价格型货币政策之间，美联储选择了以后者促进前者。**实际上，关于美联储降息，另外一项重要政策，即美联储的“缩表”操作。美联储为了应对新冠疫情的冲击，2020年3月06日至4月17日，在一个月左右的时间，美联储购买美国国债1.39万亿美元；购买MBS达0.25万亿美元；合计“扩表”1.64万亿美元。2020年3月6日至2022年4月15日的2年时间内，美联储持有债券由3.9万亿美元增长至8.5万亿美元，“扩表”4.6万亿美元。在此之后，美国经济相对企稳，美联储开启“缩表”。至2024年5月，美联储降低了每月的“缩表”规模，实际正是反映出美联储对“缩表”抽回流动性的担忧。但是，美联储量化宽松政策是为应对重大冲击的非常规性货币政策，因此，在经济企稳后，该项政策必须逐步收回。因此，在2024年5月降低“缩表”规模后，本次9月议息决议并未调整“缩表”规模。也就是说，美联储在“缩表”（相对紧缩政策，数量型货币政策）和降息（相对宽松政策，价格型货币政策）之间作为配合，或者说，美联储为了继续配，采取了相对较大的降息幅度。



图 3：美联储利率点阵图



数据来源：美联储 国信期货

**第四，美联储未来利率路径。**从本次议息决议发布的点阵图来看，2024 年内，美国联邦基金目标利率上界或下降至 4.5%，即年内仅剩 25 个基点的降幅空间；至 2025 年底，上界或降至 3.25%。市场预期方面，根据 CME 利率期货显示，2024 年内，市场预期利率上界或降至 4.25%，即 2024 年内还有 50 个基点的降幅空间；至 2025 年 10 月利率上界或降至 3.25%。总体来说，市场预期的降息幅度大于美联储点阵图所反映的信息。

图 4：市场关于美联储降息路径的预期

CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES												
MEETING DATE	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%	31.7%	68.3%
2024/12/18			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	13.9%	47.7%	38.4%	0.0%
2025/1/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.5%	24.9%	44.7%	25.9%	0.0%	0.0%
2025/3/19	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.1%	9.4%	29.6%	40.2%	19.7%	0.0%	0.0%	0.0%
2025/5/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	8.3%	26.9%	38.8%	22.5%	2.7%	0.0%	0.0%	0.0%
2025/6/18	0.0%	0.0%	0.6%	5.8%	20.6%	34.8%	27.9%	9.3%	0.9%	0.0%	0.0%	0.0%
2025/7/30	0.0%	0.2%	2.5%	11.2%	25.7%	32.3%	21.2%	6.3%	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%
2025/9/17	0.1%	0.8%	4.7%	14.8%	27.4%	29.5%	17.5%	4.8%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%
2025/10/29	0.2%	1.4%	6.2%	16.7%	27.7%	27.7%	15.6%	4.2%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%

数据来源：CME 国信期货



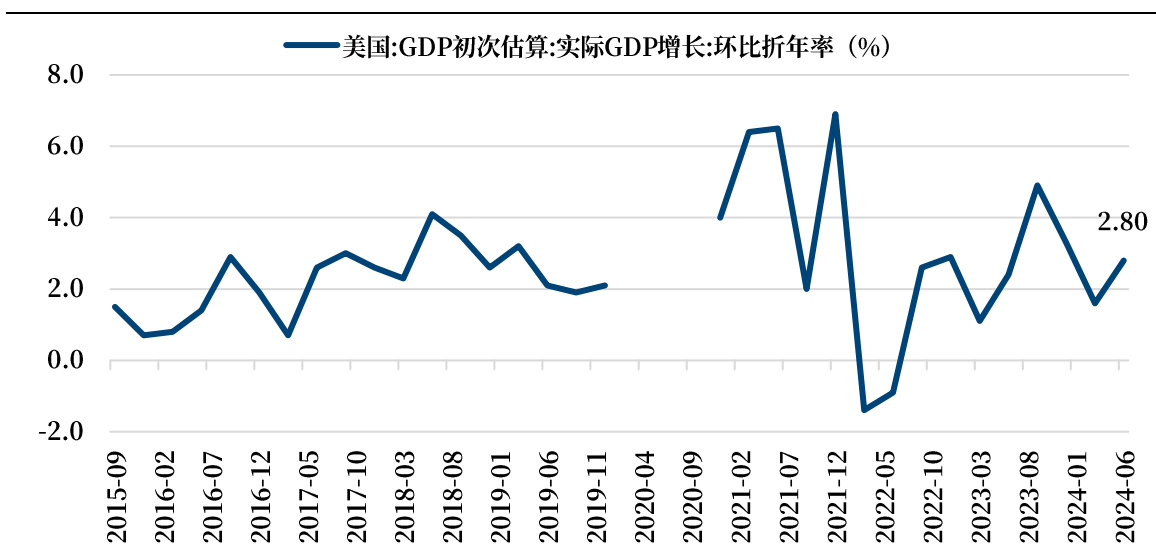
## 二、美联储降息反映出的美国经济

目前关于美联储降息幅度的理解，最为直接的便是，美联储此次降息幅度较大，或暗含了美国经济衰退的信号。我们认为这样的理解不够全面，目前并没有充分的迹象表明美国经济将陷入“软着陆”抑或是“硬着陆”。

### （一）当前美国经济基本面

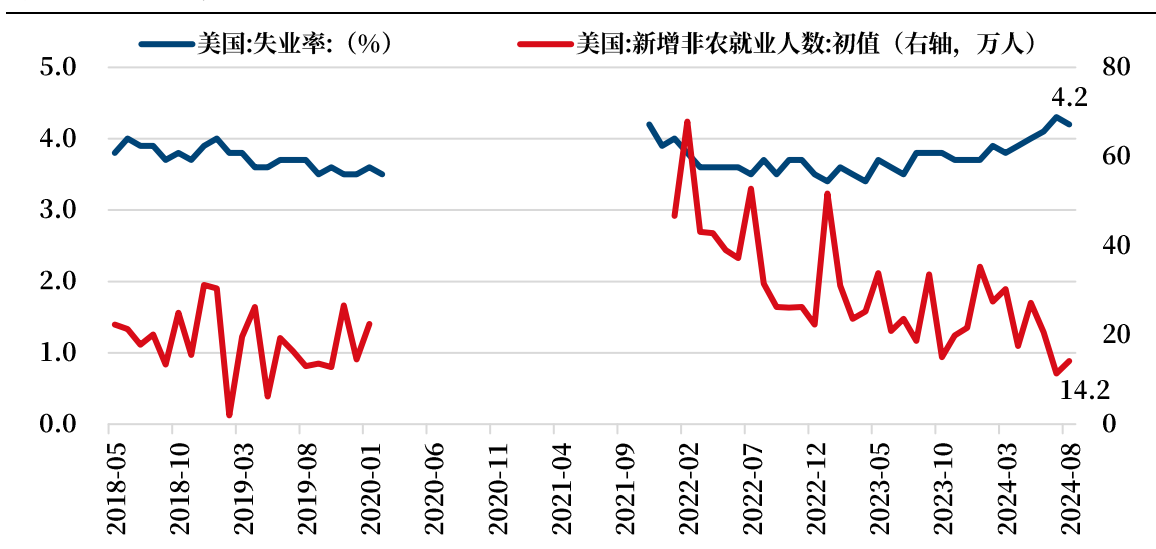
**美国 GDP 相对稳固。**美国 2024 年二季度实际 GDP 环比折年率为 2.8%，该增速已经达到 2020 年前的水平，反映出美国经济总体相对稳定。

图 5：美国 GDP



数据来源：wind 国信期货

图 6：美国劳动力市场



数据来源：wind 国信期货

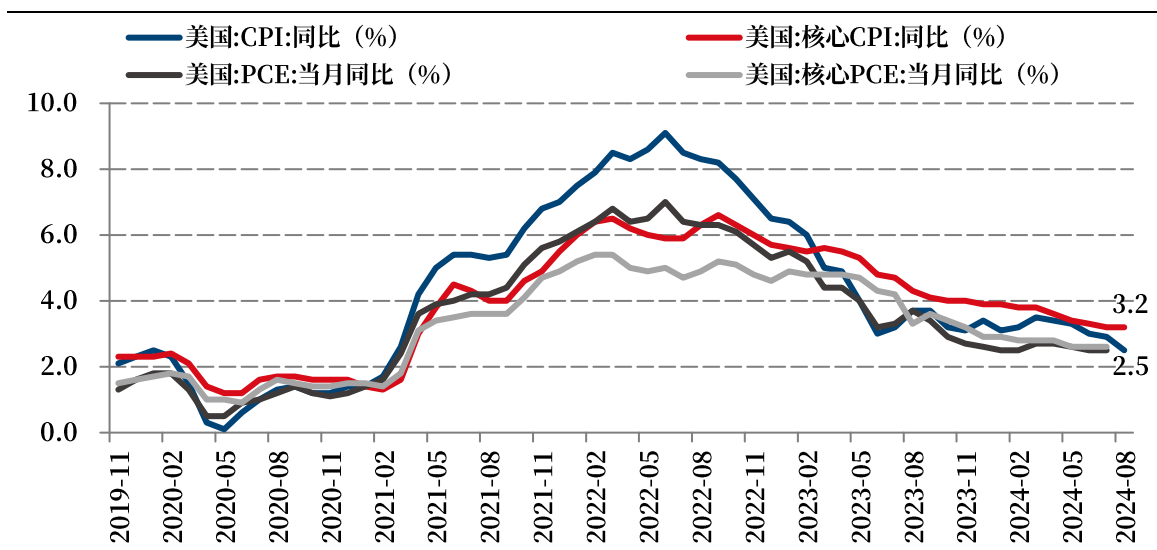




**美国劳动力市场不再强劲。**根据美国劳工部数据，8月失业率为4.2%，较7月的4.3%回落0.1个百分点；8月新增非农就业人口14.2万人，7月的11.4万人下修至8.9万人。相比于2023年多次单月新增非农就业人口达到30万人的情况，今年的新增非农就业人口总体下行，尤其是7月的修订值已经不足10万人。更重要的是，失业率相对走高，连续3个月高于4.0%。

**美国物价水平逐步走低。**根据美国劳工部数据，美国8月CPI同比为2.5%，前值为2.9%，为2021年3月以来的新低；美国8月核心CPI同比为3.2%，前值为3.2%。9月12日，美国8月PPI同比为1.7%，前值为2.1%。美国8月CPI同比和PPI同比均继续下行，已经完全符合美联储9月降息条件。当然，8月核心CPI同比仍然维持在3.0%以上，显示出核心通胀指标具有一定粘性。

图7：美国物价水平



数据来源：wind 国信期货

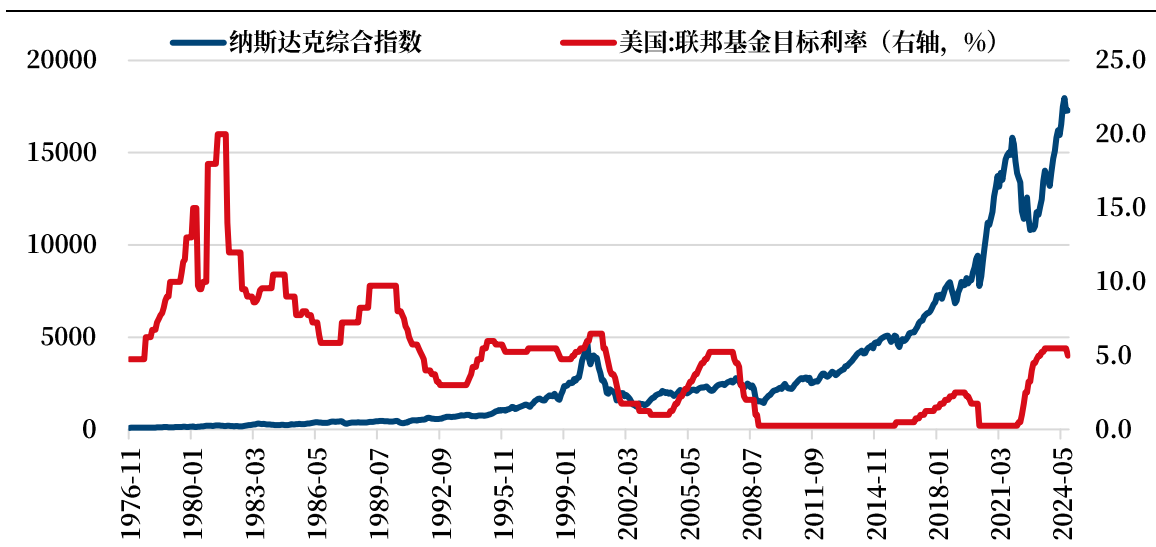
综合来看，美国经济总体相对稳定，GDP已经回复至新冠疫情前的水平。当然，美联储此前执行的高利率紧缩政策对经济起到抑制作用，劳动力市场不再强劲，物价水平逐步走低，这两类关键指标也正是美联储9月开启降息的重要原因。但是，综合来看，目前并未有较为明确的信号表明，美国经济已经步入衰退，或者说，美联储降息幅度较大或是起到预防性作用。当然，由于降息这项宽松政策的滞后效应，政策效果起效或有延后，随着时间推移，以上各项美国经济的核心指标，或将继续走弱。

## （二）自2001年以来的3个降息周期

第一，2001年1月，美联储在执行了8个月的高利率后，进入降息周期，首次降息50个基点；2001年1月底再紧急降息50个基点。由最高的6.5%，在1年内逐步降至1.75%；此后的2002年11月再度降息50个基点，在半年内逐步降至1.0%，并维持1.0%长达1年，至2004年6月。2001年开启的降息周期，关键因素是当时美国互联网泡沫的破裂，2000年3月10日，纳斯达克综合指数达到历史高点的5048点，之后逐步下行。



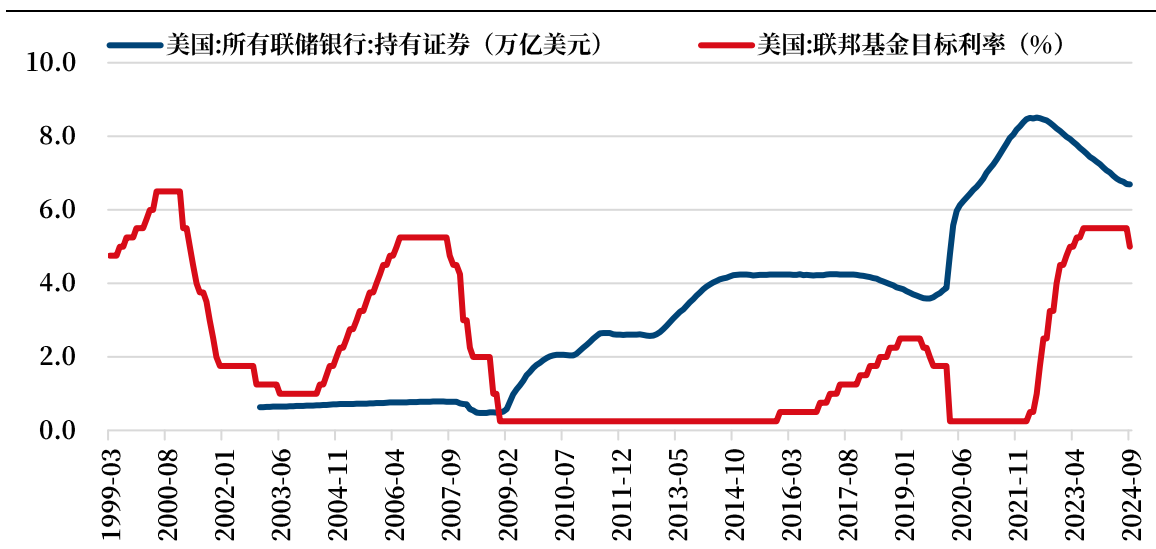
图 8：美国纳斯达克综合指数



数据来源：wind 国信期货

第二，2007 年 9 月，美联储在执行了 15 个月的高利率后，进入降息周期，首次降息 50 个基点。由最高的 5.25%，在 16 个月内逐步降至 0.25%，并持续低利率长达 7 年至 2015 年底。2007 年开启的降息，根源在于，当时美国金融衍生品的相对泛滥，对底层资产的审核不够严格，在问题暴露后，形成的对底层资产和衍生品资产估值的不确定性，进而产生次贷危机。

图 9：美国联邦基金目标利率和美联储持有证券



数据来源：wind 国信期货

第三，2019 年 7 月，美联储在执行了 7 个月的高利率后，进入降息周期，首次降息 25 个基点；此后的 2020 年 3 月初降息 50 个基点，3 月中旬再紧急降息 100 个基点至 0.25%，并持续低利率长达 2 年，至 2022 年 3 月。2019 年开启的降息周期，触发点在于国际贸易摩擦引发的对美国经济下行的担忧，至 2020 年初全球新冠疫情的暴发加大了货币政策的力度。

第四，2024 年 9 月，美联储在执行了长达 14 个月的高利率后，开始降息，首次降息 50 个基点。关于美联储此次降息幅度，是否标志着美国经济的衰退？或者说，参照过往，美联储大幅降息是否带来的美国



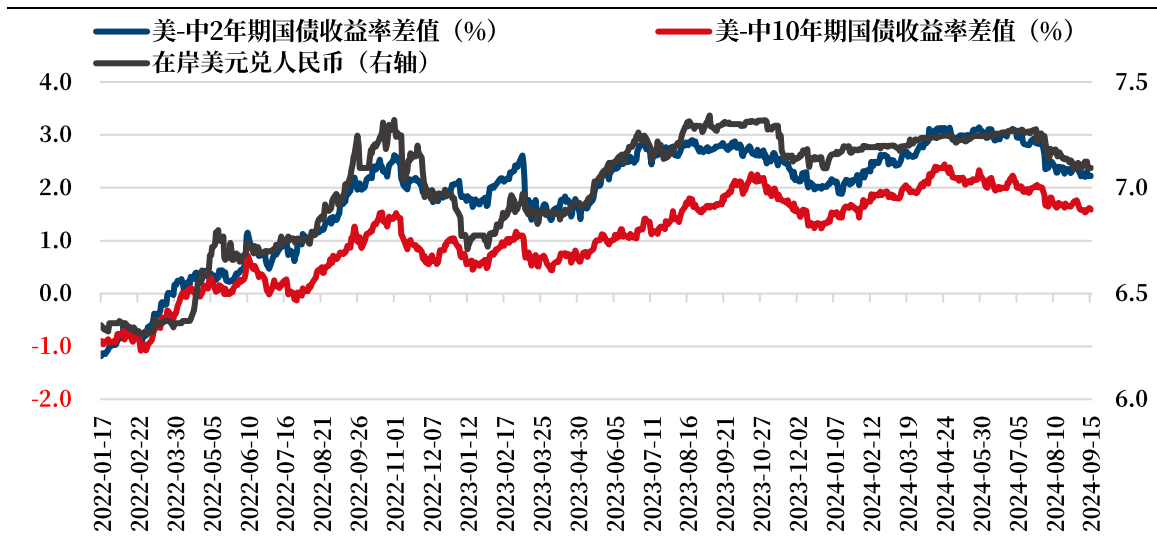
经济的衰退？应该说以上疑问正是美联储9月大幅降息后，市场的部分恐慌。应该说，与前3个降息周期的开启不同，本次降息开启主要在于各项经济指标已经符合降息条件，而降息幅度着重向市场传达宽松政策的信号。当然，关于7月底8月初，以英特尔为代表的美国高科技企业的走弱，仍然值得警惕。

### 三，美联储降息对中国经济的影响

美联储开启降息周期，对于中国经济来说，利大于弊。目前，中国为全球第二大经济体，要解决中国经济当前遇到的结构性问题，首先要从内部发力。但是，诸如美联储降息这类积极的外部因素也不容忽视。

**第一，对人民币汇率的影响。**美元兑人民币方面，由于中国人民银行近期货币总量政策相对稳定，尤其是今年出口在低基数上的趋势性修复，降低了对弱势人民币的要求。因此，随着美联储降息兑现，尤其是降息幅度较大，中美名义利差有望逐步收窄。由于中美名义利差与在岸美元兑人民币走势基本一致，因此，美联储降息有利于人民币升值。短期内，在岸美元兑人民币或震荡偏强，有可能挑战7.0关口，中枢7.05；2024年内，在岸美元兑人民币概率仍然偏强，或挑战6.9关口，中枢为7.0。

图 10：中美名义利差和人保汇率



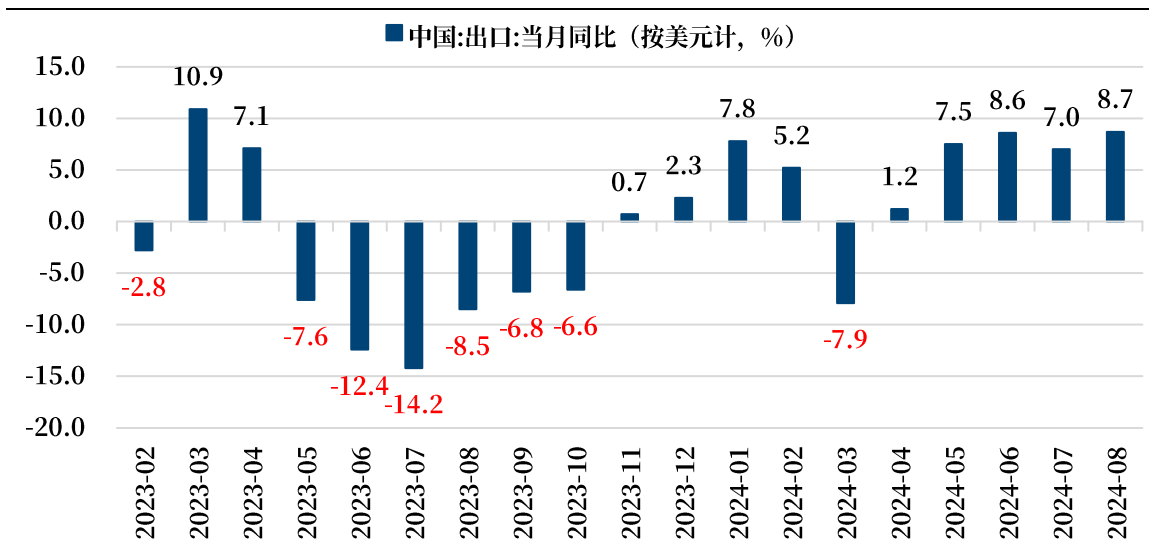
数据来源：wind 国信期货

**第二，对中国出口的影响。**从出口规模来看，按美元计，2022年8月、2023年8月和2024年8月出口金额，分别为3104亿美元、2838亿美元和3087亿美元，2024年8月出口金额较去年同期显著回升，较2022年同期的差距缩小至17亿美元，出口补缺口的成效显著，因此，虽然人民币相对升值，但是，由于去年基数较低，并不会阻碍出口的趋势性回升。对美国出口，按美元计，2024年8月较去年同期增长4.94%，增速较7月回落3.2个百分点，对美国出口增速小幅回调；较2022年8月低5.1%。2024年1-8月，按美元计，对美国出口总额为3341亿美元，占我国出口总额的14.44%，为我国第三大出口贸易伙伴。因此，哪怕对美出口有所回调，但是对中国出口的总体影响相对可控。



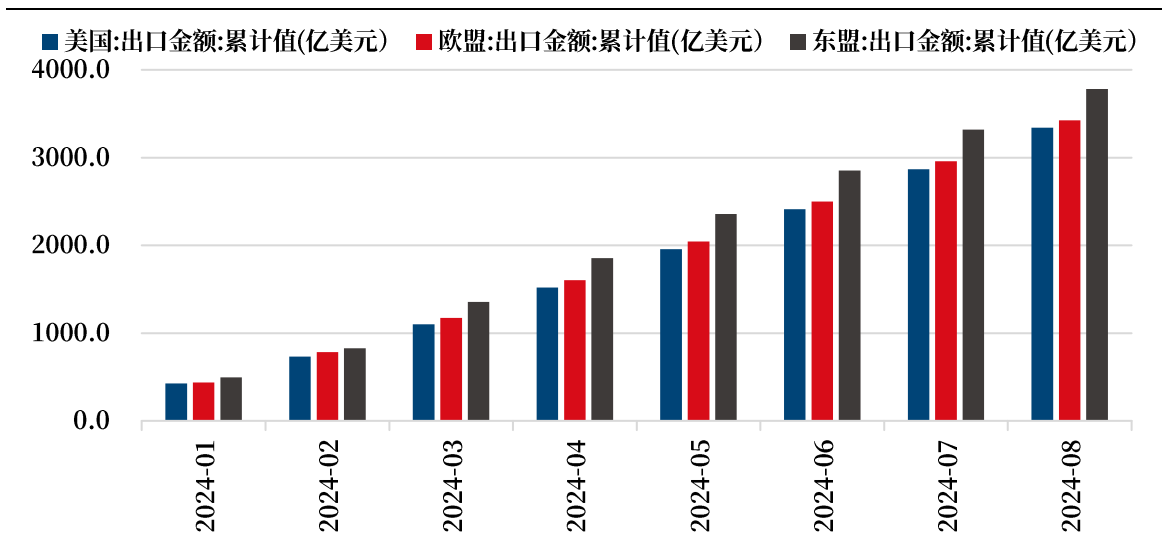


图 11：中国出口



数据来源: wind 国信期货

图 12：中国出口前三大贸易伙伴



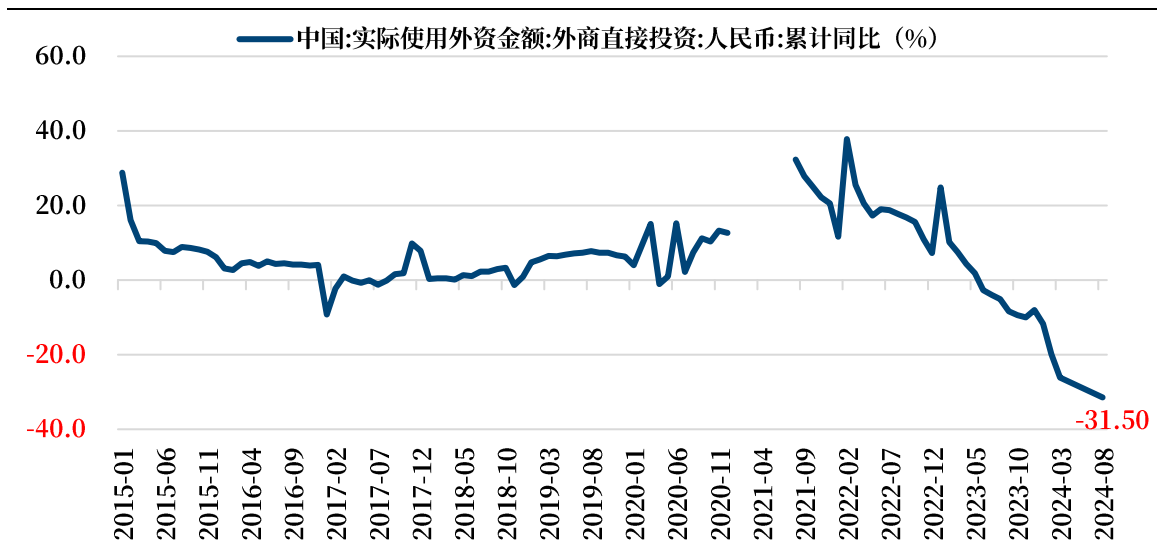
数据来源: wind 国信期货

**第三，对中国资产的影响。**随着美联储降息的开启，中美名义利差有望逐步收窄。结合当前国内股票市场估值较低以及债券市场仍有上行空间，对此，与日元的套息交易相类似，部分国际投资者开始关注人民币的套息交易机会，进而为中国资本市场带来增量投资资金。

**第四，对中国物价水平的影响。**当前中国经济的结构性矛盾，正是物价水平相对较低，M1 同比跌幅较大，市场主体存款定期化现象较为突出。因此，随着中美名义利差的收窄，部分外资的流入，以及部分国内出口商结汇规模的增大，有望带动国内各类市场交易活动，促进物价水平的回升。



图 13：中国外商直接投资



数据来源: wind 国信期货

综合来说,随着美联储降息周期的开启,时间跨度上或将长达1年或以上,对于中国经济的相关积极影响也存在部分滞后效应。因此,结合上文的分析,美联储降息对于中国经济总体为利大于弊,且相关累积效应和滞后效应将逐步增大。

#### 重要免责声明

本研究报告由国信期货撰写,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布及分发研究报告的全部或部分给任何其他人士。如引用发布,需注明出处为国信期货,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。国信期货保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料,国信期货力求报告内容、引用资料和数据客观与公正,但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点仅代表报告撰写时的判断,仅供阅读者参考,不能作为投资研究决策的依据,不得被视为任何业务的邀约邀请或推介,也不得视为诱发从事或不从事某项交易、买入或卖出任何金融产品的具体投资建议,也不保证对作出的任何判断不会发生变更。阅读者在阅读本研究报告后发生的投资所引致的任何后果,均不可归因于本研究报告,均与国信期货及分析师无关。

国信期货对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。