

# 研究报告

## 宏观大类专题研究

### 从美联储货币宽松历史规律看当前周期位置

广州期货 研究中心

联系电话：020-22836112

#### 摘要：

美国联邦储备系统（简称“美联储”）是美国的中央银行。联邦公开市场委员会（FOMC）是美联储制定国家货币政策的机构，以实现最大化的就业和稳定的物价水平为双重目标。自1990年代中期以来，FOMC会一直专注于以调整短期利率水平为主要货币政策工具，实现双重任务目标。这种价格型货币政策工具被许多央行采用，寻求以系统和透明的方式来调整就业和通胀预期及表现。但自2007年以后，随着全球经济受到非同寻常的冲击，美联储扩大了其政策工具，根据需要纳入一些非常规的政策措施。这通常伴随着美联储总资产规模的大幅变动。

非常规货币工具通常在极端事件冲击（2008年金融危机、2020年新冠疫情）或利率已处接近0时期（2014年）运用，在经济持续向好、通胀压力抬升时退出，因此美联储资产负债表扩表/缩表节奏通常滞后或同步于降息/加息。下文我们主要分析以首次降息为起点的货币宽松周期。

复盘90年代以来美联储六次降息周期，可发现21世纪利率中枢明显趋下行，降息周期延长。近两次货币周期中，高利率维持时间200-450天，降息累计幅度225-500bp。根据2023年12月FOMC会议点阵图所显示的利率中值路径，本轮降息周期两年以上，累计降息幅度超260bp，从市场及幅度看与将2019年降息较为类似。

在非危机时期，美联储实施积极的货币政策通常为了使过高的失业率、过低的通胀率回归到政策目标水平，以促进经济发展，近几轮货币宽松表现出明显的预防式特征。而在危机时期，维持经济及金融体系稳定性紧迫性凸显，对于就业和物价双重目标的容忍度有所放宽。由于货币政策执行不仅基于对经济现状的评估，更是基于对经济预期发展路径的评估，因此货币政策转向通常前置于经济周期的拐点。从历史规律看，一是主要经济基本面指标在货币宽松周期内呈先抑后扬态势，体现为制造业PMI在宽松周期内实现由衰退向扩张的逆转，失业率在周期内触顶回落，二是首次降息通常出现在制造业PMI处于荣枯线以下或处于明显下行通道、GDP增长降温、核心PCE处于2%附近或以下的背景下，非常规工具带来的美联储扩表通常出现在危机冲击或长期低利率环境下。

大类资产行情走势的宏观逻辑与此一致，不同市场对交易抢跑的时点和程度不同。整体来看，大类资产行情规律表现为（1）美债确定性最高，且抢跑交易明显，曲线在首次降息后快速转为牛陡，至经济基本面触底回升后利率反弹。（2）美股先抑后扬，在宽松周期开启附近或周期前半段出现一波回调。（3）商品规律不明显，部分工业品呈V型走势，贵金属走强趋势性较强。

投资咨询业务资格：

证监许可【2012】1497号

#### 联系信息

分析师 方旻

期货从业资格：F03105216

投资咨询资格：Z0021334

邮箱：fang.min@gzf2010.com.cn

#### 相关报告

2022.11.10 《广州期货-宏观大类专题-美联储加息终点研究系列一、从历次美联储加息的成因及市场规律看本轮的同与不同》

2022.12.07 《广州期货-宏观大类专题-美联储加息终点研究系列二、本轮美联储加息的位置及对我国大类资产的影响》

2023.05.16 《广州期货-宏观大类专题-美联储加息终点研究系列三、高利率时代意味着什么》

2023.11.01 《广州期货-宏观大类专题-美联储加息终点研究系列四、美债收益率走高的历史经验》

美联储 2023 年 12 月 FOMC 会议点阵图已释放明确的货币政策转向信号，但近期公布的会议纪要表述保守，美联储仍倾向于为货币政策留有空间。结合基本面 12 月数据偏强看，经济短期韧性的维持，一方面降低短期经济衰退风险，降低美联储货币政策转向的紧迫性，另一方面总需求降温温和也暗示通胀大幅快速回落的概率降低，叠加地缘政治不稳定性加大，通胀回落节奏的不确定性仍大。

从目前的资本市场对降息操作的提前交易看，从乐观至保守排序，分别为美股>联邦基金利率期货>美债、商品。综合考虑本次货币周期的特殊性以及目前市场抢跑交易的节奏来看，我们认为，在降息行情的左侧博弈中，趋势性做多黄金仍具备性价比，且随着预期的不断修正及反复，市场双向波动仍大，围绕经济数据开展博弈；而随着首次降息到来，做陡美债收益率曲线成为确定性较高的策略，此外根据基本面变化关注供应端风险较小的部分工业品的衰退逻辑交易。

风险因素：地缘政治超预期发展，国际政治经济格局超预期

## 目录

一、美联储的目标任务及政策工具.....	1
(一) 美联储的职能及运行机制.....	1
(二) 联邦公开市场委员会 (FOMC) 的组成及职能.....	2
(三) 美联储货币政策工具演变历程.....	3
二、美联储货币宽松的历史规律.....	5
(一) 美联储货币宽松周期复盘.....	5
(二) 美联储货币宽松周期的经济表现.....	5
(三) 美联储货币宽松周期的行情表现.....	8
三、美联储货币政策周期位置及市场预期 .....	11
(一) 美联储预期管理.....	11
(二) 美国当前经济基本面演绎.....	11
(三) 市场预期及抢跑交易情况.....	12
(四) 总结.....	13
免责声明.....	14
研究中心简介.....	14
广州期货业务单元一览.....	15

## 图表目录

图表 1：美联储概览.....	1
图表 2：美联储货币政策回顾.....	4
图表 3：美联储降息周期回顾.....	5
图表 4：美联储降息周期与经济周期.....	6
图表 5：美联储降息周期内劳动市场表现.....	6
图表 6：美联储降息周期内通胀表现.....	7
图表 7：美联储降息周期内美股表现.....	8
图表 8：美联储降息周期内标普 500 波动率及估值表现.....	8
图表 9：美联储降息周期内美债表现.....	9
图表 10：美联储降息周期内商品表现.....	9
图表 11：美联储降息周期内黄金及原油表现.....	10
图表 12：美联储 2023 年 12 月 FOMC 利率点阵图.....	11
图表 13：美联储 2023 年 12 月 FOMC 经济预测.....	11
图表 14：亚特兰大联储 GDPNow 模型对四季度 GDP 增速的预测（2024 年 19 日）.....	12
图表 15：2023 年下半年美国通胀、消费、就业数据较市场预期的表现.....	12
图表 16：截至 1 月 24 日 CME 美国利率期货隐含市场对美联储利率操作的预期.....	13
表格 1：2024 年美国 FOMC 会议召开时间.....	3
表格 2：截至 2024 年 1 月 17 日美联储资产负债表（单位：百万美元）..	4
表格 3：美联储降息周期主要经济指标总结.....	7
表格 4：美联储降息周期内大类资产走势表现概述.....	10
表格 5：2023 年下半年以来大类资产月度涨跌幅表现.....	13

## 一、美联储的目标任务及政策工具

美国联邦储备系统（简称“美联储”）是美国的中央银行，履行五项关键职能，促进美国经济健康发展与美国金融体系稳定性，以三大关键实体运行。

### （一）美联储的职能及运行机制

美联储是美国的中央银行，执行以下五大职能：

一是执行国家的货币政策，以促进美国实现最大化的就业和稳定的物价水平；

二是促进金融体系稳定，寻求通过积极监测、应对来减少和防范国内外的系统性风险；

三是促进金融机构安全稳健发展并监督其对整个金融体系的影响；

四是向银行业及美国政府提供服务，提升支付和结算系统的安全与效率；

五是促进消费者保护和社区发展。

图表 1：美联储概览



数据来源：美联储，广州期货研究中心

美联储的设置体现了“去中心化”的理念。在设立美联储时，根据1913年《联邦储备法》规定，全美国划分为12个联邦储备区，每区设立一家联邦储备银行并以所在城市命名。12区联邦储备区独立运作，同时受联邦储备委员会的监督。12家联邦储备银行分别为：波士顿联邦储备银行、纽约联邦储备银行、费城联邦储备银行、克里夫兰联邦储备银行、里士满联邦储备银行、亚特兰大联邦储备银行、芝加哥联邦储备银行、圣路易斯联邦储备银行、明尼阿波利斯联邦储备银行、堪萨斯市联邦储备银行、达拉斯联邦储备银行、旧金山联邦储备银行。



美联储非单一央行的概念，更多体现了“系统”。《联邦储备法》赋予了其作为具有三个显著特征的中央银行“系统”：（1）中央管理委员会，（2）由12家储备银行组成的分散运营结构，以及（3）公共和私人特征的结合。

美联储有三个关键运行主体：美国联邦储备委员会（Board of Governors）、联邦储备银行（Reserve Banks）和联邦公开市场委员会（FOMC）。美国联邦储备委员会是联邦政府旗下机构，向国会报告并直接向国会负责，为该系统提供一般指导并监督12家联邦储备银行。美国联邦储备委员会成员由总统在参议院的建议和同意下任命。虽然美联储与行政部门和国会官员经常沟通，但其决策是独立做出的。

另外两个集团在美联储系统的核心职能中发挥着重要作用：（1）存款机构，包括银行、储蓄机构（储蓄和贷款机构以及互助储蓄银行）和信用合作社。（2）五个咨询委员会就公共政策事项向美国联邦储备委员会提供协助和建议，分别是联邦咨询委员会（FAC）、社区存款机构咨询委员会（CDIAC）、模型验证委员会、社区咨询委员会（CAC）和保险政策咨询委员会（IPAC）。

## （二）联邦公开市场委员会（FOMC）的组成及职能

联邦公开市场委员会（FOMC）是美联储制定国家货币政策的机构。联邦公开市场委员会（FOMC）做出有关公开市场操作的决定，影响联邦基金利率、美联储资产持有的规模和构成，以及与公众就未来可能的货币政策走向进行沟通。国会于1933年和1935年颁布立法，将FOMC作为美联储系统的一部分。

FOMC由12名有投票权的成员组成，其中7名是联邦储备委员会成员，1名是纽约联邦储备银行行长，其余11名储备银行行长中的4名轮流任期一年。所有12位储备银行行长都出席会议并参与讨论，但只有当时担任委员会成员的行长才能对政策决定进行投票。根据法律，FOMC决定自己的内部组织，根据传统，FOMC选举联邦储备委员会主席担任FOMC主席，选举纽约联储银行行长担任副主席。

FOMC会议通常每年在华盛顿举行八次，亦可按需在其他时间召开。会议上，FOMC通过评估美国经济在短期和中期可能如何演变以及经济前景面临的风险，确定适当的货币政策设置，考虑如何有效地向公众传达其对经济的预期及其政策决定。会议决策过程，具体来看，第一步是联邦储备银行收集总结所在地区当前经济状况，以褐皮书形式在FOMC会议两周前发布，同时美国联邦储备委员会工作人员向FOMC参会者发布其对经济、经济预测和政策选择的分析。基于这些材料，FOMC参会者初步形成他们对经济前景的适当的政策应对措施。第二步是讨论经济形势，FOMC参会者听取简报并发表意见。在会议的第一部分，美联储官员及联邦储备银行行长听取关于公开市场运行情况和近期国内外经济及金融发展态势的简报，每位行长在圆桌轮流发表他们对所在地区经济状况的看法，行长及官员均对近期经济发展及态势进行评估。第三步是讨论货币政策，FOMC参会者简要陈述和讨论适当的货币政策立场，12位成员进行投票。在工作人员陈述货币政策关店后，参会者再次分别表达他们对下次FOMC会议之前的一段时间内应该如何实施货币政策、货币政策在中期将如何演绎、货币政策预期如何向公众传达等方面的观点。所有参会者均参与讨论，

但只有12名具有投票权的成员参与投票决定最终货币政策取向。一旦FOMC确定了适合实现其双重任务目标的政策立场，它就必须确保这一立场得到有效实施。在正常情况下，关键工具是管理利率和证券的公开市场买卖。

在FOMC会议结束后，美联储主席会举行新闻发布会。每次新闻发布会都以美联储主席致开幕词开始声明，然后回答媒体的提问。新闻发布会允许美联储主席解释政策决定背后的理由以及其对物价及就业双重任务的关系。FOMC还会向公众发表声明，声明总结了委员会对最近的经济发展和经济前景的判断，阐述了货币政策决定，以及提供了参会者在制定政策时将考虑的有关经济及金融发展方面的信息。

**表格 1：2024年美国FOMC会议召开时间**

序号	会议时间	是否包含经济预测
1	1月30-31日	
2	3月19-20日	是
3	4月30日-5月1日	
4	6月11-12日	是
5	7月30-31日	
6	9月17-18日	是
7	11月6-7日	
8	12月17-18日	是

数据来源：美联储，广州期货研究中心

### （三）美联储货币政策工具演变历程

实现最大化的就业和稳定的物价水平是货币政策的目标。自1990年代中期以来，FOMC会一直专注于以调整短期利率水平为主要货币政策工具，实现双重任务目标。这种价格型货币政策工具被许多央行采用，寻求以系统和透明的方式来调整就业和通胀预期及表现。但自2007年以后，随着全球经济受到非同寻常的冲击，美联储扩大了其政策工具，根据需要纳入一些非常规的政策措施。这通常伴随着美联储总资产规模的大幅变动。

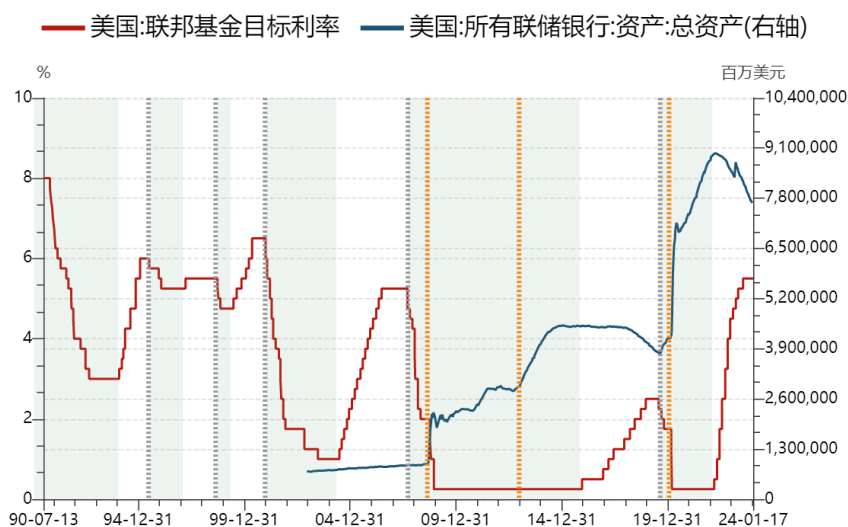
2007年，金融危机初期，美联储通过贴现市场扩大对银行的流动性支持、推出几项紧急贷款计划、快速降息（目标利率从5.25%降至0.25%）。后随着经济衰退更为严重，美联储推出两项非常规工具——前瞻性指引和四项大规模购买长期证券，前者使得微观主体对未来货币政策路径形成预期，后者使得美联储总资产从2007年8月的8700亿美元增至2014年的4.5万亿美元。

至2015年，美国经济持续扩张，失业率明显下降，劳动力市场预期改善，通胀预期上升至2%以上。在此背景下，FOMC决定将货币政策立场“正常化”，即采取措施使短期利率及美联储资产负债表规模回归到正常水平。此后，政策目标利率逐步加息至2.25%-2.5%。并在后期开始缩表，2017年逐步取消到期证券的再投资。

2020年，新冠疫情来袭，严重冲击经济及金融体系稳定性。美联储快速采取行动。2020年3月FOMC下调征程利率至近乎0%，并表明预计维持低利率直至经济基本恢复至就业和通胀目标。此外在四个方面发力，包括公开市场投入流动性，为短期融资提供流动性，购买你购买资产，和财政

部协调推出信用促进计划等。至2020年中，美联储资产负债表快速扩张至近7万亿美元。

图表 2：美联储货币政策回顾



注：灰色线代表首次降息，成色线代表首次加息，绿色区域代表从首次降息至首次加息之间的货币宽松周期

数据来源：Wind，广州期货研究中心

美联储资产负债表扩张既有公开市场操作传统方式，也有各种再贷款和量化宽松等非常规政策工具，2007年以来主要通过增持美国国债、抵押贷款支持证券等或通过创设贷款工具，向市场释放流动性，因此属于货币宽松周期的典型表现。

表格 2：截至2024年1月17日美联储资产负债表（单位：百万美元）

资产		负债	
黄金证券账户	11,037	流通中现金	2,285,191
特别提款权账户	5,200	逆向回购协议	936,323
硬币	1,462	存款	4,532,848
持有证券、未摊销证券溢价和折扣、回购协议和贷款	7,577,191	存款:存款机构定期存款	-
持有证券:合计	7,158,081	存款:存款机构其他存款	3,592,327
美国国债	4,724,025	存款:美国财政部一般账户	773,544
美国国债:短期债券	213,749	存款:外国官方	9,690
美国国债:中长期名义债券	4,038,372	存款:其他存款	157,288
美国国债:中长期通胀指数债券	360,222	延迟入账现金项目	320
美国国债:通胀补偿债券	111,681	财政部对信贷部门的捐助	7,438
联邦机构债券	2,347	其他负债及应计股息	-131,230
抵押贷款支持证券(MBS)	2,431,710		
当前持有的未摊销证券溢价	277,567		
当前持有的未摊销证券折扣	-25,618		
正向回购协议	-		
贷款	167,161		
储备银行信贷:MS Facilities LLC的净投资组合持有量(中产阶级)	15,375		
储备银行信贷:市政流动性基金有限责任公司持有的净投资组合	214		
持有TALF II LLC投资组合净额	46		
托收中项目	47		
银行不动产	434		
美国:所有联储银行:资产:中央银行流动性互换	216		
外币计价资产	18,129		
其他联储资产	44,391		
总资产	7,673,741	总负债	7,630,890

数据来源：美联储，广州期货研究中心

## 二、美联储货币宽松的历史规律

### （一）美联储货币宽松周期复盘

非常规货币工具通常在极端事件冲击（2008年金融危机、2020年新冠疫情）或利率已处接近0时期（2014年）运用，在经济持续向好、通胀压力抬升时退出，因此美联储资产负债表扩表/缩表节奏通常滞后或同步于降息/加息。下文我们主要分析以首次降息为起点的货币宽松周期。

复盘90年代以来美联储六次降息周期，可发现21世纪利率中枢明显趋下行，降息周期延长。近两次货币周期中，高利率维持时间200-450天，降息累计幅度225-500bp。根据2023年12月FOMC会议点阵图所显示的利率中值路径，本轮降息周期两年以上，累计降息幅度超260bp，从市场及幅度看与将2019年降息较为类似。

图表 3：美联储降息周期回顾

降息周期	降息前 高利率时长 (天)	降息周期 时长 (天)	降息 次数	平均降息 幅度	累计降息 幅度	高利率 起点	降息 终点
1989年6月 -1994年1月	20	1704	24	28bp	681bp	9.56%	3.00%
1995年7月 -1997年2月	155天	628天	3	25bp	75bp	6%	5.25%
1998年9月 -1999年5月	553天	274天	3	25bp	75bp	5.50%	4.75%
2001年1月 -2004年5月	232天	1274天	13	42bp	550bp	6.50%	1.00%
2007年9月 -2015年11月	446天	3012天	10	50bp	500bp	5.25%	0.25%
2019年8月 -2022年2月	224天	959天	5	45bp	225bp	2.50%	0.35%
<b>2024年? -2026年?</b>	<b>2023年7月 -?</b>	<b>&gt;900?</b>			<b>&gt;260bp?</b>	<b>5.50%</b>	<b>2.90%</b>

数据来源：美联储，广州期货研究中心

### （二）美联储货币宽松周期的经济表现

在FOMC决定货币政策立场时，评估了一系列可能影响当前和未来经济发展路径的因素，这包括产出、就业、通胀关键指标及背后的影响因素的可预期变化，也包括需求冲击、供给冲击等非预期变化。因此，研究过于货币政策周期内基本面不同经济指标的组合表现，对于更好理解美联储货币政策执行的意图，并对本轮货币政策转向的预判将意义重大。

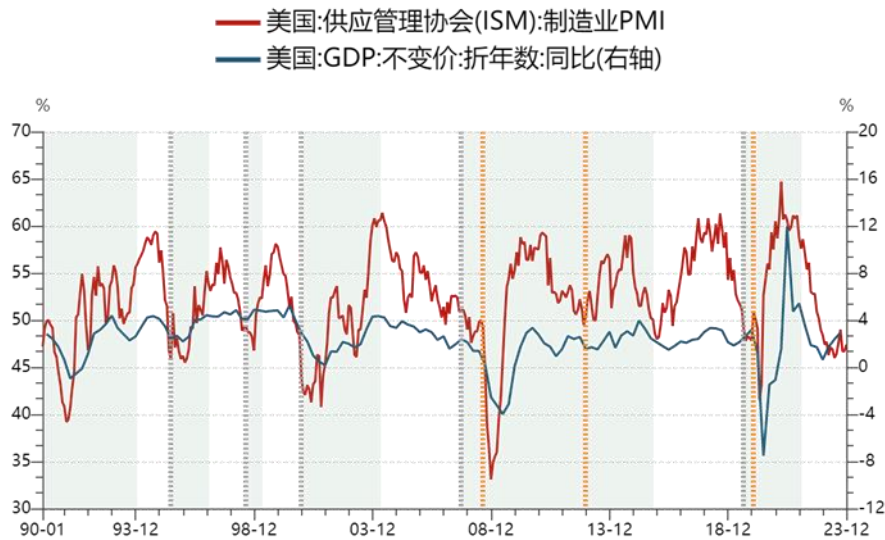
在非危机时期，美联储实施积极的货币政策通常为了使过高的失业率、过低的通胀率回归到政策目标水平，以促进经济发展。而在危机时期，维持经济及金融体系稳定性紧迫性凸显，对于就业和物价双重目标的容忍度有所放宽。由于货币政策执行不仅基于对经济现状的评估，更是基于对经济预期发展路径的评估，因此货币政策转向通常前置于经济周期的拐点。

在预防式降息周期中，货币政策前瞻性布局，经济衰退在货币宽松周期内出现。结合经济基本面看，由于经济韧性及传导的时滞，美联储通常以货币宽松政策提前应对衰退风险，过去五轮降息周期均为预防式降息，即首次降息时基本面降温但未大幅恶化，在降息周期中制造业PMI、GDP



等经济指标呈先抑后扬态势。具体对应经济衰退发生时点看，美联储宽松政策较衰退来临提前2-12个月实施。

图表 4：美联储降息周期与经济周期

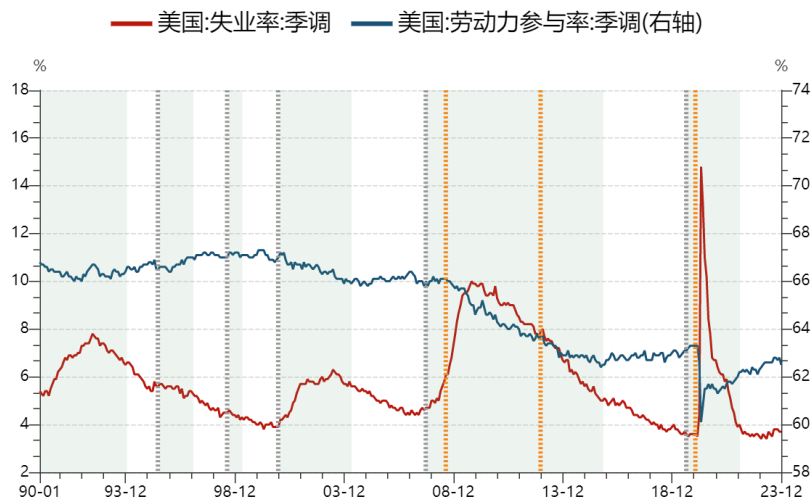


注：灰色线代表首次降息，成色线代表首次加速扩表，绿色区域代表从首次降息至首次加息之间的货币宽松周期

数据来源：Wind，广州期货研究中心

类似的，预防式降息意味着在看到失业率等指标有抬升苗头时即出手刺激，以期实现经济软着陆或降低经济衰退的幅度。复盘历史，可发现，在首次降息时，失业率通常处于小幅抬升或略有抬升苗头的阶段，而在货币宽松周期内，失业率快速攀升后触顶回落。

图表 5：美联储降息周期内劳动力市场表现



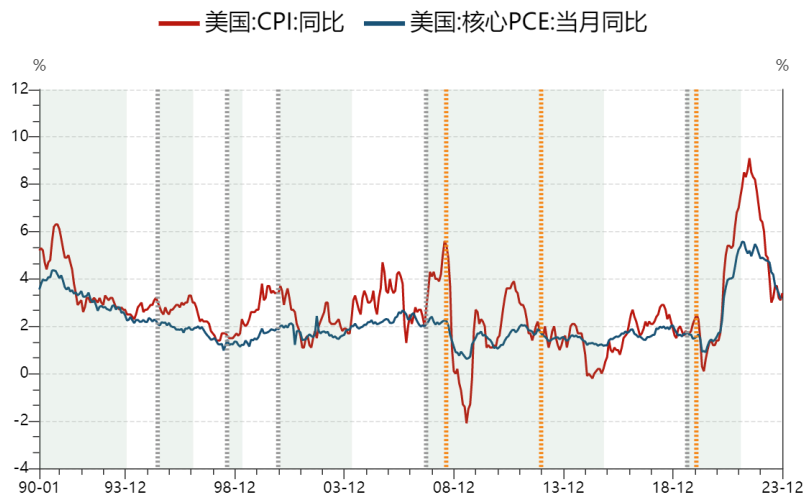
注：灰色线代表首次降息，成色线代表首次加速扩表，绿色区域代表从首次降息至首次加息之间的货币宽松周期

数据来源：Wind，广州期货研究中心

相比起加息周期，通胀数据对于宽松周期的信号作用相对不强，但首次降息多出现于核心通胀处于2%附近或以下。复盘历史周期看，通胀走势在货币宽松周期内规律不明显，整体呈先抑后扬趋势，但节奏及幅度分化较大，取决于政策刺激效果及当时经济基本面走势。从首次降息的信号看，通胀数据可高于2%政策目标，但一般处于下行通道或相对震荡阶段，

美联储更关心的核心PCE指标基本处于2%附近或以下水平。

图表 6：美联储降息周期内通胀表现



注：灰色线代表首次降息，成色线代表首次加速扩表，绿色区域代表从首次降息至首次加息之间的货币宽松周期

数据来源：Wind，广州期货研究中心

综上所述，从历史规律看，一是主要经济基本面指标在货币宽松周期内呈先抑后扬态势，体现为制造业PMI在宽松周期内实现由衰退向扩张的逆转，失业率在周期内触顶回落，二是首次降息通常出现在制造业PMI处于荣枯线以下或处于明显下行通道、GDP增长降温、核心PCE处于2%附近或以下的背景下，非常规工具带来的美联储扩表通常出现在危机冲击或长期低利率环境下。

表格 3：美联储降息周期主要经济指标总结

宽松周期	1995-1997	1998-1999	2001-2004	2007-2015	2019-2022
制造业PMI					
首次降息前月	45.9	49.3	43.9	50.9	51.2
首次降息当月	50.7	48.7	42.3	51.0	49.1
宽松周期内低点	45.5	46.8	40.8	33.1	41.5
宽松周期内高点	55.2	54.3	61.4	59.3	64.7
失业率					
首次降息前月	5.6	4.5	3.9	4.6	3.7
首次降息当月	5.7	4.6	4.2	4.7	3.6
宽松周期内低点	5.1	4.2	4.2	4.7	3.5
宽松周期内高点	5.7	4.6	6.3	10.0	14.8
CPI同比					
首次降息前月	3.0	1.6	3.4	2.0	1.8
首次降息当月	2.8	1.5	3.7	2.8	1.7
宽松周期内低点	2.5	1.5	1.1	-2.1	0.1
宽松周期内高点	3.3	2.3	3.7	5.6	7.9
核心PCE同比					
首次降息前月	2.1	1.4	1.9	2.0	1.7
首次降息当月	2.0	1.2	2.0	2.1	1.8
宽松周期内低点	1.7	1.1	1.2	0.6	0.9
宽松周期内高点	2.2	1.4	2.4	2.4	5.6

数据来源：Wind，广州期货研究中心

### （三）美联储货币宽松周期的行情表现

美股抢跑交易明显，后呈V字形走势。从历史行情看，由于货币宽松直接意味着金融流动性增强，美股抢跑交易明显，随着首次降息利好兑现及经济衰退到来而出现回撤，后随着预期好转及经济指标的企稳重回上行通道。回撤的幅度及时间取决于政策效果及基本面走势。波动率在降息周期内中枢上行。市盈率估值修复规律不明显。过去四轮货币宽松周期内，道琼斯工业指数、标普500、纳斯达克指数分别的区间涨跌幅均值为+23%、+27%、+53%，区间内自最高价的最大跌幅均值分别为-18%、-20%、-29%，区间内自最低价的最大涨幅分别为+97%、+110%、+162%。

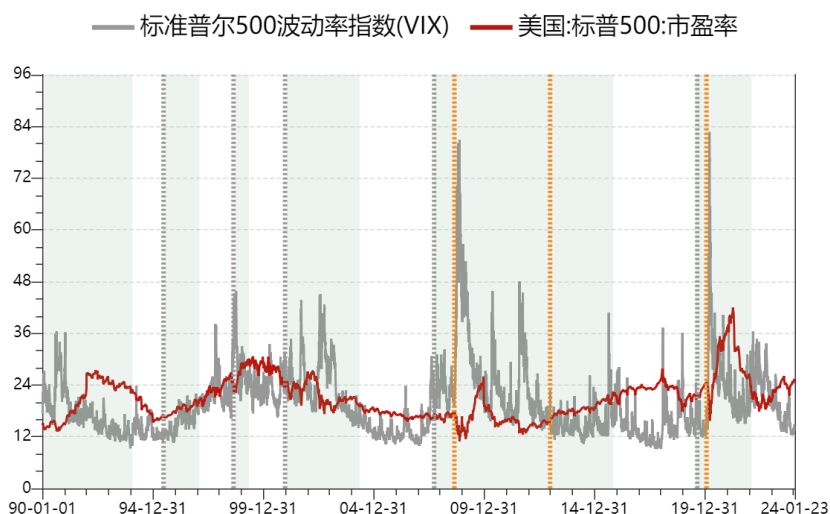
图表 7：美联储降息周期内美股表现



注：灰色线代表首次降息，成色线代表首次加速扩表，绿色区域代表从首次降息至首次加息之间的货币宽松周期

数据来源：Wind，广州期货研究中心

图表 8：美联储降息周期内标普 500 波动率及估值表现



注：灰色线代表首次降息，成色线代表首次加速扩表，绿色区域代表从首次降息至首次加息之间的货币宽松周期

数据来源：Wind，广州期货研究中心

美债同样交易抢跑，但主要行情出现在宽松周期前半段。美债同样出

现交易抢跑现象，但幅度及时间较美股保守。首次降息后，美债通常出现短暂的止盈操作，后进入大幅走强的趋势性行情中，而在货币宽松周期的前半段到底利率阶段性底部。结合期限利差看，期限利差在首次降息后快速修复，带动利率曲线快速呈牛陡形态。

图表 9：美联储降息周期内美债表现



注：灰色线代表首次降息，成色线代表首次加速扩表，绿色区域代表从首次降息至首次加息之间的货币宽松周期

数据来源：Wind，广州期货研究中心

**商品先抑后扬，拐点在前半段。**在货币宽松周期中，商品整体呈先抑后扬态势，与经济基本面及总需求表现一致，拐点通常在周期内前半段出现。分品种看，黄金走强规律最为明显，过去四轮货币宽松周期内，区间涨跌幅均值为+33%，区间内自最高价的最大跌幅均值为-26%，区间内自最低价的最大涨幅均值为+99%。

图表 10：美联储降息周期内商品表现



注：灰色线代表首次降息，成色线代表首次加速扩表，绿色区域代表从首次降息至首次加息之间的货币宽松周期

数据来源：Wind，广州期货研究中心



图表 11：美联储降息周期内黄金及原油表现



注：灰色线代表首次降息，成色线代表首次加速扩表，绿色区域代表从首次降息至首次加息之间的货币宽松周期

数据来源：Wind，广州期货研究中心

而对于我国资本市场走势而言，美联储货币宽松周期意味着美元流动性充裕，外资对包括我国在内的新兴市场市场流向规模理论上加大，但实际上受国别之间经济基本面走势及预期的相对优势影响。复盘历史行情来看，我国权益市场及债市走势整体体现“以我为主”特征，主要受国内经济周期及货币政策周期影响，无论是区间盘整体方向还是节奏均无明显规律。当中美两国周期共振时，我国股债市场与美国市场同向概率较大。当中美两周周期错位时，我国股债市场表现在美联储降息周期中规律性不明显。而商品与全球市场共振概率更高，因此国内商品市场亦呈现上文类似规律，但其幅度受中美汇率变动影响。

表格 4：美联储降息周期内大类资产走势表现概述

	近四次美联储货币宽松周期表现均值，%	区间涨跌幅	区间自最高价的最大跌幅	区间自最低价的最大涨幅
权益	道琼斯工业指数	23.33	-17.94	96.59
	纳斯达克指数	52.54	-28.66	162.38
	标普500	27.19	-19.69	110.09
债券	美债10Y国债期货	3.73	-10.14	11.46
	美债2Y国债期货	0.38	-2.21	1.64
商品	CRB商品指数	11.92	-27.43	69.61
	CRB工业现货	9.05	-13.89	70.98
	CRB金属现货	17.60	-19.76	100.91
	CRB食品现货	28.27	-19.73	66.52
	COMEX黄金	33.48	-25.71	99.46
	ICE布油	22.65	-26.26	257.32
	LmeS-铜3	16.47	-28.62	134.47
我国市场	上证指数	-7.55	-36.31	77.98
	沪金	12.68	-33.73	105.62
	沪铜	10.69	-26.57	118.48

数据来源：Wind，广州期货研究中心

### 三、美联储货币政策周期位置及市场预期

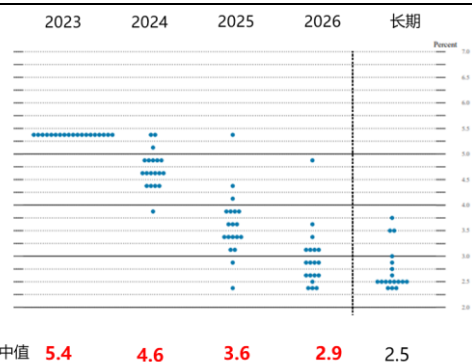
#### （一）美联储预期管理

美联储12月FOMC决议如期跳过加息，并在点阵图传递积极信号，一是对2024年利率预测中值下调至4.6%，预期降息次数3次，且无官员预测2024年利率高于当前，即预期加息结束，二是在降息的预期路径下，美联储下调2024年GDP增速预测和通胀预测，说明美联储基于增长放缓、通胀取得进展背景下，开始释放较明确的降息信号。随后的议息会议声明对经济运行及通胀的表述措辞有所调整，将经济活动“在三季度强劲扩张（expanded at a strong pace in the third quarter）”改为“三季度后有所降温”（has slowed form its at a strong pace in the third quarter），将通胀从“高居不下”改为“在过去一年有所缓解”。鲍威尔新闻发言表示参会者在本次会议上正在讨论何时降息的问题，“如果降息是因为利率向中性水平回归”。

根据点阵图所显示的利率中值路径，本轮降息周期两年以上，累计降息幅度超260bp，自2024年货币政策正式转向。

而2024年1月3日，美联储公布12月议息会议纪要，表述较为谨慎保守，关键表述包括“参会官员认为政策利率可能已经见顶，但实际货币政策路径取决于经济表现”、“参会官员普遍强调货币政策应在一段时间内保持谨慎，未来路径取决于经济数据，保留若通胀再次反弹而采取再次加息的可能”等，显示了美联储仍对货币政策留有空间，倾向于引导市场理性看待货币政策转向。

图表 12：美联储 2023 年 12 月 FOMC 利率点阵图



图表 13：美联储2023年12月FOMC经济预测

12月预测中值	2023	2024	2025	2026	长期
实际GDP增速	2.6	1.4	1.8	1.9	1.8
9月预测	2.1	1.5	1.8	1.8	1.8
失业率	3.8	4.1	4.1	4.1	4.1
9月预测	3.8	4.1	4.1	4.0	4.0
PCE同比	2.8	2.4	2.1	2.0	2.0
9月预测	3.3	2.5	2.2	2.0	2.0
核心PCE同比	3.2	2.4	2.2	2.0	
9月预测	3.7	2.6	2.3	2.0	
联邦基金目标利率	5.4	4.6	3.6	2.9	2.5
9月预测	5.6	5.1	3.9	2.9	2.5

数据来源：美联储，广州期货研究中心

#### （二）美国当前经济基本面演绎

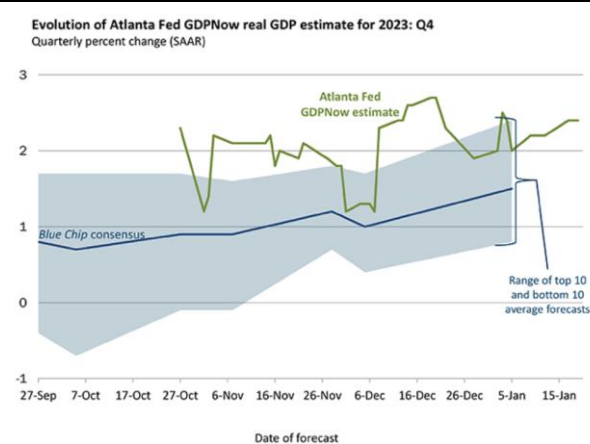
2023年美国经济的韧性具有特殊性，受益于超额储蓄、财政扩张以及债务结构对高利率的传导机制所支撑。展望2024年，随着超额储蓄消耗、财政转紧以及时间推移高利率对新增融资及实体经济的反噬，经济动能减弱，但基于居民资产负债表稳健以及大选周期的政策诉求，在货币政策预防式转向的呵护下，预计经济温和降温，衰退程度不深。

从近期基本面变化看，美国经济增长在2023年三季度超韧性强劲后在四季度初现降温苗头，但在12月中下旬以来经济数据再度表现强劲。美国12月ISM制造业PMI高于前值及预期，Markit制造业PMI低于前值和预期，

Markit服务业PMI连续11个月维持扩张区间。12月通胀、消费及就业数据再度超预期。美国12月CPI同比3.4%，核心CPI同比3.9%，均高于预期，CPI环比0.3%，高于前值和预期，核心CPI环比0.3%，持平于前值，符合预期。从环比增速的分项看，能源价格由负转正，核心商品由负转正，核心服务环比回升，其中住房、医疗、娱乐等分项普遍回升。美国12月份零售销售环比增长0.6%，高于前值和预期，1月密歇根大学消费者信心指数回升至78.8，为2021年7月以来的最高。亚特兰大联储的GDPNow模型对四季度GDP环比折年率为2.4%，仍明显高于1.8%的长期增速目标。

经济短期韧性的维持，一方面降低短期经济衰退风险，降低美联储货币政策转向的紧迫性，另一方面总需求降温温和也暗示通胀大幅快速回落的概率降低，叠加地缘政治不稳定性加大，通胀回落节奏的不确定性仍大。

图表 14：亚特兰大联储GDPNow模型对四季度GDP增速的预测（2024年19日）



图表 15：2023年下半年美国通胀、消费、就业数据较市场预期的表现

	通胀	零售消费	非农就业	ADP就业
5月	同比略低于预期	环比高于预期	新增非农大幅超预期，小时工资符合预期	高于预期
6月	全面低于预期	环比低于预期	新增非农低于预期，小时工资环比高于预期	显著高于预期
7月	环比持平符合预期	环比高于预期	新增非农低于预期，小时工资环比高于预期	高于预期
8月	核心CPI同比小幅超预期	环比高于预期	新增非农略超预期，小时工资增速放缓	低于预期
9月	CPI环比小幅超预期	大幅超预期	新增非农超预期，小时工资持平低于预期	低于预期
10月	超预期回落	环比转负但降幅低于预期	新增非农低于预期，小时工资持平低于预期	低于预期
11月	符合预期	环比转正，高于预期	新增非农及小时工资高于预期	低于预期
12月	超预期反弹	环比同比回升，高于预期	新增非农超预期，时薪增长快于预期	高于预期

数据来源：亚特兰大联储，广州期货研究中心

### （三）市场预期及抢跑交易情况

从目前的资本市场对降息操作的提前交易看，从乐观至保守排序，分别为美股>联邦基金利率期货>美债、商品。

美股自2023年初整体呈震荡上行，在8月有所回调，自10月底再度上扬，今年以来延续强势，对经济软着陆、货币政策转向等利好已较大程度提前反应。道琼斯工业指数2022年、2023年及2024年初以来区间涨跌幅分别为-9%、+14%、+0.6%。纳斯达克2022年、2023年及2024年初以来区间涨跌幅分别为-33%、+43%、+2.8%。标普500指数2022年、2023年及2024年初以来区间涨跌幅分别为-199%、+24%、+2.0%。

美债收益率走势抢跑时间更早但幅度较为谨慎。从历史行情看，美债十年期及两年期收益率通常在最后一次加息或加息终点的平台期突破政策利率并触及阶段性高点后开启下行通道。本轮行情走势明显不同，美债十年期收益率在2022年11月与联邦基金目标利率相交后，并持处于联邦基金目标利率下沿，即使在2023年10月阶段性高点4.98%仍低于政策目标利率52bp，目前低于政策目标利率140bp，与去年二季度持平，较去年三、四季度谨慎。而从期限利差角度看，目前十年期与两年期利差仍处倒挂区间，利差修复的行情空间仍大。

商品指数整体在2022年下半年并触顶回落，此后随经济衰退风险预期的来回修正而宽幅震荡。黄金受益于地缘政治避险属性等多元因素支撑下，

价格处于历史高位区间。

截至2024年1月24日，利率期货显示，目前市场对3月降息预期概率48%，对5月降息预期概率为86%，对年底预期利率中值为4%，随较年初预期有所下修，但仍明显较点阵图的4.6%乐观。

图表 16：截至1月24日CME美国利率期货隐含市场对美联储利率操作的预期

	2月 2024	3月	5月	6月	8月	9月	11月	12月
325-350								0.8%
350-375							0.9%	15.6%
375-400						1.5%	19.2%	36.6%
400-425					1.6%	30.1%	40.9%	31.9%
425-450				1.8%	31.9%	47.6%	29.7%	12.6%
450-475			1.4%	34.9%	48.6%	18.6%	8.4%	2.4%
475-500		1.9%	34.8%	50.0%	16.6%	2.1%	0.9%	0.2%
500-525	4.1%	46.3%	50.4%	13.3%	1.2%			
525-550 (目前)	95.9%	51.8%	13.5%					

表格 5：2023 年下半年以来大类资产月度涨跌幅表现

	2024 年1月	2023 年12月	2023年 11月	2023 年10月	2023 年9月	2023 年8月	2023 年7月	2023 年6月
MSCI美股	1.9%	4.6%	9.2%	-2.4%	-4.8%	-1.9%	3.4%	6.5%
CBOT10Y美债	-1.4%	2.6%	3.6%	-2.0%	-2.7%	-0.4%	-0.8%	-2.1%
COMEX黄金	-2.0%	0.7%	3.1%	6.8%	-5.2%	-2.1%	3.9%	-2.7%
ICE布伦特原油	3.5%	-4.7%	-5.5%	-7.1%	6.1%	1.6%	13.0%	3.6%
南华工业品指数	0.4%	-0.3%	0.4%	-1.9%	2.5%	3.5%	7.1%	6.7%
南华农产品指数	-0.7%	-3.5%	-0.6%	-5.0%	-2.5%	4.1%	5.1%	7.5%

数据来源：CME，Wind，广州期货研究中心

## （四）总结

综上所述，美联储货币宽松周期内经济通常出现不同程度衰退或降温，而后随政策刺激效果落地，经济向好修复，大类资产行情走势的宏观逻辑与此一致，不同市场对交易抢跑的时点和程度不同。整体来看，大类资产行情规律表现为（1）美债确定性最高，且抢跑交易明显，曲线在首次降息后快速转为牛陡，至经济基本面触底回升后利率反弹。（2）美股先抑后扬，在宽松周期开启附近或周期前半段出现一波回调。（3）商品规律不明显，部分工业品呈V型走势，贵金属走强趋势性较强。

综合考虑本次货币周期的特殊性以及目前市场抢跑交易的节奏来看，我们认为，在降息行情的左侧博弈中，趋势性做多黄金仍具备性价比，且随着预期的不断修正及反复，市场双向波动仍大，围绕经济数据开展博弈；而随着首次降息到来，做陡美债收益率曲线成为确定性较高的策略，此外根据基本面变化关注供应端风险较小的部分工业品的衰退逻辑交易。



## 免责声明

本报告由广州期货股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，本公司具有中国证监会许可的期货公司投资咨询业务资格，本报告基于合法取得的信息，但本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，并不构成所述品种的操作依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司以及雇员不对任何人因使用本报告中的任何内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本报告版权归本公司所有，本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载本报告的全部或部分内容，不得再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如引用、刊发，须注明出处为广州期货股份有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

广州期货股份有限公司提醒广大投资者：期市有风险，入市需谨慎！

## 研究中心简介

广州期货研究中心秉承公司“不断超越、更加优秀”的企业精神和“简单、用心、创新、拼搏”的团队文化，以“稳中求进、志存高远”为指导思想，在“合规、诚信、专业、图强”的经营方针下，试图将研究能力打造成引领公司业务发展的名片，让风险管理文化惠及衍生品投资者，回报客户、回报员工、回报股东、回报社会。

研究中心设立农产品研究团队、金属研究团队、化工能源研究团队、金融衍生品研究团队、创新研究团队等五个研究团队，覆盖了宏观、金融、金属、能化、农牧等全品种衍生工具的研究，拥有一批理论基础扎实、产业经验丰富、机构服务有效的分析师，以满足业务开发及机构、产业和个人投资者的需求。同时，研究中心形成了以早报、晨会、周报、月报、年报等定期报告和深度专题、行情分析、调研报告、数据时事点评、策略报告等不定期报告为主体的研究报告体系，通过纸质/电子报告、公司网站、公众号、媒体转载、电视台等方式推动给客户，力争为投资者提供全面、深入、及时的研究服务。此外，研究中心还会提供定制的套保套利方案、委托课题研究等，以满足客户的个性化、专业化需求。

研究中心在服务公司业务的同时，也积极地为期货市场发展建言献策。研究中心与监管部门、政府部门、行业协会、期货交易所、高校及各类研究机构都有着广泛的交流与合作，在期货行业发展、交易策略模式、风险管理控制、投资者行为等方面做了很多前瞻性研究。

未来，广州期货研究中心将依托股东越秀资本在研究中的资源优势，进一步搭建适合公司发展、适合期货市场现状的研究模式，更好服务公司业务、公司品牌和公司战略，成为公司的人才培养基地。

### 研究中心联系方式

金融衍生品研究团队：(020) 22836116

金属研究团队：(020) 22836117

化工能源研究团队：(020) 22836104

创新研究团队：(020) 22836114

农产品研究团队：(020) 22836105

办公地址：广州市天河区临江大道1号寺右万科中心南塔6层

邮政编码：510627

## 广州期货业务单元一览

广州期货是大连商品交易所（会员号：0225）、郑州商品交易所（会员号：0225）、上海期货交易所（会员号：0338）、上海国际能源交易中心（会员号：8338）会员单位，中国金融期货交易所（会员号：0196）交易结算会员单位，可代理国内所有商品期货和期权、金融期货品种交易。除从事传统期货经纪业务外，公司可开展期货投资咨询、资产管理、银行间债券市场交易以及风险管理子公司业务。公司总部位于广州，业务范围覆盖全国，可为投资者提供一站式的金融服务。

### 广州期货主要业务单元联系方式

#### 广州期货主要业务单元联系方式

上海分公司	杭州城星路营业部	上海陆家嘴营业部	广东金融高新区分公司
联系电话：021-68905325 办公地址：上海市浦东新区向城路69号1幢12层（电梯楼层15层）03室	联系电话：0571-89809624 办公地址：浙江省杭州市江干区城星路111号钱江国际时代广场2幢1301室	联系电话：021-50568018 办公地址：中国（上海）自由贸易试验区东方路899号1201-1202室	联系电话：0757-88772666 办公地址：广东省佛山市南海区海五路28号华南国际金融中心2幢2302房
深圳营业部	佛山分公司	东莞营业部	清远营业部
联系电话：0755-83533302 办公地址：广东省深圳市福田区梅林街道梅林路卓越梅林中心广场（南区）A座704A、705	联系电话：0757-83607028 办公地址：佛山市禅城区祖庙街道季华五路57号2座3006室	联系电话：0769-22900598 办公地址：广东省东莞市南城街道三元路2号粤丰大厦办公1501B	联系电话：0763-3808515 办公地址：广东省清远市静福路25号金茂翰林院六号楼2层04、05、06号
肇庆营业部	北京分公司	湖北分公司	郑州营业部
联系电话：0758-2270761 办公地址：广东省肇庆市端州区信安五路2号华生商住中心商业办公楼1704、1705办公室	联系电话：010-63360528 办公地址：北京市丰台区丽泽路24号院1号楼-5至32层101内12层1211	联系电话：027-59219121 办公地址：湖北省武汉市江汉区香港路193号中华城A写字楼14层1401-9号	联系电话：0371-86533821 办公地址：河南自贸试验区郑州片区（郑东）普惠路80号1号楼2单元23层2301号
青岛分公司	四川分公司	机构业务部	机构事业一部
联系电话：0532-88910060 办公地址：山东省青岛市崂山区深圳路100号办公楼户905室	联系电话：028-83279757 办公地址：四川省成都市武侯区人民南路4段12号6栋802号	联系电话：020-22836158 办公地址：广州市天河区临江大道1号寺右万科中心南塔6层	联系电话：020-22836155 办公地址：广州市天河区临江大道1号寺右万科中心南塔6层
机构事业二部	机构事业三部	机构事业四部	广期资本管理（上海）有限公司
联系电话：020-22836182 办公地址：广州市天河区临江大道1号寺右万科中心南塔6层	联系电话：020-22836185 办公地址：广州市天河区临江大道1号寺右万科中心南塔6层	联系电话：020-22836187 办公地址：广州市天河区临江大道1号寺右万科中心南塔6层	联系电话：021-50390265 办公地址：上海市浦东新区福山路388号越秀大厦701室