

航程未卜，迷雾渐开

报告日期：2024年3月31日

★ 支线一：能源波澜引发的通胀蝶变与挑战：

从2月美国CPI细分项来看，1Q24能源价格是美国CPI超预期的主要推手。原油价格上涨显著，则主要是受到地缘政治和供给侧双重因素影响。2月核心CPI同比持续缓慢下行，显示出美联储相对更看重的降通胀趋势延续不变，但1H24的整体回落速度大概率慢于市场预期。

★ 支线二：劳动力市场降温，但降息为时尚早：

当前的劳动参与率和失业率能够显示劳动力市场正在经历降温，为美联储降息提供条件，就薪资增速也表明劳动力市场的紧张程度已得到小幅缓解，“工资-通胀”螺旋下，超级核心服务通胀有望持续下行，但下行幅度不宜高估，因为从就业数据的趋势上看，劳动力市场实际韧性仍然较强。因此当前劳动力市场的降温实际上强化了美联储年内降息的可能，但距离真正的降息尚需一段时间。

★ 主线：鲍威尔仍在等待，美联储的权衡与选择：

当前仍处于“Higher For Longer”的阶段，即便未能在2024年内将通胀降至2%的水平，也不妨碍美联储作出货币政策转向的决策，但首次降息的时间点不宜过早，节奏也不宜过快，以免引发“双峰通胀”的威胁。我们认为6月开启降息的可能性较大，且全年净降息合计在75BP或以下的可能性较高。

★ 结果：美联储降息预期下大宗商品的的风险：

预计美国温和衰退的情况下，美联储降息政策带来的流动性释放将成为市场主线。因此，降息的时点与步调，以及市场对释放流动性节奏的预期，将决定2024年大宗商品交易的风险。具体来看，美联储降息对大宗商品价格的影响，主要包括以下两个方面：一是通过释放流动性，提升大宗商品的需求，进而推高其价格；二是通过稳定全球市场，引导市场预期经济向好，并维持大宗商品价格稳定向上。

★ 风险提示：

美联储采取激进的货币政策：通胀降温则短期内大幅降息，通胀二次抬升则再度加息。

东方证券
ORIENT SECURITIES

期货

吴奇翀 产业咨询高级分析师

从业资格号：F03103978

投资咨询号：Z0019617

Tel: 8621-63325888

Email: qichong.wu@orientfutures.com

CRB 现货商品指数



相关研报

- 2022.12.28 《为之于未有，治之于未乱》
- 2023.1.20 《双重博弈视角下的大宗商品》
- 2023.2.13 《多一点真诚，少一点套路——“托克镍”事件的浅研》
- 2023.2.21 《通胀回落不及预期下的避险》
- 2023.4.11 《汽车企业大宗商品风险管理》
- 2023.5.15 《宏观风起，大宗价摇。多舛之际，风险何在？》
- 2023.7.7 《防守反击：2H23的潜在风险》
- 2023.12.28 《未雨绸缪，破浪前行》

目录

1、支线一：能源波澜引发的通胀蝶变与挑战.....	4
1.1、能源价格对通胀下行的挑战.....	6
1.2、核心通胀黏性与趋势的交织.....	8
2、支线二：劳动力市场降温，但降息为时尚早.....	9
2.1、新增非农就业强势下的水分.....	9
2.2、就业数据或提供降息的条件.....	10
2.3、薪资增速强化了降息的可能.....	11
3、主线：鲍威尔仍在等待，美联储的权衡与选择.....	12
3.1、在鲍威尔发言中找出的端倪.....	12
3.2、经济之舟漂浮于通胀的浪尖.....	13
3.3、点阵图在区间与次数的指引.....	14
3.4、经济之舟在通胀迷雾的航行.....	14
4、结果：美联储降息预期下大宗商品的风险.....	15
4.1、流动性之于商品价格的推动.....	15
4.2、预期引导下抬高价格的信心.....	16
4.3、大宗商品风险的结论与应对.....	17
5、风险提示.....	17

图表目录

图表 1：2024 年 2 月美国 CPI 分项权重、同比及环比变动	5
图表 2：1Q24 原油价格上涨显著	6
图表 3：OPEC 四国产量	6
图表 4：俄罗斯原油和石油产品出口量	6
图表 5：EIA 原油+汽柴油库存超预期减少	6
图表 6：减产豁免国复产或将抵消 OPEC+减产影响	7
图表 7：美国原油钻机数处于低位，产量回升空间不大	7
图表 8：中国需求预计保持稳定	7
图表 9：旺季来临，美国炼厂加工量或将季节性回升	7
图表 10：美国超级核心通胀增速水平仍高	8
图表 11：亚特兰大联储粘性价格 CPI	8
图表 12：美国 CPI 和核心 CPI	9
图表 13：滞后效应可能导致房租通胀反复	9
图表 14：2 月新增非农数据上来看仍然保持绝对强势	10
图表 15：教育和保健行业服务面临最高的职位空缺	10
图表 16：失业率与劳动参与率显示劳动力市场降温	10
图表 17：企业对美国经济前景存在担忧	10
图表 18：美国时薪增速大幅回落	11
图表 19：亚特兰大联储薪资增速	11
图表 20：截至 2024 年 3 月 29 日市场预测的利率区间概率（%）	13
图表 21：货币供应量可能决定美联储降息的时间点	13
图表 22：激进降息可能引起“双峰通胀”	13
图表 23：2023 年 12 月 FOMC 会议点阵图	14
图表 24：2024 年 3 月 FOMC 会议点阵图	14
图表 25：基础货币增加会带动大宗商品价格上涨	15
图表 26：CRB 指数理论上与美元指数负相关	15
图表 27：历轮美联储降息情况	16
图表 28：基础货币增加会带动大宗商品价格上涨	16
图表 29：CRB 商品指数和美元指数负相关	16
图表 30：历轮美联储降息后部分大宗商品表现	17

2Q24 大宗商品宏观交易的风险，主线仍然围绕着美联储货币政策展开，而支线则包含着通货膨胀、劳动力市场两个方向。

通货膨胀方面，从2月美国CPI细分项来看，1Q24能源价格是美国CPI超预期的主要推手。原油价格上涨显著，则主要是受到地缘政治和供给侧双重因素影响。2月核心CPI同比持续缓慢下行，显示出美联储相对更看重的降通胀趋势延续不变，但**1H24的整体回落速度大概率慢于市场预期。**

美国劳动力市场方面，当前的劳动参与率和失业率能够显示劳动力市场正在经历降温，为美联储降息提供条件，就薪资增速也表明劳动力市场的紧张程度已得到小幅缓解，“工资-通胀”螺旋下，超级核心服务通胀有望持续下行，但下行幅度不宜高估，因为从就业数据的趋势上看，劳动力市场实际韧性仍然较强。因此**当前劳动力市场的降温实际上强化了美联储年内降息的可能，但距离真正的降息尚需一段时间。**

主线美联储货币政策方面，当前仍处于“Higher For Longer”的阶段，即便未能在2024年内将通胀降至2%的水平，也不妨碍美联储作出货币政策转向的决策，但首次降息的时间点不宜过早，节奏也不宜过快，以免引发“双峰通胀”的威胁。**我们认为6月开启降息的可能性较大，且全年净降息合计在75BP或以下的可能性较高。**

由上述三个原因引发的2Q24大宗商品风险，将定位在美国衰退的程度和速度上，对于衰退，我们始终维持温和衰退的观点，市场不会引发剧烈风险，而随着预期逐渐趋向交易流动性松动，尤其当美元出现趋势向下拐点时，将对大宗商品市场，特别是受宏观因素主导的品种带来宏观层面的正面影响。此外，在极端宽松的货币政策下，流动性过剩可能进一步加剧商品价格的波动。这种波动亦会对市场参与者造成一定程度的挑战，尤其是在定价和预期管理方面。因此，考虑到这些趋势，**我们建议产业企业需要根据不同商品的市场变化，加强风险管理，特别宏观定价商品，依据各自基本面行情，进行更为精细化的保值。**

1、支线一：能源波澜引发的通胀蝶变与挑战

从2月美国CPI细分项来看，1Q24能源价格是美国CPI超预期的主要推手。这符合我们在2023年年度报告《未雨绸缪，破浪前行》中的观点，即能源项通胀后续对美国整体通胀的下拉力量预计有所反复。原油价格上涨显著，则主要是受到地缘政治和供给侧双重因素影响。2Q24原油的供给侧预计不会出现明显拐点，尽管地缘冲突持续，但基本已经计价，再度溢价有限；需求侧则有望进入上升期，或将产生更多边际影响。

2月核心CPI同比持续缓慢下行，显示出美联储相对更看重的降通胀趋势延续不变，但**1H24的整体回落速度大概率慢于市场预期。**一方面，鉴于原油价格高企，叠加红海危机提升海运成本，我们预计除二手车外的多数耐用品存在价格上行驱动，因此1H24核心商品通胀进一步降温的空间有限，一定概率会出现反弹；另一方面，核心服务通胀速度下行趋势不变，有利于2Q24核心通胀降温，但降幅预计收窄，对整体通胀回落的下拉力量或不及预期。

图表 1：2024 年 2 月美国 CPI 分项权重、同比及环比变动

CPI 分项	权重 (%)	2024 年 2 月未经调整 (%)		2024 年季调环比 (%)		
		同比	环比	2023 年 12 月	2024 年 1 月	2024 年 2 月
所有项目	100	3.20	0.60	0.20	0.30	0.40
食品	13.561	2.20	0.10	0.20	0.40	0.00
家庭食品	8.177	1.00	0.10	0.10	0.40	0.00
谷物烘焙	1.062	1.70	0.60	-0.10	-0.20	0.50
肉禽鱼蛋	1.711	-0.50	0.10	0.30	0.00	0.10
乳制品	0.747	-1.80	-0.60	0.10	0.20	-0.60
水果蔬菜	1.421	0.80	-0.20	0.00	0.40	-0.20
非酒精饮料	1.044	2.30	0.20	0.20	1.20	-0.20
其他食物	2.193	2.30	0.40	0.20	0.60	0.00
非家用食品	5.384	4.50	0.10	0.30	0.50	0.10
能源	6.644	-1.90	2.20	-0.20	-0.90	2.30
能源商品	3.467	-4.20	4.10	-0.70	-3.20	3.60
燃油	0.083	-5.4	1.50	-3.30	-4.50	1.10
发动机燃料	3.3	-4.2	4.30	-0.60	-3.30	3.70
汽油	3.194	-3.9	4.30	-0.60	-3.30	3.80
能源服务	3.177	0.5	0.10	0.30	1.40	0.80
电力	2.483	3.60	-0.10	0.60	1.20	0.30
燃气服务	0.695	-8.8	0.70	-0.60	2.00	2.30
核心项目	79.794	3.80	0.60	0.30	0.40	0.40
核心商品	18.82	-0.30	0.50	-0.10	-0.30	0.10
服装	2.541	0.00	3.20	0.00	-0.70	0.60
新车	3.671	0.40	0.00	0.20	0.00	-0.10
二手车	1.926	-1.80	0.30	0.60	-3.40	0.50
医疗保健品	1.472	2.90	0.10	-0.10	-0.60	0.10
酒精饮料	0.852	2.40	0.20	0.10	0.30	0.00
烟草	0.54	7.10	0.80	-0.10	0.30	0.80
核心服务	60.974	5.20	0.60	0.40	0.70	0.50
住宅	36.222	5.70	0.50	0.40	0.60	0.40
主要房租	7.655	5.80	0.40	0.40	0.40	0.50
其他租金	26.766	6.00	0.40	0.40	0.60	0.40
医疗服务	6.543	1.10	0.00	0.50	0.70	-0.10
医生服务	1.829	0.40	-0.20	0.20	0.60	-0.20
医院服务	2.007	6.10	-0.60	0.50	1.60	-0.60
运输服务	6.304	9.90	2.00	0.10	1.00	1.40
车辆保养修理	1.237	6.70	0.40	-0.30	0.80	0.40
车辆保险	2.828	20.60	1.50	1.70	1.40	0.90
机票	0.760	-6.1	6.60	0.90	1.40	3.60

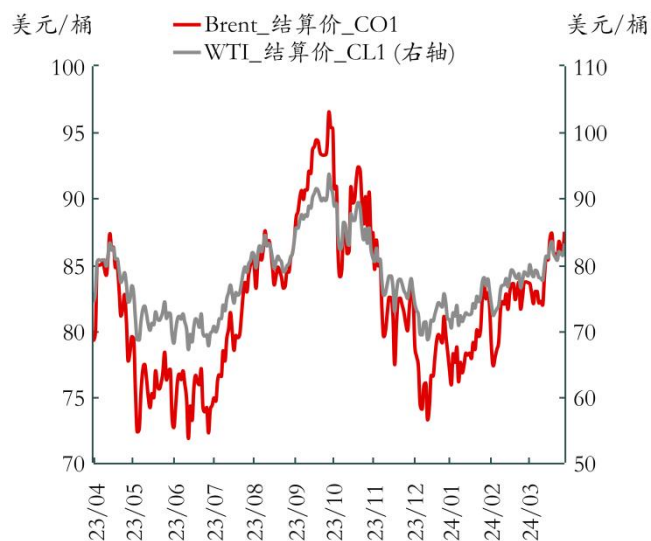
资料来源：BLS，东证衍生品研究院

1.1、能源价格对通胀下行的挑战

1Q24 能源价格是美国 CPI 超预期的主要推手，这符合我们在《未雨绸缪，破浪前行》中的观点，即能源项通胀后续对美国整体通胀的下拉力量预计有所反复。

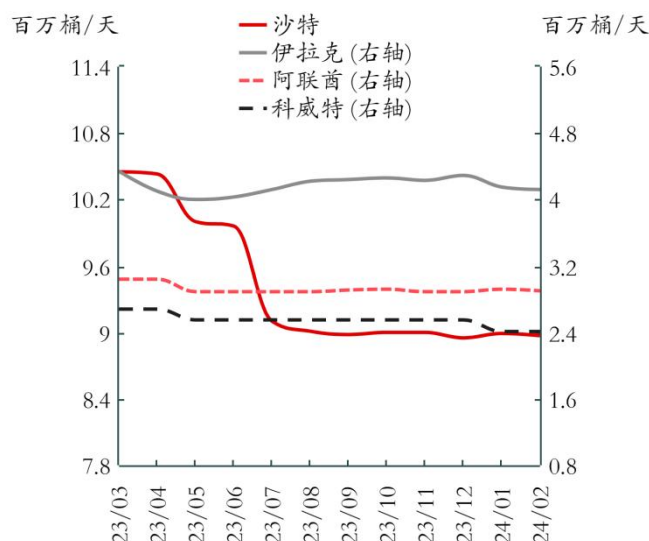
1Q24 原油价格上涨显著，主要受到地缘政治和供给侧双重因素影响。地缘政治方面，1 月红海危机升级为军事冲突，3 月乌克兰无人机袭击俄罗斯炼厂，地缘政治风险升级，存在短期风险溢价；供给侧方面，红海危机对中东原油产量威胁相对较小，但俄乌冲突可能影响俄油出口量，此外 OPEC+ 同意延长减产 220 万桶/日至 2Q24，年初极寒天气导致美国原油产量及 EIA 原油库存均超预期减少。

图表 2：1Q24 原油价格上涨显著



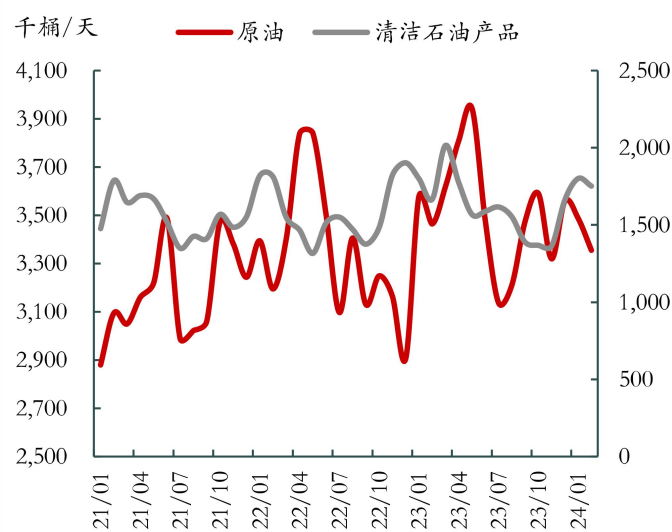
资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

图表 3：OPEC 四国产量



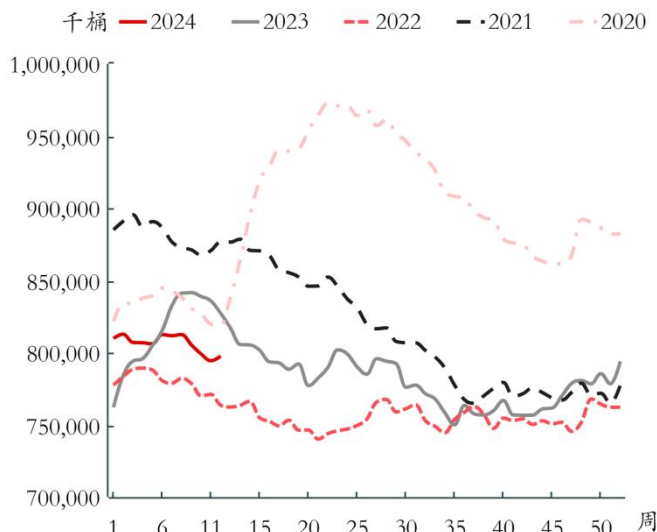
资料来源：Refinitiv，东证衍生品研究院

图表 4：俄罗斯原油和石油产品出口量



资料来源：Kpler，东证衍生品研究院

图表 5：EIA 原油+汽柴油库存超预期减少



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

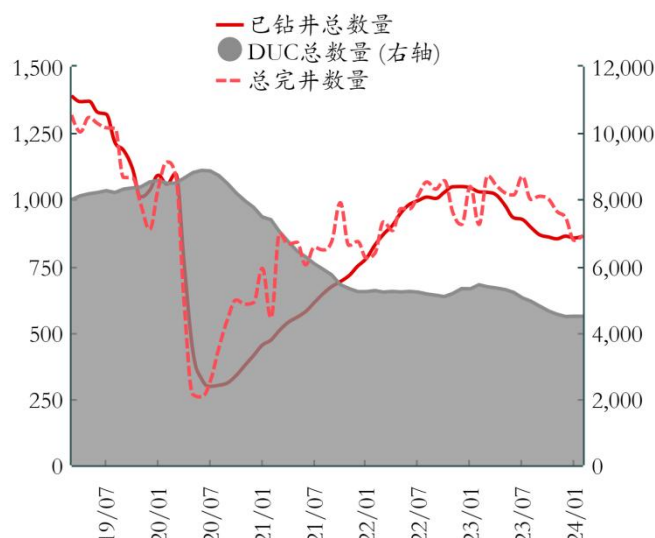
2Q24 的供给侧来看，不会出现明显拐点，尽管地缘冲突持续，但基本已经计价，再度溢价有限。OPEC 减产豁免国利比亚复产，一定程度上将抵消 OPEC+减产带来的影响，而美国原油产量在极寒天气之后逐步回升，但鉴于原油钻机数处于低位，产量回升空间不大。2Q24 全球原油需求预计进入上升期，或将产生更多边际影响。中国需求预计保持稳定，而随着夏季需求旺季来临，美国炼厂加工量或将季节性回升，但此前两年高油价均对需求产生负面作用，因此仍需关注旺季需求是否如期兑现。

图表 6：减产豁免国复产或将抵消 OPEC+减产影响



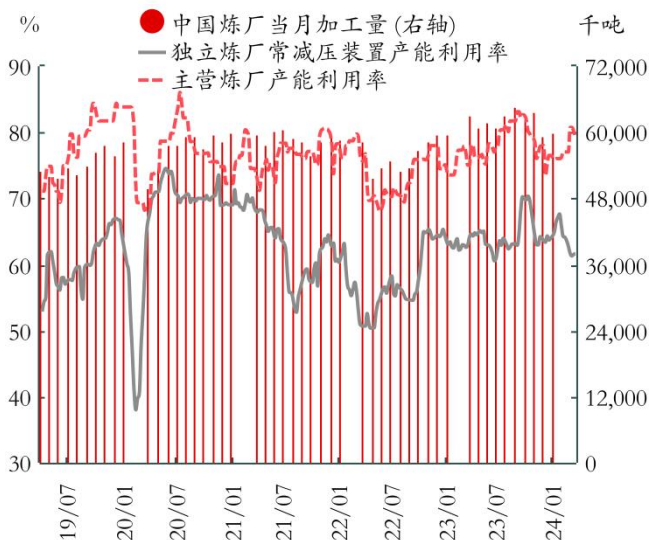
资料来源：Refinitiv，东证衍生品研究院

图表 7：美国原油钻机数处于低位，产量回升空间不大



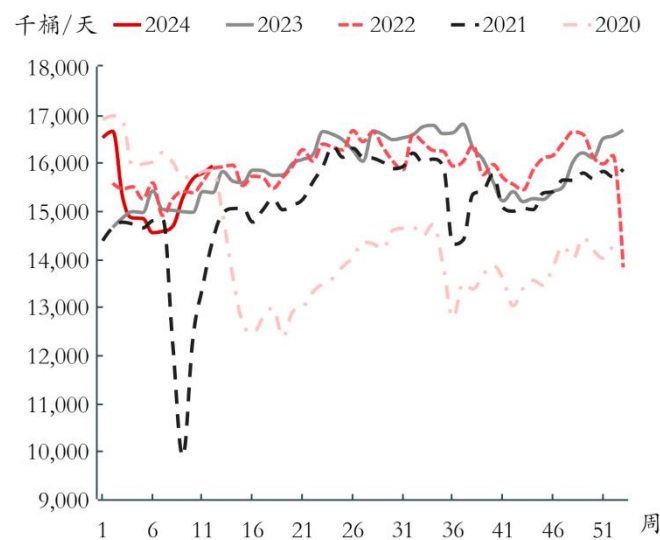
资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

图表 8：中国需求预计保持稳定



资料来源：Bloomberg，隆众资讯，东证衍生品研究院

图表 9：旺季来临，美国炼厂加工量或将季节性回升

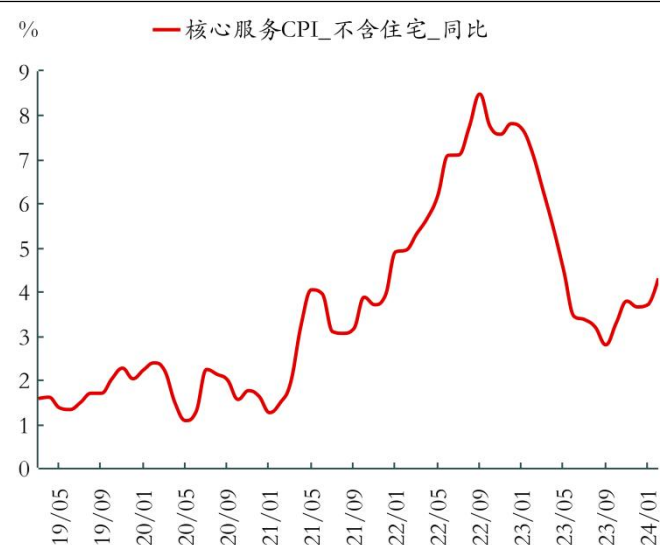


资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

1.2、核心通胀黏性与趋势的交织

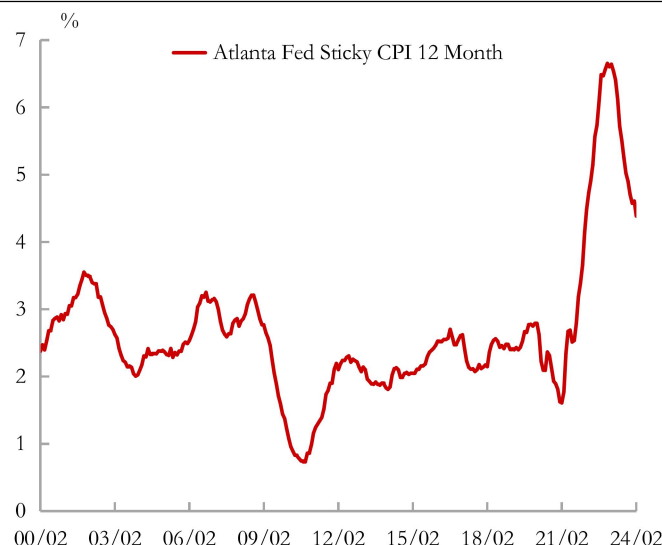
2月核心CPI同比持续缓慢下行，显示出美联储相对更看重的降通胀趋势延续不变，但1H24的整体回落速度大概率慢于市场预期。其中，二手车、运输服务等分项超预期上涨，导致超级核心通胀增速水平仍高，因此也体现出当前通胀问题的黏性仍然较强。通过亚特兰大联储粘性价格CPI亦可佐证这一观点，通胀的粘性构成居高不下——尽管在过去一年中，从2022年底的最高位有大幅下降，但当前仍维持绝对高位，即CPI各分项中，价格变化率较低项目的通胀率远没有回落至疫情前的水平，其中核心服务项占据较大比重，回落至通胀2%的长期水平所需时间存在较大不确定性。

图表 10：美国超级核心通胀增速水平仍高



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

图表 11：亚特兰大联储粘性价格CPI

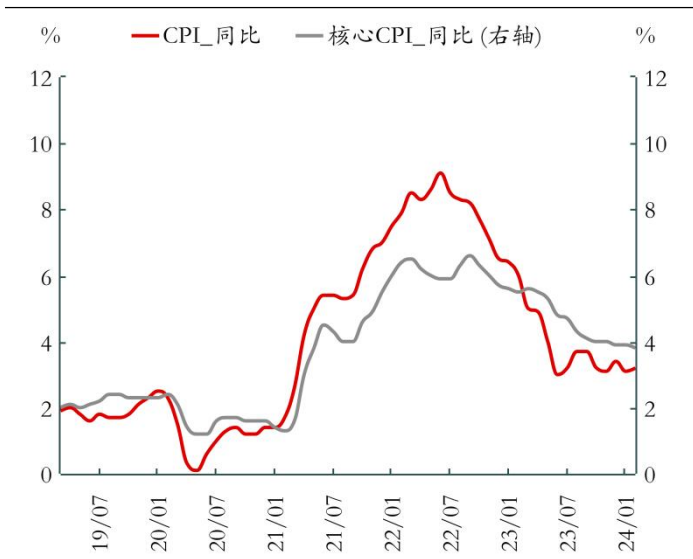


资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

从核心商品分项来看，尽管二手车环比小幅上涨，导致整体环比降幅有所放缓，但仍是1Q24通胀较大的下拉力量。当前领先指标Manheim二手车价格指数持续回落，美国汽车库存则持续回升，预计后续二手车通胀将保持稳定下行。鉴于原油价格高企，叠加红海危机提升海运成本，我们预计除二手车外的多数耐用品存在价格上行驱动，因此1H24核心商品通胀进一步降温的空间有限，一定概率会出现反弹。

不仅影响核心商品，原油价格上涨同样会导致核心服务通胀的反复。部分分项的反弹已经在2月份的数据中有所体现，其中，运输服务同比大幅上涨9.9%，录得2月单项同比最大涨幅，由此可以印证前文的结论，即1Q24能源价格是美国CPI超预期的主要推手。美联储此前上调了核心服务项的权重，可见核心服务通胀将是决定核心通胀能否持续朝着美联储设定的目标方向发展的关键因素。导致核心服务通胀反复的也不止原油价格一个问题，住宅同比上涨5.7%，同比速度有所回落但仍处高位，因此，房租通胀亦是核心服务通胀高企的另一个原因。而房租通胀的不确定性一定程度上来源于数据统计的滞后性，一般来说，从租客签订租约到CPI分项数据出炉，并反映出通胀变化情况需要半年以上的时间，这种滞后效应叠加1Q24房屋价格的上涨，可能会导致房租通胀的反复。总体来看，核心服务通胀速度下行趋势不变，有利于2Q24核心通胀的降温，但降幅预计收窄，对整体通胀回落的下拉力量或不及预期。

图表 12：美国 CPI 和核心 CPI



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

图表 13：滞后效应可能导致房租通胀反复



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

2、支线二：劳动力市场降温，但降息为时尚早

关于美国的劳动力市场，我们在《未雨绸缪，破浪前行》中抛出三个观点：一是低通胀与充分就业，历来是美联储货币政策的核心目标；二是若失业率连续3个月超过5%，则美联储可能启动宽松的货币政策；三是彼时美国劳动力市场供不应求的格局并未转变，美联储启动宽松的货币政策为时尚早。上述三个观点在当下仍然保持有效。

首先，低通胀与充分就业，历来是美联储货币政策的核心目标。适度的通胀有助于鼓励消费和投资，但高通胀可能导致货币贬值，削弱购买力。实现充分就业意味着经济中的劳动力资源得到最大程度利用，有助于提高生产率，并减少社会不稳定因素。

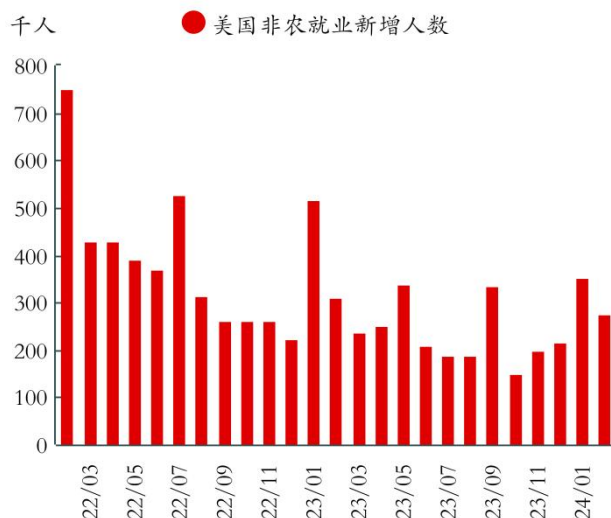
其次，美国当前的劳动参与率和失业率能够显示劳动力市场正在经历降温，为美联储降息提供条件。就薪资增速而言，劳动力市场的紧张程度已得到小幅缓解，“工资-通胀”螺旋下，超级核心服务通胀有望持续下行。

最后，超级核心服务通胀下行幅度不宜高估，因为从就业数据的趋势上看，劳动力市场实际韧性仍然较强。因此当前劳动力市场的降温实际上强化了美联储年内降息的可能，但距离真正的降息尚需一段时间。

2.1、新增非农就业强势下的水分

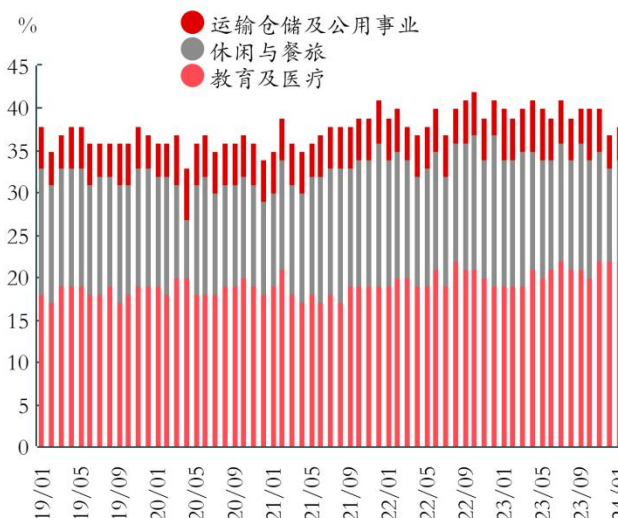
2月新增非农27.5万人，仍远高于市场预期，数据上来看仍然保持绝对强势，但其中不乏一些“水分”，最主要的就来自于对前期数据的下修。2023年12月至2024年1月，新增非农就业累计下修达16.7万，前期的高幅下修间接导致了2月读数超预期，但从后续来看，预计2月份的数据也可能面临下修风险。从新增就业的行业来看，较为集中地处于服务业，新增20.4万人就业，占据全部新增就业的74.18%，其中教育和保健服务业、休闲和酒店业、运输仓储业受天气回暖的影响，较1月显著回升，占据较大比重，反观职位空缺情况，同样是此三行业分列前三位。

图表 14: 2 月新增非农数据上来看仍然保持绝对强势



资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

图表 15: 教育和保健行业服务面临最高的职位空缺

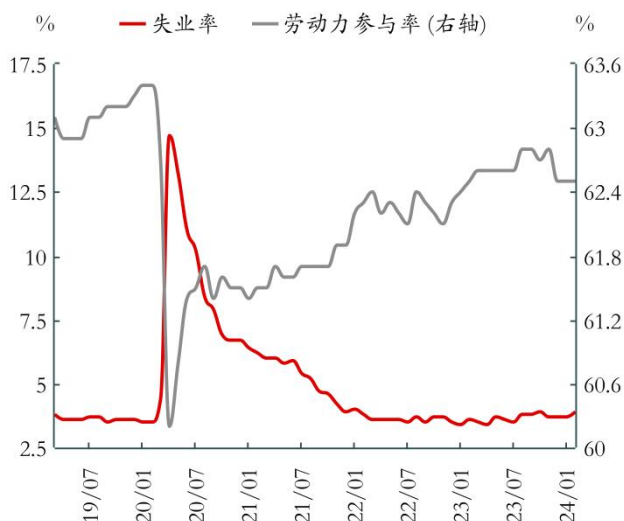


资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

2.2、就业数据或提供降息的条件

2 月美国劳动参与率续第三个月稳定维持在 62.5% 的水平，失业率却意外地大幅反弹至 3.9%，达到近两年的高位，这反映了美国劳动力市场已经处于降温的过程中。失业情况方面，存在一些结构性问题。从年龄角度来看，U3 失业率上升 0.2 个百分点至 3.9%，而 U6 失业率则仅小幅上升 0.1 个百分点，代表年轻群体的失业率上升较为显著；从性别角度来看，女性失业率大幅上升 0.3 个百分点至 3.5%，而男性失业率则有所下降；从族裔角度来看，白人失业率持平于 3.4%，而非洲裔失业率则大幅上升 0.3 个百分点至 5.6%。此外，尽管失业人数增加，但新增就业岗位的数量并未达到预期水平，导致企业裁员和放缓招聘同步进行，尤其是在科技和金融行业，表明了其对经济前景的担忧。总体来看，劳动参与率和失业率的数据能够显示当前美国劳动力市场正在经历降温，一定程度上为美联储降息提供条件。

图表 16: 失业率与劳动参与率显示劳动力市场降温



资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

图表 17: 企业对美国经济前景存在担忧



资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

2.3、薪资增速强化了降息的可能

从劳动力供给侧的角度来看，20 至 24 岁的年轻群体和 55 岁以上的老年群体就业情况存在挑战，劳动参与率未能上升，此外，劳动力增加的同时亦会增加消费，因此对抑制通胀的潜在影响并非完全积极。反观需求端的角度，职位空缺与失业的比率仍未恢复到疫情前的水平。供需结果来看，2 月美国时薪增速大幅回落至 0.14%。我们在 2023 年半年度报告《防守反击：2H23 的潜在风险》中提出，薪资增速的强韧性导致了核心服务通胀的强粘性，成为美国整体通胀下行的重要阻力，而只有当劳动力市场降温，核心服务通胀方能有缓和之机。就当前的薪资增速而言，劳动力市场的紧张程度已得到小幅缓解，“工资-通胀”螺旋下，超级核心服务通胀有望持续下行，但下行幅度方面不宜高估。

不宜高估的原因是从就业数据的趋势上看，劳动力市场实际韧性仍然较强。3.9%的失业率处于历史低位区，数值远低于我们前文判断 5%的临界点，同时初次申请失业金人数也保持在较低水平，叠加新增非农就业三月移动平均保持稳定升势，我们据此判断当前美国经济基本面阶段性韧性较强，预计将出现温和衰退的“软着陆”，符合我们在《防守反击：2H23 的潜在风险》中的观点。因此，单 2 月的数据对美联储货币政策最终决策的影响较为有限，反之阶段性的趋势性变化才是其关注的重点。因此，在超级核心服务通胀下行幅度方面，自然不宜高估。整体来看，当前美国劳动力市场的降温强化了美联储年内降息的可能，但距离真正的降息尚需一段时间。

图表 18：美国时薪增速大幅回落



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

图表 19：亚特兰大联储薪资增速



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

3、主线：鲍威尔仍在等待，美联储的权衡与选择

3.1、在鲍威尔发言中找出的端倪

2024 年前两次 FOMC 会议上，美联储再度维持联邦基金利率于 5.25% 至 5.50% 不变。3 月点阵图显示，2024 年降息 3 次，每次 25bp。在此，我们回顾一下前两场 FOMC 会议上鲍威尔的发言，可以发现其表态与我们前述“低通胀与充分就业，历来是美联储货币政策的核心目标”的观点一致，二者目前均在向好的可控范围内，而对于降息，则言之尚早——

- 1 月 31 日，第一次会议：鲍威尔强调美联储的“法定目标是就业最大化和物价稳定，而非控制住房成本”（“our statutory goals are maximum employment and price stability …… not targeting housing price inflation, the cost of housing”），对于通胀，他们已察觉到“正在下降”（“inflation is coming down”），而对于劳动力市场，则认为“强劲”（“labor market is strong”）且“依然紧张”（“remains tight”），但已“有所缓解”（“tightness has eased”），因为“供需状况继续趋于平衡”（“supply and demand conditions continue to come into better balance”）。当谈及降息，他表示“尚未积极考虑”（“we weren’t actively considering …… federal funds rate down”），因此尽管“委员几乎都认为降息合适”（“almost every participant on the Committee does believe that it will be appropriate to reduce rates”），但目前仍然“没有降息提议”（“no proposal to cut rates”）。不过，他同时表示可以确定的是，“如果经济如期发展，则今年降息是合适的”（“if the economy evolves broadly as expected, it will likely be appropriate to begin dialing back policy restraint at some point this year”）。——这与我们前述“低通胀与充分就业，历来是美联储货币政策的核心目标”的观点一致，可以确定的是 1 月份时，美联储已经接近在通胀与就业中找到平衡点；
- 3 月 20 日，第二次会议：鲍威尔承认“紧缩是货币政策给经济活动和通胀带来下行压力”（“restrictive stance of monetary policy has been putting downward pressure on economic activity and inflation”），同时指当前“就业和通胀正在趋于平衡”（“employment and inflation goals are moving into better balance”），一方面“通胀问题持续取得进展”（“progress on inflation has continued”），另一方面劳动力市场的表态与 1 月会议如出一辙，“劳动力市场紧张状况有所缓解”（“labor market tightness has eased”），因为“供需状况继续趋于平衡”（“supply and demand conditions continue to come into better balance”）。总体来看，他认为“通胀率会在崎岖的道路上逐渐下降至 2%”（“inflation coming down gradually toward 2 percent on a sometimes-bumpy path”），而目前“时薪增长放缓，职位空缺减少”（“nominal wage growth has been easing, and job vacancies have declined”），并且预计“今年底失业率中位数为 4.0%，明年底为 4.1%”（“the median unemployment rate projection in the SEP is 4.0 percent at the end of this year and 4.1 percent at the end of next year”）——4.0% 与我们前述 5% 的临界值有较大出入，但我们认为鉴于目前失业率长期较低，阈值渐低亦是可行之道，同样能够发现美联储在通胀与就业中距离平衡点越来越近了。

3.2、经济之舟漂浮于通胀的浪尖

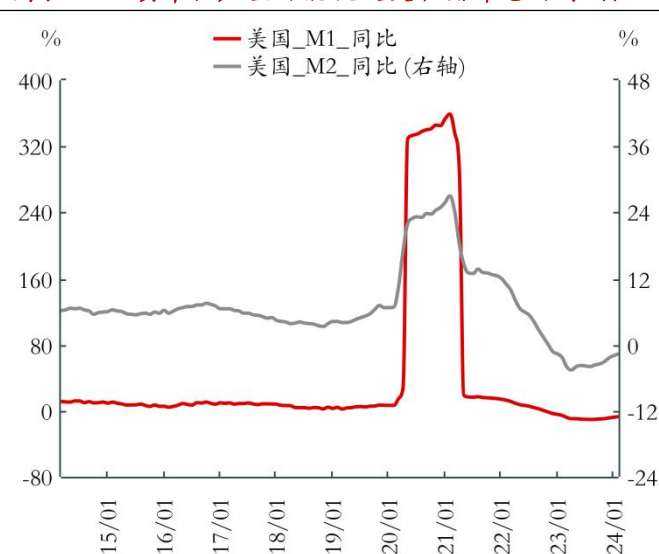
根据 CME Fed Watch Tool，市场认为美联储将在 2024 年 6 月选择降息 25bp，年内净降息合计达到 75bp，包括 4 次降息 100bp 及在年末 1 次加息 25bp。从首次降息的时间点来看，6 月份是合适的，但关于年内降息合计量，以及加息的可能性，我们持保留观点。首先，假设 6 月开启降息，彼时美国经济数据与通胀数据之间的颗粒度尚未对齐，通胀预计存在较强粘性，可能出现反弹，鉴于此，我们认为降息合计在 75BP 或以下的可能性较高。其次，对于年内加息的市场观点，我们认为大可不必，尽管我们也曾在《未雨绸缪，破浪前行》中提出，首次降息的时间点不宜过早，节奏也不宜过快，否则“双峰通胀”仍然会是威胁，但同时我们也认为对于抗通胀，一方面要看超级核心通胀是否有所反弹，另一方面则要看货币供应量，此前货币高增长导致基数偏高，按回落速度推算，2Q24 至 3Q24 货币供应量可能回落至长期趋势线以下，叠加超级核心通胀的缓解，美国整体通胀可能会显著缓解，届时再度加息的概率几乎不存在，除非一种情况，即激进降息引起“双峰通胀”，但行至 3 月尚未降息的情况下，美联储快速降息的概率不大。

图表 20：截至 2024 年 3 月 29 日市场预测的利率区间概率 (%)

区间 (bp)	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	4.2	95.8
2024/6/12	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	2.6	61.0	36.4
2024/7/31	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0	25.2	51.3	22.1
2024/9/18	0.0	0.0	0.0	0.1	3.5	28.1	48.4	19.9	0.0
2024/11/7	0.0	0.0	0.0	0.0	0.7	7.5	31.4	43.7	16.6
2024/12/18	0.0	0.0	0.5	5.4	24.2	40.0	24.9	5.0	0.0
2025/1/29	0.0	0.2	2.5	13.1	30.7	33.8	16.7	3.0	0.0
2025/3/19	0.1	1.5	8.7	23.4	32.5	23.8	8.7	1.2	0.0
2025/4/30	0.7	4.5	14.8	27.2	28.9	17.5	5.6	0.7	0.0

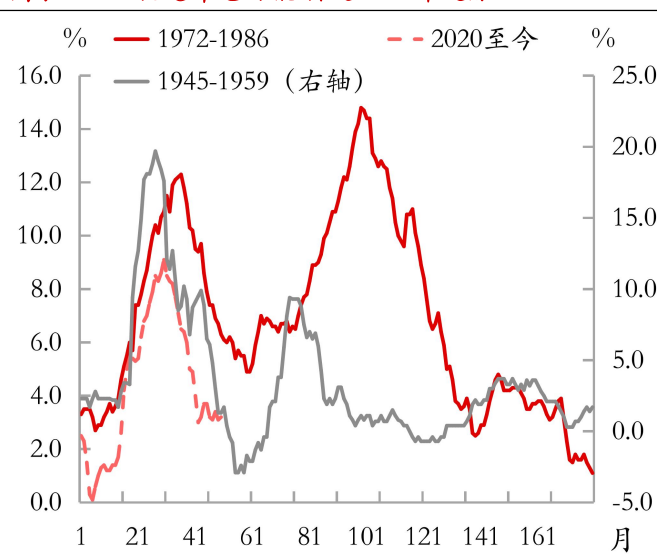
资料来源：CME，东证衍生品研究院

图表 21：货币供应量可能决定美联储降息的时间点



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

图表 22：激进降息可能引起“双峰通胀”

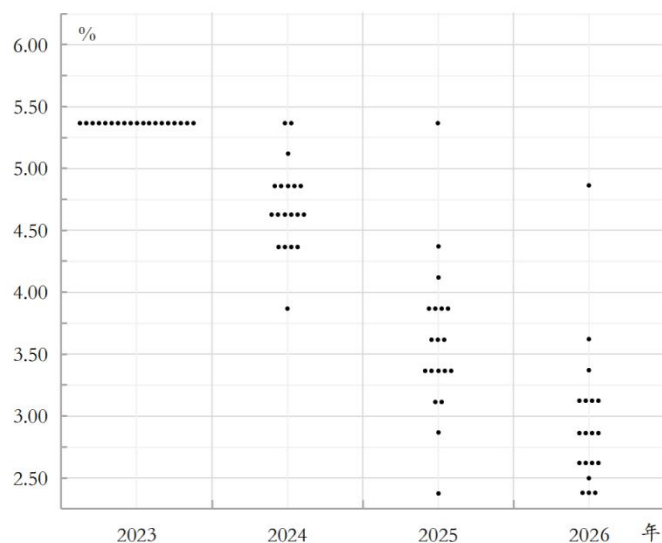


资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

3.3、点阵图在区间与次数的指引

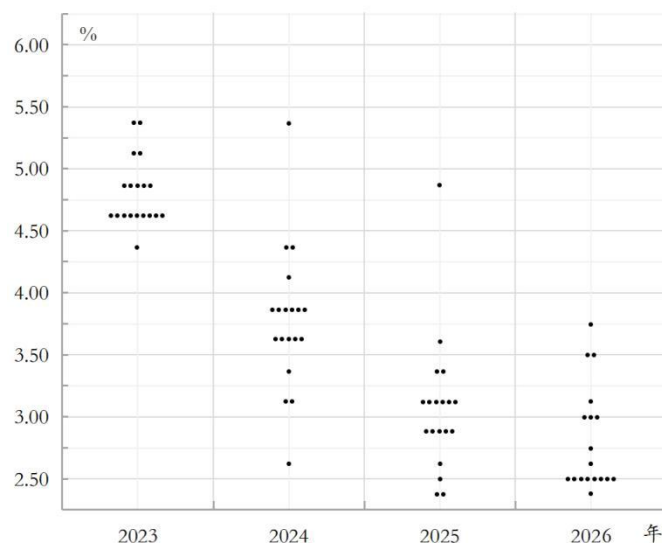
根据3月FOMC会议点阵图指引,19位美联储官员将2024年利率区间落在4.25%至5.25%,相较于2023年12月的3.75%至5.5%,存在明显收窄,这意味着后续降息的空间受到压缩。其中,有2名官员预期年内维持当前的利率水平,与12月的情况一致;有9名官员预期利率区间落在4.50%至4.75%,即年内降息3次,相较12月多出3人;但与此同时,有9名官员预期年内降息低于3次,这也意味着未来情况存在变数,若通胀黏性始终较强,后续FOMC会议点阵图存在调降全年降息预期至2次的可能。

图表 23: 2023 年 12 月 FOMC 会议点阵图



资料来源: FED, 东证衍生品研究院

图表 24: 2024 年 3 月 FOMC 会议点阵图



资料来源: FED, 东证衍生品研究院

3.4、经济之舟在通胀迷雾的航行

结合前述观点,我们维持《未雨绸缪,破浪前行》中的观点,当前仍处于“Higher For Longer”的阶段,即便未能在2024年内将通胀降至2%的水平,也不妨碍美联储作出货币政策转向的决策。“Higher For Longer”状态下对货币政策的调整,强调了对经济长期趋势分析的必要性,必须谨慎行事。首次降息的时间点不宜过早,节奏也不宜过快,以免引发“双峰通胀”的威胁。过早的降息可能会导致通胀压力的进一步加剧,而过快的节奏可能会影响经济的复苏进程。在探讨降息时间点时,需要充分考虑各种因素,尤其是美国经济数据与通胀数据之间的关系,目前6月开启降息的可能性较大,但由于彼时美国经济数据与通胀数据之间的颗粒度尚未对齐,通胀预计存在较强粘性,可能出现反弹。鉴于此,我们认为全年净降息合计在75BP或以下的可能性较高。这一判断基于对当前美国经济强韧性,及对未来通胀强粘性的合理预期,但不排除有更灵活的调整。

4、结果：美联储降息预期下大宗商品的风险

维持《未雨绸缪，破浪前行》中的观点，预计美国温和衰退的情况下，美联储降息政策带来的流动性释放将成为市场主线。因此，降息的时点与步调，以及市场对释放流动性节奏的预期，将决定2024年大宗商品交易的风险。具体来看，美联储降息对大宗商品价格的影响，主要包括以下两个方面：一是通过释放流动性，提升大宗商品的需求，进而推高其价格；二是通过稳定全球市场，引导市场预期经济向好，并维持大宗商品价格稳定向上。

4.1、流动性之于商品价格的推动

从流动性的角度来看，美联储开启降息后将向市场释放大量流动性，大宗商品市场将充斥着大量资金，进而价格被推高。流动性过剩，叠加美元指数预计出现趋势向下的拐点，存在通胀二次抬升的可能，进而再度推高大宗商品价格。

美联储基础货币可以看作是其货币政策的反应物，在此前2008年和2020年实施量化宽松的货币政策期间，美联储基础货币大幅增加，带动大宗商品价格大幅上涨。降息后利率成本下跌，上游供应商、下游投资者和投机者均可能参与市场交易并推高商品价格。低利率意味着供应商能够以较低成本获取资金，低供给成本会激励其增加供给；同时低利率亦降低持有存货的成本，促使下游投资者更倾向于持有现货库存，从而通过补库增加对大宗商品的需求；此外，投机成本亦低，投机交易盛行，商品价格波动则会加剧。

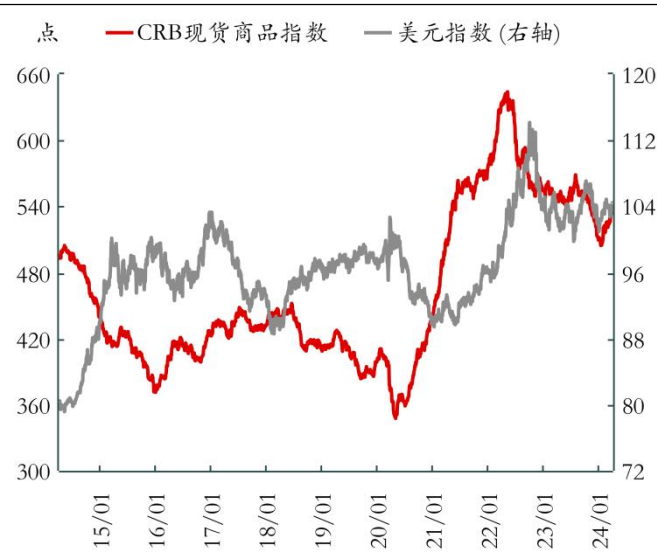
流动性扩张甚至过剩的情况下，美元指数预期下降，从而以美元计价的国际大宗商品价格则被推动上涨。通过观察CRB商品指数和美元指数的趋势可以发现，二者走势呈明显负相关关系。根据我们的统计，在过往七轮降息后的3、6、12个月，CRB商品指数平均涨幅为-6.76%、6.81%和8.42%。因此，即便是看涨的趋势，期间依然会有较大幅度的波动，建议相关企业根据不同品种行情做好风险管理。

图表 25：基础货币增加会带动大宗商品价格上涨



资料来源：Wind, datayes!, 东证衍生品研究院

图表 26：CRB 指数理论上与美元指数负相关



资料来源：Wind, Bloomberg, 东证衍生品研究院

图表 27：历轮美联储降息情况

起止时间	是否衰退	持续时间 (月)	降息次数	距加息时 长(月)	利率起点 (%)	利率终点 (%)	降息幅度 (%)	降息均幅 (bp)
1989.06-1989.09	是	39	23	3	9.75	3	6.75	-29
1995.07-1995.01	否	6	3	5	6	5.25	-0.75	-25
1998.09-1998.12	否	1	3	18	5.5	4.75	-0.75	-25
2001.01-2001.04	是	30	13	7	6.5	1	-5.5	-42
2007.09-2007.12	是	15	10	14	5.25	0	-5.25	-53
2019.07-2019.01	否	3	3	7	2.25	1.5	-0.75	-25
2020.03-2020.06	是	1	2		1.5	0	-1.5	-75

资料来源：Wind，东证衍生品研究院

4.2、预期引导下抬高价格的信心

从引导预期的角度来看，美联储宣布降息可被视为向市场传递刺激经济的信号，表明对预期中的温和衰退做出回应，一定程度上能提振消费需求并增强投资信心。以 2008 年和 2020 年为例，美联储推出量化宽松政策后，注入市场流动性，促进了经济逐步复苏，整体需求增强，全球工业产出也逐渐回到正常水平。

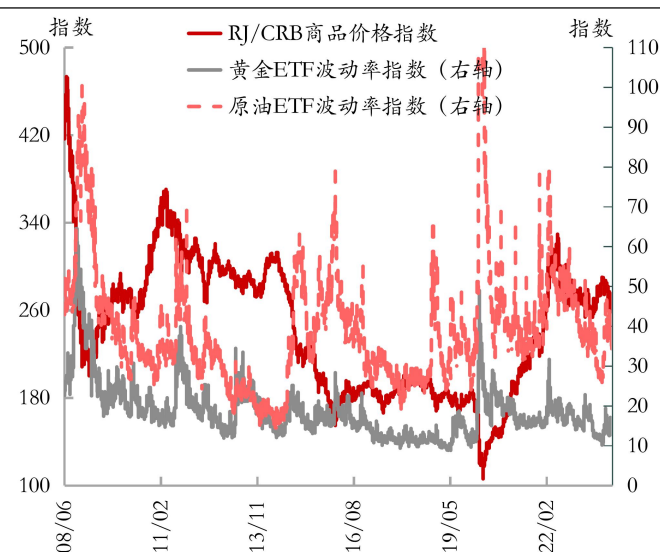
货币政策能够通过引导市场预期，调整总需求并达到预期目标。降息政策可以通过引导市场对通胀、低利率和美元贬值的预期，推动大宗商品价格上涨。此处我们选取 VIX 恐慌指数以代表市场对未来经济的悲观情绪，过往来看，美联储推出宽松的货币政策后，市场信心有效提振，预期逐渐改善，投资需求增长。

图表 28：基础货币增加会带动大宗商品价格上涨



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 29：CRB 商品指数和美元指数负相关



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

4.3、大宗商品风险的结论与应对

对于 2Q24 大宗商品面临的风险，我们仍将焦点定位在衡量衰退的程度和速度上，这将直接影响美联储降息的时点与步调。对于衰退，我们始终维持温和衰退的观点，市场不会引发剧烈风险，而随着预期逐渐趋向交易流动性松动，尤其当美元出现趋势向下拐点时，将对大宗商品市场，特别是受宏观因素主导的品种带来宏观层面的正面影响。此外，在极端宽松的货币政策下，流动性过剩可能进一步加剧商品价格的波动。这种波动亦能会对市场参与者造成一定程度的挑战，尤其是在定价和预期管理方面。因此，考虑到这些趋势，我们建议产业企业需要根据不同商品的市场变化，加强风险管理，特别宏观定价商品，依据各自基本面行情，进行更为精细化的保值。

图表 30：历轮美联储降息后部分大宗商品表现

降息后时长	起止时间	CRB 商品指数	CRB 金属	CRB 食品	CRB 家畜	COMEX 铜	Brent 原油
三个月	1989.06-1989.09	-2.11%	-2.76%	-7.39%	2.99%	0.16%	-0.02%
	1995.07-1995.01	-4.20%	-15.58%	7.88%	-2.88%	-0.11%	0.02%
	1998.09-1998.12	-24.11%	-19.19%	-34.86%	-54.36%	-0.15%	-0.21%
	2001.01-2001.04	0.41%	-8.30%	13.97%	6.16%	-0.07%	-1.00%
	2007.09-2007.12	11.96%	22.58%	20.10%	-32.81%	-0.13%	0.22%
	2019.07-2019.01	-12.98%	-40.56%	-14.22%	-14.35%	-0.04%	-0.12%
	2020.03-2020.06	-16.30%	-15.82%	-15.56%	-64.14%	0.08%	0.32%
	平均值	-6.76%	-11.38%	-4.30%	-22.77%	-0.04%	-0.11%
六个月	1989.06-1989.09	-14.53%	-42.93%	-11.03%	9.11%	-0.05%	0.05%
	1995.07-1995.01	-10.96%	-19.33%	-3.75%	-19.65%	-0.21%	0.11%
	1998.09-1998.12	-29.63%	-18.91%	-32.39%	-49.40%	-0.21%	-0.04%
	2001.01-2001.04	7.65%	-16.66%	32.18%	58.04%	-0.15%	-0.05%
	2007.09-2007.12	65.23%	166.44%	75.72%	25.51%	0.13%	0.41%
	2019.07-2019.01	4.71%	28.69%	-8.50%	-1.42%	0.06%	-0.04%
	2020.03-2020.06	25.22%	92.64%	23.72%	15.14%	0.28%	0.35%
	平均值	6.81%	27.13%	10.85%	5.33%	-0.02%	0.11%
十二个月	1989.06-1989.09	-1.69%	-35.22%	3.58%	25.85%	-0.04%	-0.08%
	1995.07-1995.01	15.23%	-27.40%	47.58%	38.50%	-0.40%	0.27%
	1998.09-1998.12	-24.68%	5.30%	-33.05%	9.16%	0.06%	0.81%
	2001.01-2001.04	-14.10%	-36.06%	13.23%	-24.56%	-0.16%	-0.25%
	2007.09-2007.12	7.69%	-210.73%	62.11%	53.32%	-0.06%	0.21%
	2019.07-2019.01	-39.49%	-45.84%	-55.46%	-98.21%	0.06%	-0.34%
	2020.03-2020.06	116.00%	361.95%	100.34%	122.28%	0.71%	1.28%
	平均值	8.42%	1.71%	19.76%	18.05%	0.02%	0.27%

资料来源：Wind，东证衍生品研究院

5、风险提示

美联储采取激进的货币政策：通胀降温则短期内大幅降息，通胀二次抬升则再度加息。

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