



美联储降息周期开启，国内政策期待升温

国联期货研究所

证监许可[2011]1773号

分析师：

王娜

从业资格证号：F3055965

投资咨询证书号：Z0001999

联系人：

吴昕玥

从业资格证号：F03124129

相关研究报告：

2024年中期宏观经济展望：

虚云散尽见真章，厚积薄发待春雷

2024年宏观经济展望：行稳

方致远，温和渐进修复

国联期货宏观9月展望：内

生动能亟待改善，政策加码

正当时

宏观专题：透过金融数据探

寻资金运转逻辑与效率

目录

1. 本周宏观观察
2. 国内重点事件及重要经济数据
3. 海外重点事件及重要经济数据
4. 下周重点数据/事件

1. 本周宏观观察

1.1 美联储“降息 50BP+控制预期”开局，后续路径仍为数据依赖

当地时间 2024 年 9 月 18 日，美联储召开议息会议，下调联邦基金目标利率区间 50BP 至 4.75%-5.00%，为 2020 年 3 月以来首次降息，也意味着 2022 年 3 月开启本轮加息周期、2023 年 7 月停止加息后，本轮紧缩周期的结束。

此次美联储利率决议有几大关注点：

(1) 本次降息幅度超出部分市场预期，也超出传统降息步伐。从会议内容看，劳动力市场疲软是 9 月大幅降息的主要依据，其中或有对 7 月 25BP 的补偿性调降。此外，需注意本次降息决议并非全员一致通过，理事鲍曼认为应降息 25BP 而投了反对票，这是 2005 年以来有理事对美联储降息决定持异议。

(2) 美联储下调了今年的 GDP 增速预期，从 2.1% 下调至 2.0%，大幅上调了对失业率的预期，从 4.0% 上调至 4.4%。

(3) 支持最大化就业成为下一阶段优先目标。9 月议息会议更多强调就业市场的降温，而通胀虽然高于目标，但上行风险相对可控，美联储对通胀进一步向 2% 目标回落充满信心。

(4) 后续降息实际路径仍将根据经济数据调整，50BP “步长”并非常态。鲍威尔在记者会上意图控制市场预期，打消市场对于“大幅降息 50 个基点成为新常态”的激进押注，称美联储只是在“适度校准政策立场”“数据将推动货币政策选择，降息将根据需要加快、放慢或暂停”。因此年内 9 月后的降息路径依旧是数据依赖型，重点关注后期就业数据动态。

(5) 美联储收紧降息预期。美联储 9 月公布的点阵图发生了较大的变化，其中 2024 年的中值水平下调至 4.25% 至 4.5% 之间、年内降息 100bp；2025 年点阵图中值调整至 3.25% 至 3.5%，意味着明年还有 100bp 的降息空间。本次点阵图实为调慢降息节奏，是为了进一步收紧降息预期。

在降息进程中，美联储为了保证经济软着陆要尽可能地控制好降息预期，既要让联邦基金利率降下来，又不能让降息预期起太快。避免降息预期捣乱，给投资者一种经济要衰退的“暗示”。因此，本次 9 月议息会议上美联储最终的政策组合实际为：大幅降息+收紧降息预期。

我们认为，四季度美国就业数据仍将成为美联储关注焦点，美联储将主要跟随以非农和失业率为代表的就业和经济数据强弱调整后续降息路径，叙事逻辑转向“降息的频率和幅度”。

美联储降息对中国的影响更多的在汇率、货币政策空间方面，主要体现为：

美联储降息有效释放流动性，全球资金再配置，从资金角度对中国资产提供支撑，有助于投资者风险偏好回稳，对人民币汇率和 A 股短期都偏利好，但其中长期表现仍主要由中国经济基本面相对强弱及国内货币政策等因素主导。

随着中美利差收窄及外汇市场压力的减轻，中国内部货币政策空间打开，总体利好债券市场，但在降准降息利好得到确认之前，期间市场波动和反复或有所增强。但是需要注意的是，中国货币政策的实施仍需关注现实方面的约束，如中国经济基本面、汇率稳定、金融系统经营稳定等多个方面。

黄金价格在降息周期内表现主要受通胀、美元指数、美国经济、地缘政治等方面影响。从历次美联储降息周期内黄金的表现来看，黄金价格上涨频率较大。随着降息的持续推进，黄金具备长期配置价值。今年以来，在降息预期、地缘政治的影响下，金价上涨幅度较大，或已计入较多降息预期，不排除部门资金短期获利了结需求，需谨慎对待。

商品方面，美联储降息一定程度提升了美国经济软着陆的概率，对商品需求有支撑作用，但是不同品种的走势仍需看具体供需基本面的情况。

1.2 中国 9 月 LPR 按兵不动，年内仍有下调空间

9 月 20 日上午人行公布新一期贷款市场报价利率（LPR）基准利率，其中 1 年期和 5 年期 LPR 均维持不变，部分市场人士的降息预期落空。

海外降息是国内宽松货币政策的外部环境，内部稳增长、金融稳定及汇率也是央行必须兼顾的多重目标，**利率调整仍面临现实约束：**

央行在 9 月 5 日的国新办高质量发展新闻发布会上表示，受银行存款向资管产品分流的速度、银行净息差收窄的幅度等因素影响，存贷款利率进一步下行也还面临一定的约束。

2024 年以来，国内 LPR 共调整过两轮，最近的一次是 1 年期和 5 年期 LPR 分别于 7 月下调 10BP，降息成效仍待检验，目前银行净息差压力整体较大。同时，由于近年来存款利率下行较快，存款收益优势下降，银行资产端扩张速度也在放缓，银行

经营压力有所增大。

考虑到银行净息差压力和央行刚在7月全面降息，再次降息需要时间。但**综合考虑当前经济下行压力不小，需求不足仍是主要制约，年内LPR继续下行或仍可期，存量房贷利率调降或也在途。**

同时，临近月末、季末，税期高峰、政府债发行加快和年内剩余月份MLF到期量逐渐增大，市场资金面面临扰动，加上此前央行曾表示“目前金融机构的的平均的法定存款准备金率大约为7%，因此还有一定的空间”，**降准可能比降息更早来临。**

1.3 中美货币政策错位，人民币一度升破7.05

9月20日人民币强势上升，在岸、离岸人民币都一度升破7.05。人民币的强势主要由以下几方面原因：

- (1) 美联储大幅降息、中国9月LPR维持不变，中美货币政策操作时间错位；
- (2) 企业在前期美元高利率及升值背景下，积累大量美元头寸。随着美元降息，市场发生转变，结汇需求大幅上升。国家外汇管理局公布的结售汇数据显示8月银行间代客结售汇已经转为顺差，结汇量增长的同时，购汇量明显下降；
- (3) 随着中国经济数据公布及货币政策窗口打开，市场对于增量刺激措施的期待提升，对人民币汇率形成提振。

央行对于汇率的态度一直是“在合理均衡水平上基本稳定”，同时人民币快速升值会影响出口的稳定性。考虑到今年中国出口对经济稳定的重要性，不排除未来人民币持续升值央行会进行预期管理。

2. 国内重点事件及重要经济数据

表 1: 国内重点事件表

货币	<ul style="list-style-type: none"> ● 一年期、五年期 LPR 均维持不变。 中国央行将一年期和五年期贷款市场报价利率 (LPR) 分别维持在 3.35% 和 3.85% 不变。 ● 多家农村金融机构下调存款利率。 中秋前夕, 多家农村金融机构下调人民币个人存款利率, 有机构下调幅度高达 55 个基点。此外, 自 7 月 22 日贷款市场报价利率 (LPR) 下调后, 部分银行已二次调整存款利率, 二次调整主要针对 1 年期及以上的整存整取存款。 ● 本周货币投放: 本周, 中国央行共开展 16637 亿元逆回购, 因本周共有 14755 亿元 7 天期逆回购到期, 因此本周实现净投放 1882 亿元。
财政	<ul style="list-style-type: none"> ● 财政部: 1-8 月全国一般公共预算收入同比下降 2.6%。 财政部数据显示, 1-8 月, 全国一般公共预算收入同比下降 2.6%, 扣除去年同期中小微企业缓税入库抬高基数、去年年中出台的减税政策翘尾减收等特殊因素影响后, 可比增长 1% 左右。其中, 国内增值税同比下降 4.9%, 国内消费税同比增长 4.2%, 企业所得税同比下降 5%, 个人所得税同比下降 5.2%。印花税同比下降 23.1%, 其中, 证券交易印花税同比下降 55.5%。
资本市场	<ul style="list-style-type: none"> ● 以中央汇金为主的“国家队”耐心资本持仓逼近历史峰值。 截至今年二季度末, “国家队”合计持仓 A 股市值达到 3.19 万亿元, 创近 5 年来同期新高, 逼近历史同期峰值。与 2023 年底相比, “国家队”持仓 A 股市值增长 3780.63 亿元。下半年, “国家队”买入力度并未减弱, 截至 9 月 18 日, 流入四大沪深 300 指数 ETF 的资金超 2200 亿元。除借道 ETF 入市, “国家队”还重仓多只股票, 并且持仓周期长达数年。截至今年二季度末, 288 只股票前十大流通股股东名单出现“国家队”身影, 其中 270 只获“国家队”持仓周期超过两年, 占比达到 93.75%。 ● 交易商协会对安放基金予以公开谴责。 9 月 19 日, 交易商协会在官网通报, 2023 年 11 月, 在某发行人债务融资工具簿记建档发行过程中, 上海安放私募基金管理有限公司 (“安放基金”) 以不正当的需求为目的高倍数参与债券申购, 并在簿记建档结束前集中撤销申购, 对簿记管理人和投资人判断市场真实情况造成严重干扰, 破坏了市场秩序。根据银行间债券市场相关自律规定, 经自律处分会议初审、复审, 对安放基金予以公开谴责。
工业生产	<ul style="list-style-type: none"> ● 国家能源局: 8 月份全社会用电量同比增长 8.9%。 8 月份, 全社会用电量 9649 亿千瓦时, 同比增长 8.9%。从分产业用电看, 第一产业用电量同比增长 4.6%; 第二产业用电量同比增长 4.0%; 第三产业用电量同比增长 11.2%; 城乡居民生活用电量同比增长 23.7%。1-8 月, 全社会用电量同比增长 7.9%。
消费	<ul style="list-style-type: none"> ● 9 月 1-15 日乘用车新能源市场零售 44.5 万辆, 同比增长 63%。 乘联分会数据显示, 9 月 1-15 日, 乘用车市场零售 82.8 万辆, 同比去年 9 月同期增长 18%, 较上月同期增长 12%, 今年以来累计零售 1,429.3 万辆, 同比增长 3%。9 月 1-15 日, 乘用车新能源市场零售 44.5 万辆, 同比去年 9 月同期增长 63%, 较上月同期增长 12%, 今年以来累计零售 645.4 万辆, 同比增长 37%。 ● 商务部汽车以旧换新平台累计收到补贴申请超 104 万份。 2024 年中秋节假期, 商务部汽车以旧换新信息服务平台累计收到补贴申请超 104 万份, 带动新车销售额约 1300 亿元。假期全国商务系统使用 6.4 亿元中央补贴资金, 支持约 60 万名消费者购买八大类家电产品近 80 万台, 带动销售额超 33 亿元。

- **“金九”过半一二手房成交同环比仍在回落，全月成交规模有望超8月。**9月1—12日，30个重点城市新房成交规模环比8月小幅下降，明显不及去年同期。二手房相对坚挺，同比增长31%，但近两周成交规模较年内周平均数下降11%。考虑到下半月业绩冲刺集中备案等因素，9月全月的一、二手房成交规模有望超过8月，但成交增长幅度可能很有限。相较去年同期，预计新房成交仍延续负增长，降幅在10%左右；二手房规模略高于去年同期，增幅继续收窄。

房地产

- **北京：适时取消普通住宅和非普通住宅标准。**北京市委贯彻《中共中央关于进一步全面深化改革、推进中国式现代化的决定》的实施意见发布，其中提到，完善租购并举的住房制度。加快建立符合首都特点的房地产发展新模式，加大保障性住房建设和供给，满足工薪群体刚性住房需求。健全支持城乡居民多样化改善性住房需求的政策机制，发挥住房公积金的住房保障作用。优化房地产政策，适时取消普通住宅和非普通住宅标准，优化商品住宅用地交易规则，改革房地产开发融资方式和商品房预售制度。

进出口

- **欧盟称将与中国加大努力，避免对在华生产的电动汽车征收关税。**欧盟执委会表示，执委会和中国同意加强努力，避免欧盟对中国制造的电动汽车征收进口关税，并可能重新审查此前被欧盟拒绝的最低价格承诺。

数据来源：WIND、国联期货研究所

3. 海外重点事件及重要经济数据

表 2：海外重点事件表

美国	<ul style="list-style-type: none"> ● 美联储降息 50BP，开启降息周期。美联储开启降息周期，将联邦基金利率下调 50 个基点至 4.75%-5.00%，为 2020 年 3 月以来首次降息，且暗示今年还会降 50 基点，坚定支持就业，理事鲍曼支持降 25 基点，成为 2005 年来首位投反对票的美联储理事。鲍威尔“控制预期”：美联储不着急，不应认为降息 50 个基点是新的节奏，不认为经济衰退的可能性增加。 ● 美国上周出请失业金人数录得 2024 年 5 月 18 日当周以来新低。美国至 9 月 14 日当周初请失业金人数录得 21.9 万人，为 2024 年 5 月 18 日当周以来新低。 ● 美国 8 月成屋销售总数年化录得 2023 年 10 月以来新低。美国 8 月成屋销售总数年化录得 386 万户，为 2023 年 10 月以来新低。 ● 美国 8 月份零售额意外上升。美国 8 月零售销售意外上升，数据显示，继 7 月份向上修正后的 1.1% 后，美国 8 月零售额环比增长 0.1%。核心零售额与 GDP 中的消费者支出部分最为吻合。消费者支出在第二季度加速增长，使其在进入 7-9 月季度之前走上了更高的增长道路。
欧洲	<ul style="list-style-type: none"> ● 欧洲央行副行长：欧洲央行的降息情况将取决于数据。欧洲央行副行长金多斯：到 12 月份，将获得比 10 月份更多的信息，已经完全敞开了大门，欧洲央行的降息情况将取决于数据。欧洲央行管委 Rehn：欧洲央行的宽松步调取决于最新数据和分析，欧洲央行在实现通胀目标方面进展顺利，美国实现软着陆的前景良好，欧元区货币政策方向明显放宽，经济发展疲软的风险是九月降息的原因之一。
日本	<ul style="list-style-type: none"> ● 日本央行维持利率不变。日本央行暂停加息，将政策利率维持在 0.25% 不变，符合市场预期。日本央行表示，通胀预期适度上升，预计通胀在为期三年的预测期内，即到 2026 财年下半年的水平将与日本央行的价格目标大致一致；外汇波动对价格的影响已大于以往，必须警惕金融市场和外汇市场波动对日本经济和物价的影响；日本经济可能实现高于潜力的增长。
地缘政治	<ul style="list-style-type: none"> ● 联合国大会通过决议，要求以色列在 12 个月内结束“在被占领的巴勒斯坦领土上的非法存在”。联大决议要求以色列结束非法占领联大决议不具法律约束力，是国际意愿的表达，但可对会员国产生广泛政治影响。

数据来源：WIND、国联期货研究所

4. 下周重点数据/事件

表 3: 下周重点

9.23 星期一	16: 00 欧元区 9 月制造业、服务业、综合 PMI 初值
	21: 45 美国 9 月 Markit 制造业、服务业、综合 PMI 初值
9.24 星期二	8: 30 日本 9 月制造业、服务业、综合 PMI 初值
	21: 00 美国 7 月 S&P/CS20 座大城市房价指数同比
	21: 00 美国 7 月 FHFA 房价指数环比
	22: 00 美国 9 月谘商会消费者信心指数
9.25 星期三	22: 00 美国 8 月新屋销售环比
9.26 星期四	12: 12 瑞士央行公布利率决议
	20: 30 美国二季度实际 GDP 年化季环比终值
	20: 30 美国 9 月 21 日当周首次申请失业救济人数(万人)
	20: 30 美国二季度核心个人消费支出 (PCE) 物价指数年化季环比终值
9.27 星期五	9: 30 中国 8 月规模以上工业企业利润同比
	20: 30 美国 8 月核心 PCE 物价指数同比

免责声明

本报告中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。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述期货操作的依据。由于报告在撰写时融入了研究员个人的观点和见解以及分析方法，如与国联期货发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表国联期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司及其研究员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告所提供资料、分析及预测只是反映国联期货公司在本报告所载明日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。

本报告版权归国联期货所有。未经书面许可，任何机构和个人不得进行任何形式的复制和发布。如遵循原文本意的引用，需注明引自“国联期货公司”，并保留我公司的一切权利。

联系方式

国联期货研究所无锡总部

地址：无锡市金融一街8号国联金融大厦6楼（214121）

电话：0510-82758631

传真：0510-82758630

国联期货研究所上海总部

地址：上海市浦东新区滨江大道999号高维大厦9楼（200135）

电话：021-60201600

传真：021-60201600