

期货研究报告

金融研究

宏观周报

戴朝盛—宏观分析师

从业资格证号：F03118012

投资咨询证号：Z0019368

联系电话：0571-28132632

邮箱：daichaosheng@cindasc.com

信达期货有限公司

CINDAFUTURESCO. LTD

杭州市萧山区钱江世纪城天人大厦19-20楼

邮编：311200

等待政策

报告日期：

2024年9月22日

报告内容摘要：

◆**国内债市**：目前政策预期升温、政府债供给也将迎来高峰期，加之季末资金面或偏紧，央行是否还会对收益率曲线进行管理，债市理论上存在回调风险。但机构依然存在欠配现象。尽管短期波动可能加大，预期中长期债牛依旧。未来10年期国债利率看2.0一线，而30年期看2.1一线。

◆**人民币汇率**：美联储降息50bp没有触动美元指数下行，但触碰了出口商的心理防线，因此结汇盘涌现。从消息面来看，可能类似的投资盘也在砍头寸，可以一定程度上看成是一个小的踩踏。目前，我们尚无法得知这样的资金还有多少存量，因此人民币仍有可能继续走升值路线，只是我们依然不看好整体升值的幅度。

◆**美国：通胀**的最后一公里问题依然存在。只是当下，美联储更加注重就业。在当前就业为重、经济为重的态度下，只要通胀并不太过分，鲍威尔仍有可能前置降息。目前美联储与市场对于最终降息幅度以及停止降息时间较为一致，但对于年内降息幅度仍有争议。这一轮到底是美联储胜还是市场胜，还未可知。

◆**风险提示**：国内经济超预期走强，美国经济超预期走弱

目录

| | |
|-----------------------|---|
| 一、 债、汇齐升 | 3 |
| (一) 降息落空，债券后市怎么看？ | 3 |
| (二) 人民币大幅升值，能否持续？ | 3 |
| 二、 美联储降息 50BP，描绘软着陆未来 | 4 |

图目录

| | |
|------------------------------------|---|
| 图 1: 7 天期逆回购利率历史上也曾降过 20bp (%) | 3 |
| 图 2: LPR (5Y) 曾在今年年初一次性降幅 25bp (%) | 3 |
| 图 3: 人民币逆势升值 | 4 |
| 图 4: 超预期降息 50bp 后，美指和美债利率上升，黄金下跌 | 4 |
| 图 5: 超预期降息 50bp 后，美指和美债利率上升，黄金下跌 | 5 |
| 图 6: 美联储 9 月点阵图 | 6 |
| 图 7: 联邦基金利率期货暗示降息路径 | 6 |

一、 债、汇齐升

(一) 降息落空，债券后市怎么看？

首先，我们认为降息可以来，甚至于一下子降息 20bp，也是可以的。尽管从历史上看，在存贷款基准利率正式退出历史舞台后，7 天期逆回购利率作为关键的政策利率，一次性降息 20bp 只有在 2020 年疫情初期出现过。一般情况下，7 天期逆回购利率降幅大概是 10bp 或者 5bp。LPR (5Y) 自设立以后，最高降幅出现在今年年初，一次性下降 25bp。当前这个经济环境或者说经济下行压力下，用史无前例的政策去应对，其实都存在一定合理性。因此，市场选择相信小作文，也是情理之中。

图 1: 7 天期逆回购利率历史上也曾降过 20bp (%)

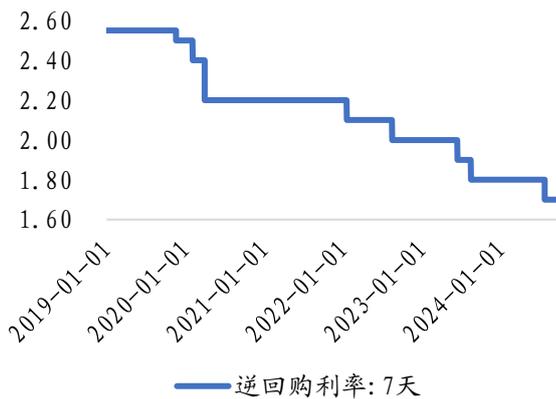
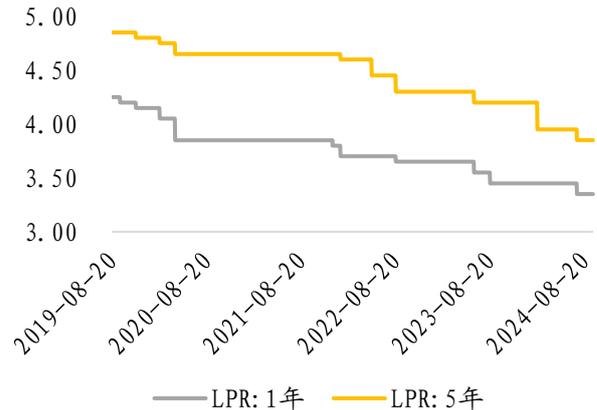


图 2: LPR (5Y) 曾在今年年初一次性降幅 25bp (%)



资料来源: Wind 信达期货研究所

资料来源: Wind 信达期货研究所

对于降息落空，我们现在只能从事后的角度去理解。在之前的周报中，我们也提到过 9 月 5 日的新闻发布会上，央行货币政策司邹司长曾谈到过准备金率和政策利率的问题。从这个角度看，短期不降息/不降存量房贷利率，更像是央行担心随之而下降的存款利率会驱使银行存款继续往非银搬家。今年有两轮存款搬家集中时期，一次是 4 月“手工补息”被叫停，一次是 7 月政策利率调降和存款利率下降，假如这一次如期降息，可能一切又要重演。

但无论怎样，降息或者存量房贷利率下降，均是利好债市。

目前政策预期升温、政府债供给也将迎来高峰期，加之季末资金面或偏紧，央行是否还会对收益率曲线进行管理，债市理论上存在回调风险。但机构依然存在欠配现象。尽管短期波动可能加大，预期中长期债牛依旧。未来 10 年期国债利率看 2.0 一线，而 30 年期看 2.1 一线。

(二) 人民币大幅升值，能否持续？

本周美元指数总体保持震荡态势，国内之前公布的经济数据又偏弱，最近央行方面也没必要采取过多举措，按照常理，人民币应该是跟着美元指数震荡。但周内走势来看，美元指数除了周一有个较为明显的跌幅外，余下的四个交易日基本保持震荡态势。反观人民币，前三个交易日基本还跟随美指，但周四和周五，特别是周五基本形成了自己的独立走势。究其原因还是在于交易者行为。

美联储降息 50bp 没有触动美元指数下行，但触碰了出口商的心理防线，因此结汇盘涌现。从消息面来看，可能类似的投资盘也在砍头寸，可以看成是一个小的踩踏。目前，我们尚无法得知这样的资金还有多少存量，因此人民币仍有可能继续走升值路线，只是我们依然不看好整体升值的幅度。

图 3: 人民币逆势升值

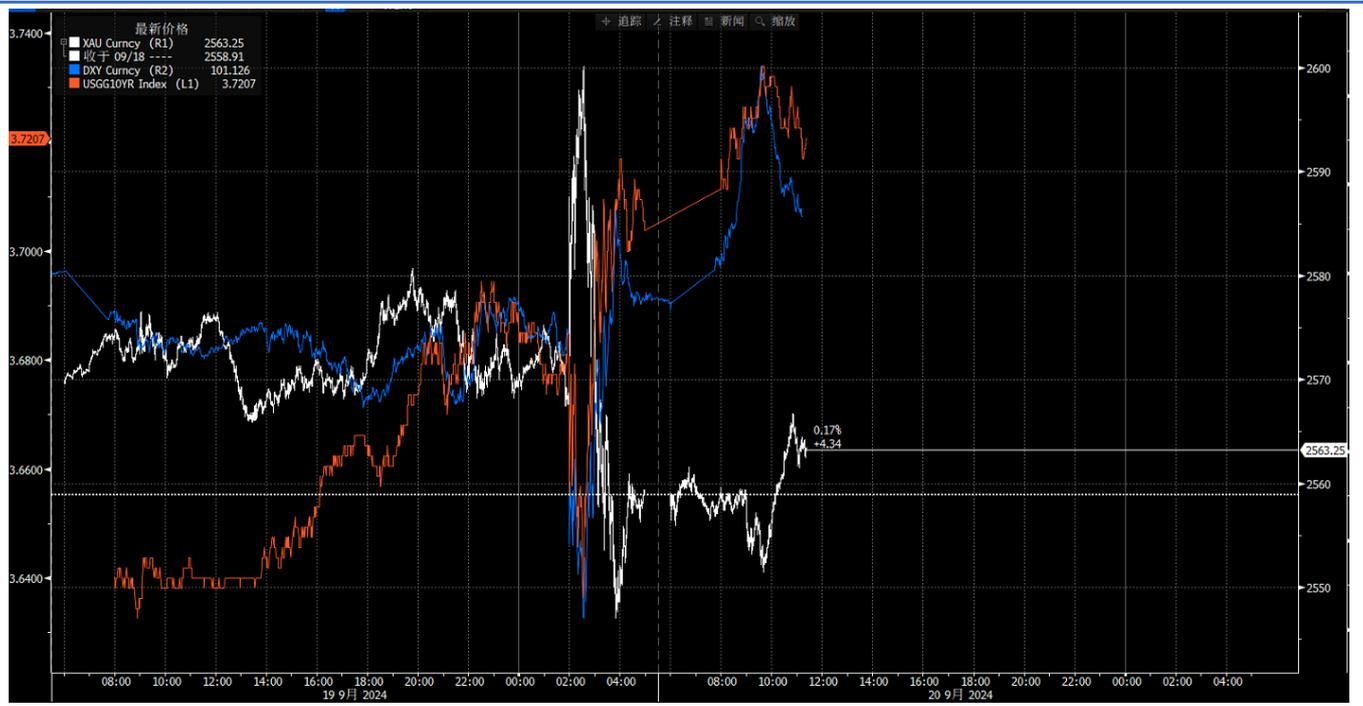

资料来源: Wind 信达期货研究所

二、美联储降息 50bp, , 描绘软着陆未来

原本在 8 月 CPI 数据揭晓后, 9 月降息预期就下降到了 50bp 仅 10% 出头的概率, 市场基本押宝都押到了 25bp 上, 但是之后峰回路转, 具体我们也在上周的周报中提示过。

事后来, 确实如我们预期的那样, 50bp 的降幅, 市场不再认为是衰退的象征, 而更多是从更有利于经济企稳回升的角度去看待。市场认为此举一定程度上意味着软着陆概率的提升。因此, 在一番纠结后, 美元指数和美债利率反而上升, 黄金则出现了下跌。

图 4: 超预期降息 50bp 后, 美指和美债利率上升, 黄金下跌



资料来源: Bloomberg 信达期货研究所

从美联储的 SEP 来看, 官员普遍还是软着陆的预期。就业市场的恶化停留在今年, 明年则失业率预期保持不变, GDP 增速也是保持不变, 只是通胀仍处于下降状态。且今年核心通胀下行告一段落, 未来四个月只有总通胀的回落。总体来看, 美联储描绘了一个非常完美的软着陆情形, 但事实如何仍有待观察。

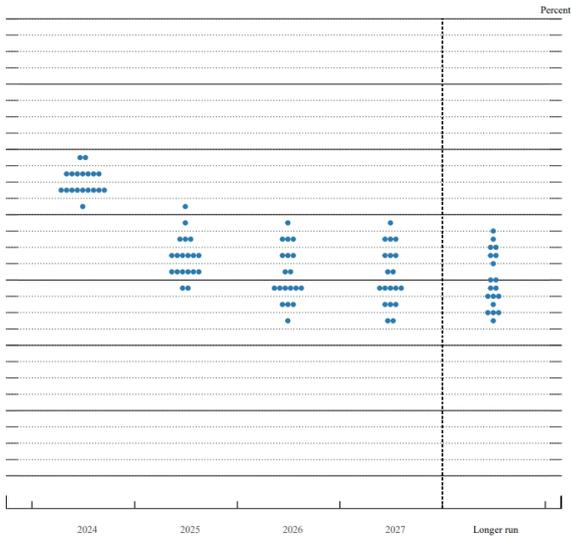
另外, 美联储官员认为长期中性利率仍在提高。去年 12 月预期是 2.5%, 今年 3 月升至 2.6%, 6 月升至 2.8%, 而 9 月又提升至 2.9%。

图 5: 超预期降息 50bp 后, 美指和美债利率上升, 黄金下跌

| Variable | Median ¹ | | | | | Central Tendency ² | | | | | Range ³ | | | | |
|---|---------------------|------|------|------|------------|-------------------------------|---------|---------|---------|------------|--------------------|---------|---------|---------|------------|
| | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | Longer run | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | Longer run | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | Longer run |
| | Change in real GDP | 2.0 | 2.0 | 2.0 | 2.0 | 1.8 | 1.9-2.1 | 1.8-2.2 | 1.9-2.3 | 1.8-2.1 | 1.7-2.0 | 1.8-2.6 | 1.3-2.5 | 1.7-2.5 | 1.7-2.5 |
| June projection | 2.1 | 2.0 | 2.0 | | 1.8 | 1.9-2.3 | 1.8-2.2 | 1.8-2.1 | | 1.7-2.0 | 1.4-2.7 | 1.5-2.5 | 1.7-2.5 | | 1.6-2.5 |
| Unemployment rate | 4.4 | 4.4 | 4.3 | 4.2 | 4.2 | 4.3-4.4 | 4.2-4.5 | 4.0-4.4 | 4.0-4.4 | 3.9-4.3 | 4.2-4.5 | 4.2-4.7 | 3.9-4.5 | 3.8-4.5 | 3.5-4.5 |
| June projection | 4.0 | 4.2 | 4.1 | | 4.2 | 4.0-4.1 | 3.9-4.2 | 3.9-4.3 | | 3.9-4.3 | 3.8-4.4 | 3.8-4.3 | 3.8-4.3 | | 3.5-4.5 |
| PCE inflation | 2.3 | 2.1 | 2.0 | 2.0 | 2.0 | 2.2-2.4 | 2.1-2.2 | 2.0 | 2.0 | 2.0 | 2.1-2.7 | 2.1-2.4 | 2.0-2.2 | 2.0-2.1 | 2.0 |
| June projection | 2.6 | 2.3 | 2.0 | | 2.0 | 2.5-2.9 | 2.2-2.4 | 2.0-2.1 | | 2.0 | 2.5-3.0 | 2.2-2.5 | 2.0-2.3 | | 2.0 |
| Core PCE inflation ⁴ | 2.6 | 2.2 | 2.0 | 2.0 | | 2.6-2.7 | 2.1-2.3 | 2.0 | 2.0 | | 2.4-2.9 | 2.1-2.5 | 2.0-2.2 | 2.0-2.2 | |
| June projection | 2.8 | 2.3 | 2.0 | | | 2.8-3.0 | 2.3-2.4 | 2.0-2.1 | | | 2.7-3.2 | 2.2-2.6 | 2.0-2.3 | | |
| Memo: Projected appropriate policy path | | | | | | | | | | | | | | | |
| Federal funds rate | 4.4 | 3.4 | 2.9 | 2.9 | 2.9 | 4.4-4.6 | 3.1-3.6 | 2.6-3.6 | 2.6-3.6 | 2.5-3.5 | 4.1-4.9 | 2.9-4.1 | 2.4-3.9 | 2.4-3.9 | 2.4-3.8 |
| June projection | 5.1 | 4.1 | 3.1 | | 2.8 | 4.9-5.4 | 3.9-4.4 | 2.9-3.6 | | 2.5-3.5 | 4.9-5.4 | 2.9-5.4 | 2.4-4.9 | | 2.4-3.8 |

资料来源: Bloomberg 信达期货研究所

从点阵图来看, 年内仍有 50bp 下降空间, 但大概率是 25bp/25bp。整个降息过程预期会持续到 2026 年上半年, 与当前联邦基金利率期货预示的信息基本一致。也就是说二者并没有明显分歧。但年内预期还是存在一定分歧, 譬如美联储认为 50bp 的空间, 而市场基本定价 75bp。

图 6: 美联储 9 月点阵图


资料来源: FED 信达期货研究所

图 7: 联邦基金利率期货暗示降息路径


资料来源: Bloomberg 信达期货研究所

我们依然认为通胀的最后一公里问题依然存在。只是当下，美联储更加注重就业。在当前就业为重、经济为重的态度下，只要通胀并不太过分，鲍威尔仍有可能前置降息。这一轮到底是美联储胜还是市场胜，还未可知。

免责声明

本报告由信达期货有限公司（以下简称“信达期货”）制作及发布。

本公司已取得期货交易咨询业务资格，交易咨询业务资格：证监许可【2011】1445号。

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，因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且信达期货不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。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。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且信达期货不会因接收人收到此报告而视其为客户。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者信达期货未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

除非另有说明，信达期货拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经信达期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为信达期货所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经信达期货或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

【信达期货简介】

信达期货有限公司是专营国内期货业务的有限责任公司，系经中国证券监督管理委员会核发《经营期货业务许可证》，浙江省工商行政管理局核准登记注册（统一社会信用代码：913300001000226378），由信达证券股份有限公司全资控股，注册资本6亿元人民币，是国内规范化、信誉高的大型期货公司之一。公司现为中国金融期货交易所全面结算会员单位，为上海期货交易所、郑州商品交易所、大连商品交易所全权会员单位，为中国证券业协会观察员、上海国际能源交易中心会员、中国证券投资基金业协会观察会员。

【全国分支机构】

■ 分支机构分布

CINDA FUTURES



公司分支机构分布

11家分公司 6家营业部

金华分公司、台州分公司、深圳分公司
 福建分公司、苏州分公司、四川分公司
 宁波分公司、东北分公司、广东分公司
 上海分公司、湖北分公司

北京营业部、上海营业部、哈尔滨营业部
 石家庄营业部、乐清营业部、富阳营业部



安卓版



iOS版

扫一扫

下载 "信达期货赢+" App