

# 研究报告

欢迎扫码关注  
工银亚洲研究



中国工商银行 (亚洲)

东南亚研究中心

李卢霞 黄斯佳

周文敏 杨妍

## 美联储降息前景及“平台期” 资产表现前瞻

### 阅读摘要

2023 年 12 月，美联储议息会议维持联邦基金利率在 5.25%-5.50% 不变，是继 6 月、9 月、11 月之后的第四次暂停加息。点阵图显示超半数官员预计 2024 年美联储将至少降息三次 (75BP)，至 2024 年末联邦基金利率预测中位值降至 4.6% (9 月点阵图: 5.1%)；鲍威尔表示：“降息开始出现在视野中”，并在回答记者提问中透露，会在通胀回落至 2% 以前降息以避免紧缩过度。

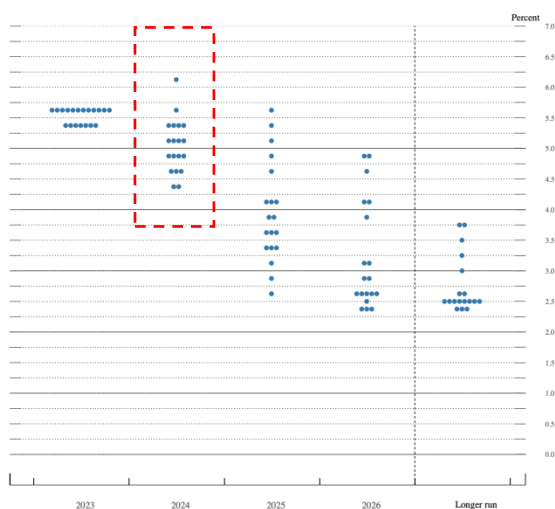
美联储将何时开启降息、哪些因素是触发降息的关键、平台期资产价格表现等问题是市场关注的焦点。

# 美联储降息前景及“平台期”资产表现前瞻

2023 年 12 月，美联储议息会议维持联邦基金利率在 5.25%-5.50% 不变，是继 6 月、9 月、11 月之后的第四次暂停加息。点阵图显示超半数官员预计 2024 年美联储将至少降息三次（75BP），至 2024 年末联邦基金利率预测中位值降至 4.6%（9 月点阵图：5.1%，见图表 1-2）；鲍威尔表示：“降息开始出现在视野中”，并在回答记者提问中透露，会在通胀回落至 2% 以前降息以避免紧缩过度<sup>1</sup>。美联储将何时开启降息、哪些因素是触发降息的关键等问题成为市场关注的焦点。

图表 1：9 月 FOMC 会议点阵图

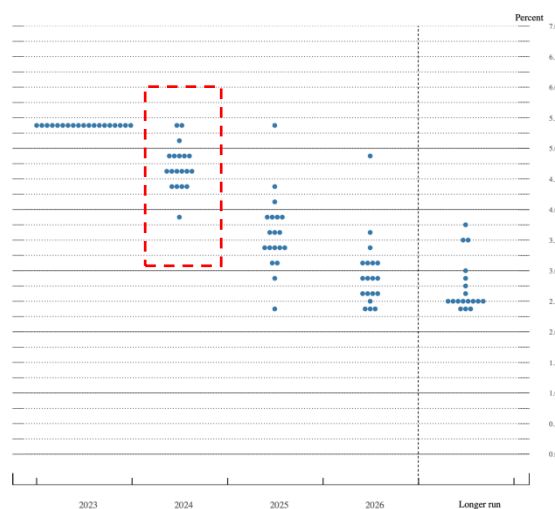
Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



数据来源：Fed、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 2：12 月 FOMC 会议点阵图

Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



数据来源：Fed、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

## 一、从历史经验看美联储降息周期开启的关键因素

<sup>1</sup> 资料来源：Transcript of Chair Powell's Press Conference December 13, 2023；鲍威尔发言：“I mean you'd want to be reducing restriction on the economy well before 2 percent because -- or before you get to 2 percent so you don't overshoot.”

## （一）1990 年以来美联储降息前的市场预期管理

1990 年以来的七次<sup>2</sup>美联储降息周期中，首次降息距离末次加息的“平台期”并无固定时长（见图表 3），根据当时经济金融情况及美联储降息节奏，可以分为“预防式降息”和“应急式降息”两类，降息开启前美联储与市场沟通情况亦不同。

### 1. “应急降息”情景下，美联储往往没有前置沟通时间。

在 2001 年 1 月、2007 年 9 月和 2020 年 3 月“应急式降息”情境下，面对金融市场恐慌性下挫，美联储通常通过临时会议来制定紧急政策。2000 年 12 月 19 日，FOMC 会议上“几乎所有的成员都认为，目前经济疲软的风险不足以放松政策立场”，而在两周后的 2001 年 1 月 3 日，美联储举行电话会议，决定降息 50BP。2007 年 8 月 7 日的议息会议上，FOMC 保持利率不变，并认为“通胀始终是最大的威胁”，8 月 10 日却不得不举行电话会议，为银行系统紧急注入 380 亿美元，8 月 17 日美联储破例召开临时会议，改口称金融市场状况恶化，并宣布调低贴现率 50BP，9 月 18 日的议息会议上调降基准利率 50BP。面对新冠疫情升级造成的金融市场恐慌，2020 年 3 月 3 日、15 日美联储两次召开临时会议，宣布大幅降息 50BP、100BP，而此前 2019 年 12 月的点阵图显示 2020 年将不会降息。

### 2. “预防式降息”情景下，美联储开展渐进式预期管理。

<sup>2</sup> 1993 年后美联储货币政策由货币供给数量调控逐渐过渡至以联邦基金利率为主的价格型工具，在此之前，基准利率波动较大，且未形成最小 25BP 的调整步幅的政策惯例，因而我们选择 1990 年后 7 次降息周期作为观察窗口。

在 1989 年 6 月、1995 年 7 月、1998 年 9 月、2019 年 8 月四次“预防式降息”开启前，美联储通常在一到两次议息会议中对经济增长放缓或金融市场风险表示担忧，并隐晦表达接下来货币政策或有转向可能，政策操作往往经过“调整点阵图→缩表节奏管理→预示降息”等步骤。例如，1998 年美联储在降息落地前一次的会议中表示“委员会的下一个政策举措可能是任一方向（either direction）”。2019 年则有两次会议作为铺垫，3 月 FOMC 议息会议维持基准利率不变，但散点图显示 2019 年加息预期降至 0 次（2018 年 12 月散点图显示 2019 年将加息 2 次），同时宣布将在 5 月下调国债缩表上限、9 月停止缩表；6 月点阵图显示 17 名委员中有 8 名预计 2019 年降息 1 次，同时将经济增速预期由“稳固”变为“温和”；7 月时降息正式落地，并提前结束缩表。

图表 3：1990 年以来美联储降息周期情况

首次降息时间	首次降息距离末次加息时间（月）	降息周期持续时间（月）	降息幅度	降息次数	单次降息最大幅度
1989-06-06	0.6	38.9	6.813%	24	0.50%
1995-07-06	5.2	6.8	0.75%	3	0.25%
1998-09-29	18.1	1.6	0.75%	3	0.25%
2001-01-03	7.6	29.7	5.50%	13	0.50%
2007-09-18	14.6	14.9	5.00%	10	0.75%
2019-08-01	7.4	2	0.75%	3	0.25%
2020-03-03		0.5	1.5%	2	1%

数据来源：Fed、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心整理

## （2）触发美联储降息的关键因素探讨

进一步梳理历次美联储降息开启的关键触发因素，我们观察到：

第一，1998 年以来的 5 次降息周期开启前，核心 PCE、

PCE 同比增速几乎均降至 2% 的目标下方。1996 年美联储内部提出设定 2% 的通胀目标，2012 年 1 月 FOMC 会议正式明确通胀目标为 PCE 年度同比 2%<sup>3</sup>。在 1998-2020 年的 5 次降息观察窗口期中，核心 PCE 同比于美联储首次降息前均已降至 2% 的目标水平之下，PCE 同比除 2001 年外均降至 2% 以下；CPI 同比在“预防式降息”的情况下降至 2% 以下，核心 CPI 同比则均在 2% 水平之上、均值为 2.36%（见图表 4）。

第二，“预防式降息”情况下，PMI 低于荣枯线、失业率连续上行、GDP 增速快速回落等均是开启降息的指引。除 2019 年以外<sup>4</sup>，“预防式降息”情景中，降息开启前，失业率均出现连续 3-6 个月上行、升幅 0.2 个百分点以上，制造业 PMI 波动走跌至荣枯线下，GDP 增速出现 1-3 个季度下行或单个季度内降速过快等，可能是美联储开启前瞻性降息的契机。

---

<sup>3</sup> 资料来自 2012 年 1 月 FOMC 会议纪要，表述为“The Committee judges that inflation at the rate of 2 percent, as measured by the annual change in the price index for personal consumption expenditures, is most consistent over the longer run with the Federal Reserve’s statutory mandate”。在此之前，关于通胀目标如何设定，美联储内部存在众多分歧，1994 年 7 月的会议上，圣路易斯联储主席 Thomas Meltzer 提及“至少我认为我们必须明确表示 3% 的通胀是不可接受的”；1996 年 7 月的会议上耶伦反对时任美联储主席提出的 0-1% 的通胀目标，并认为应当设定一个将通胀率从 3% 降至 2%；2006 年 9 月伯南克在美联储会议上表示，他认为 2000 年至 2007 年或 2008 年的共识通胀目标是 1.5%；而到 2009 年的大衰退结束时，共识已上移到 2%。

<sup>4</sup> 2019 年 GDP 增速和失业率均未见疲弱，但制造业 PMI 连续 5 个月低于荣枯线，消费同比增速较 2018 年 12 月之前出现明显断档，故而美联储开启“预防式降息”。

图表 4：美联储降息开启前，美国的经济和通胀基本情况归纳

首次降息时间	核心 PCE	PCE	核心 CPI	CPI	GDP	失业率	制造业 PMI
1989-06-06	4.38	4.92	4.60	5.30	1989 年 Q2 跌 0.56%	1989 年 3-5 月连续走升，总升幅 0.2%	1989 年 5、6 月连续两个月低于 50
1995-07-06	2.09	2.18	3.00	3.00	1994 年 Q4-1995 年 Q2 跌 1.94%	1995 年 3-6 月连续走升，总升幅 0.2%	1995 年 5、6 月连续两个月低于 50
1998-09-29	1.43	0.93	2.50	1.60	1998 年 Q2 跌 0.76%	1998 年 4-8 月连续走升，总升幅 0.2%	1998 年 6-8 月连续三个月低于 50
2001-01-03	1.87	2.48	2.60	3.40	2000 年 Q3-Q4 跌 1.06%	未趋势性走升	2000 年 8-12 月连续五个月低于 50
2007-09-18	1.98	1.87	2.10	1.90	2007 年 Q1 跌 1.06%	2007 年 5-8 月连续走升，总升幅 0.2%	未低于 50
2019-08-01	1.67	1.42	2.20	1.80	2018 年 Q4-2019 年 Q1 跌 1.28%	未趋势性走升	未低于 50
2020-03-03	1.66	1.64	2.40	2.30	仍在走升	未趋势性走升	2019 年 8-12 月连续五个月低于 50

数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心整理

注：PCE/核心 PCE/CPI/核心 CPI 均为同比百分百数值，取降息前最后一次数据；GDP 取不变价折年数同比，降息前高点至降息前数据；失业率变动为降息前低点至降息前最后一次数据。

第三，美股短期急跌 10%以上或触发美联储“应急式降息”，单次降息幅度大，并配合数量型货币政策。回顾三次“应急式降息”：2000 年 3 月纳指开始走跌，美联储 5 月最后一次大幅加息 50BP 刺破互联网泡沫，加快纳指下挫，标普 500 指数至 2000 年 9 月后开始走弱，美联储转而释放鸽派信号，并在 2001 年 1 月紧急降息 50BP，至降息落地前，标普 500 指数从高点跌 15.4%，纳指跌 28.5%；2007 年 8 月 6 日美国住房抵押贷款公司宣布破产引发金融市场震荡，8 月 10 日美

联储召开电话会议，为银行系统注入流动性，8月17日临时会议宣布调低贴现率 50BP，美股在 7 月中旬-8 月中旬恐慌性下挫，标普 500 指数跌 9.4%、纳指跌 9.9%，美联储紧急采取补充流动性的措施一定程度缓和跌势，9月18日美联储调低基准利率 50BP，此后一个月美股短暂回升；2020年2月28日世卫组织将新冠肺炎疫情全球风险级别由“高”上调为“非常高”，美股自2月20日起快速走跌，一个月内标普 500 指数和纳斯达克指数跌幅达到 33.9%、29.9%。

第四，美国大选对货币政策影响不大，但在政策落地“择时”上或有所考量。历次美国总统大选年份中，货币政策处于加息或降息周期均有，美联储决策显示出独立性；但在政策“择时”方面，除 2008 年和 2020 年面对金融市场风险不得不连续快速的降息外，美联储的降息操作多尽量选择年内较为前置的时间，加息和降息的操作尽量避开 6、9、11 月等选举的关键节点（见图表 5）。

图表 5：1990 年以来美国总统大选及当年货币政策归纳

选举年份	当选总统	所属党派	美联储主席	当年货币政策	操作时间
1992	克林顿	民主党	格林斯潘	降息 175BP	1992 年 4/7/9 月
1996	克林顿	民主党	格林斯潘	降息 25BP	1996 年 1 月
2000	小布什	共和党	格林斯潘	加息 100BP	2000 年 2/3/5 月
2004	小布什	共和党	格林斯潘	加息 125BP	2004 年 6/8/9/10/12 月
2008	奥巴马	民主党	伯南克	降息 400BP	2008 年 1/3/4/10/12 月
2012	奥巴马	民主党	耶伦	不变	
2016	特朗普	共和党	鲍威尔	加息 25BP	2016 年 12 月
2020	拜登	民主党	鲍威尔	降息 150BP	2020 年 3 月

数据来源：中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心整理

## 二、美联储加息结束至降息开启前“平台期”资产表现回顾

### 1. 美债利率领先末次加息见顶回落，“平台期”内收益率曲线陡峭，期限利率倒挂幅度收窄<sup>5</sup>。

美债利率通常领先于美联储末次加息 1-3 个月见顶，长端普遍先下行，末次加息结束后，短端美债利率下行速度更快，收益率曲线走陡，多数情况下，10Y-2Y 期限利率倒挂幅度在“平台期”内开始收窄，10Y-3M 期限利率倒挂幅度于“平台期”靠后或降息初期开始收窄。

### 2. 美股于“平台期”后半段或降息初期由高位震荡回落，降息周期结束后重回升势。

以往多数加息周期内，末次加息前后，宽松预期发酵，市场风险偏好回暖，美股冲高；“平台期”内，涨势放缓；降息开启前后，宽松货币政策尚未完全起效，经济增长压力通常逐渐加大，美股一般自降息初期（3 个月内）高位震荡回落，直至降息结束时至阶段低点；降息周期结束后，重回上行趋势。

### 3. 美元指数在“平台期”普遍延续上行趋势，降息开启后一段时间内走势具有不确定性。

美联储加息结束后，美元指数普遍延续上行，直至降息开启一段时间内走势具有不确定性。但在金融危机等紧急情况下，美元指数受避险情绪推高，高位震荡的时间往往更久。

---

<sup>5</sup> 多数情况下，加息后期收益率曲线开始倒挂。在 6 次观察窗口中，10Y-2Y、10Y-3M 的期限利差除了 1994-1995 年加息周期外，其余每次加息中均出现长则超过一年，短则持续几日的倒挂。



4. 金价与美元指数总体呈逆向走势，但遭遇风险事件时波动更大；油价在降息开启时短暂回落，中长期走势主要由供需格局决定。

金价多与美元指数呈逆向走势，遇风险事件时有短暂同向冲高的势头，但“平台期”金价走强幅度较美元指数更高，持续时间更久；石油价格仅在美联储开启降息前后阶段性回调，更多时间受供需博弈影响更大（见图表6）。

图表 6：美联储历次加息结束后美债、美股、大宗商品涨跌幅情况归纳

债市												
最后一次加息时间	平台期				首次降息后1个月				首次降息后3个月			
	2Y美债	10Y美债	10Y-3M	10Y-2Y	2Y美债	10Y美债	10Y-3M	10Y-2Y	2Y美债	10Y美债	10Y-3M	10Y-2Y
1984-08-09	-43	-38	-14	5	-59	-35	42	24	-200	-88	174	112
1989-05-17	-50	-46	-39	4	-50	-28	23	22	-9	-19	26	-10
1995-02-01	-170	-155	-108	15	12	29	40	17	-5	-13	8	-8
1997-03-25	-182	-213	-127	-31	-45	-7	17	38	15	10	7	-5
2000-05-16	-196	-133	-77	63	-19	26	107	45	-72	2	174	74
2006-06-29	-129	-75	25	54	-15	4	43	19	-89	-34	77	55
2018-12-20	-90	-87	-54	3	-42	-55	-45	-13	-33	-29	27	4

股市										
最后一次加息时间	平台期			首次降息后1个月			首次降息后3个月			
	道琼斯工业平均指数	纳斯达克综合指数	标准普尔500指数	道琼斯工业平均指数	纳斯达克综合指数	标准普尔500指数	道琼斯工业平均指数	纳斯达克综合指数	标准普尔500指数	
1984-08-09	1.71%	3.54%	2.06%	0.35%	0.25%	-0.97%	-0.80%	-0.34%	-3.37%	
1989-05-17	1.75%	2.84%	2.82%	-0.74%	-0.15%	-2.39%	9.64%	8.45%	4.20%	
1995-02-01	21.34%	17.76%	26.18%	0.63%	1.09%	4.44%	3.34%	6.44%	7.45%	
1997-03-25	17.02%	32.64%	39.55%	4.76%	3.55%	1.03%	14.95%	18.42%	25.45%	
2000-05-16	1.28%	-7.22%	-27.47%	3.00%	5.54%	15.33%	-10.90%	-13.78%	-27.00%	
2006-06-29	25.20%	21.97%	25.56%	3.62%	4.30%	8.43%	-1.28%	-1.47%	0.56%	
2018-12-20	13.98%	17.81%	22.21%	-2.78%	-2.49%	-3.68%	1.80%	2.90%	2.58%	

最后一次加息时间	黄金						原油					
	平台期		降息后1个月		降息后3个月		平台期		降息后1个月		降息后3个月	
	COMEX黄金	现货黄金	COMEX黄金	现货黄金	COMEX黄金	现货黄金	布伦特原油	WTI原油	布伦特原油	WTI原油	布伦特原油	WTI原油
1984-08-09		-1.67%		-0.47%		-9.56%						
1989-05-17		-2.56%		5.56%		-1.37%		6.67%		-1.07%		-6.04%
1995-02-01	1.99%	2.47%	1.14%	-0.01%	0.23%	-0.29%	-3.57%	-5.55%	-0.74%	1.61%	-3.58%	-1.96%
1997-03-25	-15.39%	-15.48%	-1.07%	0.60%	-3.66%	-1.81%	-25.42%	-24.12%	-8.85%	-8.95%	-26.06%	-25.06%
2000-05-16	-2.57%	-2.87%	-0.96%	-2.08%	-4.48%	-5.16%	-10.51%	-5.82%	12.55%	12.27%	2.60%	-3.75%
2006-06-29	24.56%	22.65%	6.20%	6.28%	11.55%	11.86%	8.65%	11.14%	9.90%	10.91%	17.07%	13.48%
2018-12-20	16.91%	12.10%	9.13%	7.73%	6.35%	5.69%	7.54%	14.93%	-9.27%	-6.84%	-4.16%	-2.87%

数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

### 三、本轮美联储降息周期情景预判及资产表现展望

#### (一) 基准情形下，美联储大概率在 2024 年第二季度开始降息

2023 年 12 月议息会议后，市场对美联储降息预期快速发酵，Fed Watch 显示市场预期美联储 2024 年 3 月开启降息、全年累计降息 6 次；12 月纽约联储主要经纪商调查显示 2024 年预期降息 5 次，均高于美联储点阵图显示的 3 次（见图表 7-8）。

图表 7：Fed Watch 显示市场预期美联储 2024 年 3 月降息、共 6 次

CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/1/31				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.1%	96.9%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.1%	65.9%	32.0%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.8%	57.3%	36.6%	4.3%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.8%	56.6%	36.8%	4.7%	0.1%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	1.5%	49.4%	39.4%	9.0%	0.7%	0.0%
2024/9/18	0.0%	0.0%	1.4%	43.6%	40.6%	12.6%	1.7%	0.1%	0.0%
2024/11/7	0.0%	0.8%	26.6%	41.8%	23.9%	6.1%	0.7%	0.0%	0.0%
2024/12/18	0.6%	21.5%	38.8%	27.4%	9.6%	1.8%	0.2%	0.0%	0.0%

数据来源：CME、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心（最新访问时间为 2024 年 1 月 11 日）

图表 8：12 月纽约联储主要经纪商调查显示 2024 年预期降息 5 次

Federal Funds Rate or Range at the End of 2024										
	<= 1.50%	1.51 - 2.00%	2.01 - 2.50%	2.51 - 3.00%	3.01 - 3.50%	3.51 - 4.00%	4.01 - 4.50%	4.51 - 5.00%	5.01 - 5.50%	>= 5.51%
Average	3%	2%	3%	7%	15%	17%	19%	17%	10%	8%

数据来源：Fed New York、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心（最新访问时间为 2024 年 1 月 5 日）

目前，美国通胀水平仍远超 2%，美联储 2023 年 12 月

SEP 预计 2026 年 PCE 及核心 PCE 同比增速才能降至 2% 的水平，治理通胀的需求尚不支持美联储过早开启降息。但在不考虑极端风险事件的情形下，我们预计 2024 年美联储可能开启“预防式”降息，首次降息时点可能在 2024 年二季度，降息幅度仍有较大不确定性，影响因素包括以下三个方面：

第一，经济景气降温迹象显现，超额储蓄或于 2024 年上半年耗尽，为防范政策时滞造成的过度紧缩前瞻降息。美国经济景气出现局部降温的迹象，截至 2023 年 12 月 ISM 制造业 PMI 指数已连续 14 个月位于荣枯线下方；劳动力市场亦显示疲态，截至 2023 年 11 月职位空缺人数已降至三年新低。此外，消费增长韧性预计逐步减弱<sup>6</sup>，根据旧金山联储对居民超额储蓄的重估，截至 2023 年 9 月有 4,331 亿美元超额储蓄，或将于 2024 年上半年耗尽。

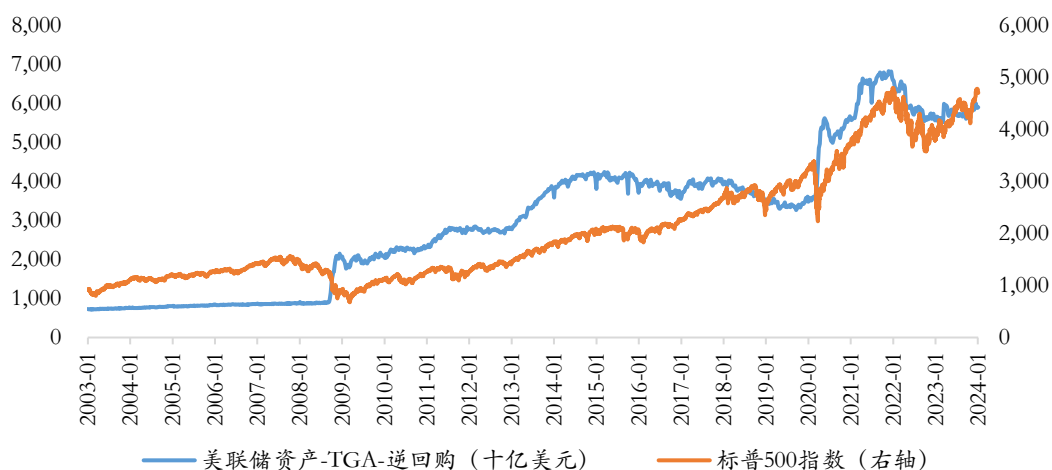
第二，政策转向旨在缓和金融市场流动性压力。以（美联储总资产-TGA-逆回购）作为衡量金融市场流动性总量的指标，截至 2023 年末接近 5.9 万亿美元，较 2022 年末升 5.8%，目前流动性仍宽裕。财政部预计 2024 年一季度发债净融资额将达到 8,160 亿美元，接近 2023 年三季度债务上限解决后，财政部发债放量时的 8,520 亿美元，届时 TGA 账户扩容将增大市场流动性压力，同时，目前隔夜逆回购余额 1.086 万亿美元，线性测算将于约 5.5 个月内耗尽，美联储通过逆回购操作调节市场流动性的空间也越小。美股走势与

---

<sup>6</sup> 详见工银亚洲研究 2023 年 12 月 19 日专题报告《美国经济韧性尚余几何》。

金融市场流动性充裕程度呈高度正相关<sup>7</sup>（见图表 9），流动性紧缩将拖累美股走跌，美联储或考虑避免金融市场快速下挫的风险而提前结束缩表。

**图表 9：金融市场流动性充裕度与美股走势呈高度正相关**

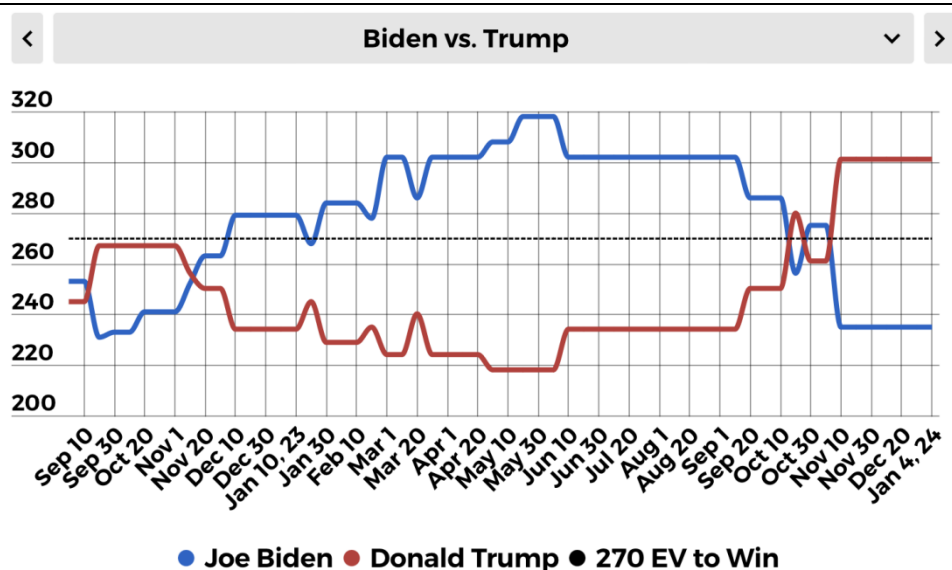


数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

第三，政策显效具有时滞，货币政策提前转向宽松料前置兼顾对大选的影响。综合民调网站（Race to the WH）根据民调中各州的支持率进行选举人票估算，目前拜登的支持票数已低于特朗普（见图表 10）。根据大选的时间安排，2024 年 7 月和 8 月共和民主两党初选结束，候选人正式提名后进入最终阶段，参考历史回顾，货币政策避免在关键时点采取操作，且降息操作多选在上半年。

<sup>7</sup> 2003-2023 年数据（美联储资产-TGA-逆回购）与标普 500 指数相关系数为 0.88；2011-2023 年数据相关系数升至 0.9。

图表 10：以估算的选举人票来看，9 月以来特朗普支持率超过拜登



数据来源：Race to the WH、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心（最新访问时间为 2024 年 1 月 5 日）

（二）基准情形下资产走势展望：降息路径进一步明晰前，预计美元指数、美债利率跌势，金价升势放缓，油价延续震荡

基准情形下（未爆发重大地缘或金融危机，美国通胀中枢或有时点反复）：

**美元指数**在 2024 年降息周期开启初期大概率延续高位震荡，受地缘局势复杂化影响，期内不排除有阶段性走高；降息开启一段时间后，美元指数预计逐渐呈现趋势性下行趋势。考虑到基准情形下，美国经济“软着陆”、地缘形势依旧复杂，美元指数下跌幅度或有限。

**美股**于降息开启前阶段性冲高，此后仍需观察美国经济走弱节奏与市场预期情况。考虑到基准情形下，美国经济“软

着陆”、企业盈利下跌幅度有限，以及 AI 商业化应用等可能的技术红利，美股 2024 年或仍有温和上行空间。

**美债利率**多在降息周期开启前（高利率平台期）已开始回落，美债长短端收益率倒挂趋势性收敛，降息落地后将带动短端美债利率快速回落，长端利率下行节奏跟随经济景气回落速度，预计期限利差倒挂修复并回正。考虑到 2023 年末以来市场乐观交易降息预期，在降息路径进一步明确前，美债利率继续快节奏大幅下行概率不大。

**大宗商品**，当前，除了美联储降息预期，复杂地缘局势、通胀中枢趋势上行等亦是影响金价、油价走势的重要因素，基准情形下，油价、金价后续仍有上行空间。具体而言：

预计**金价**大概率延续趋势上行，行情有望延续至降息结束后的低利率维持期，但考虑到前期上行幅度较大，基准情形下，后续上行空间有限，短期或呈现震荡、缓慢走强走势。

**油价**短期料延续小幅震荡态势，当前需求端悲观预期仍占主导地位，但供给端提振价格的力量仍偏强，沙特减产挺价意愿偏强、非 OPEC 国家增产缓慢，同时，不确定性地缘风险犹存。后续在补库周期提振全球制造业回暖、产油国价格博弈力量仍强的一般假定下，油价仍有趋势向上的空间。