

研究報告

歡迎掃碼關注
工銀亞洲研究



中國工商銀行（亞洲）

東南亞研究中心

李盧霞 黃斯佳

周文敏 楊妍

美聯儲降息前景及“平臺期” 資產表現前瞻

閱讀引言

2023 年 12 月，美聯儲議息會議維持聯邦基金利率在 5.25%-5.50% 不變，是繼 6 月、9 月、11 月之後的第四次暫停加息。點陣圖顯示超半數官員預計 2024 年美聯儲將至少降息三次（75BP），至 2024 年末聯邦基金利率預測中位值降至 4.6%（9 月點陣圖：5.1%）；鮑威爾表示：“降息開始出現在視野中”，並在回答記者提問中透露，會在通脹回落至 2% 以前降息以避免緊縮過度。

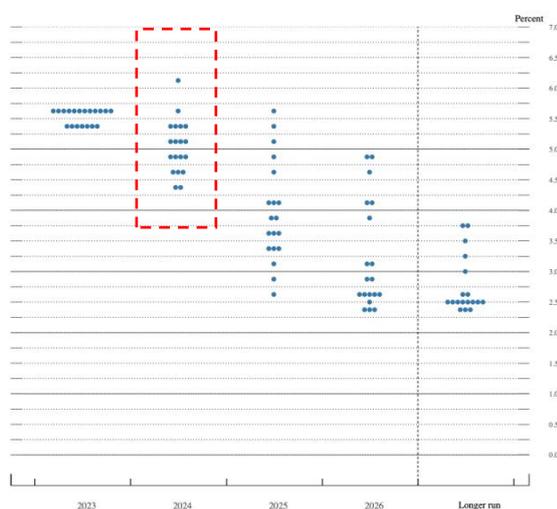
美聯儲將何時開啟降息、哪些因素是觸發降息的關鍵、平臺期資產價格表現等問題是市場關注的焦點。

美聯儲降息前景及“平臺期”資產表現前瞻

2023 年 12 月，美聯儲議息會議維持聯邦基金利率在 5.25%-5.50% 不變，是繼 6 月、9 月、11 月之後的第四次暫停加息。點陣圖顯示超半數官員預計 2024 年美聯儲將至少降息三次（75BP），至 2024 年末聯邦基金利率預測中位值降至 4.6%（9 月點陣圖：5.1%，見圖表 1-2）；鮑威爾表示：“降息開始出現在視野中”，並在回答記者提問中透露，會在通脹回落至 2% 以前降息以避免緊縮過度¹。美聯儲將何時開啟降息、哪些因素是觸發降息的關鍵等問題成為市場關注的焦點。

圖表 1：9 月 FOMC 會議點陣圖

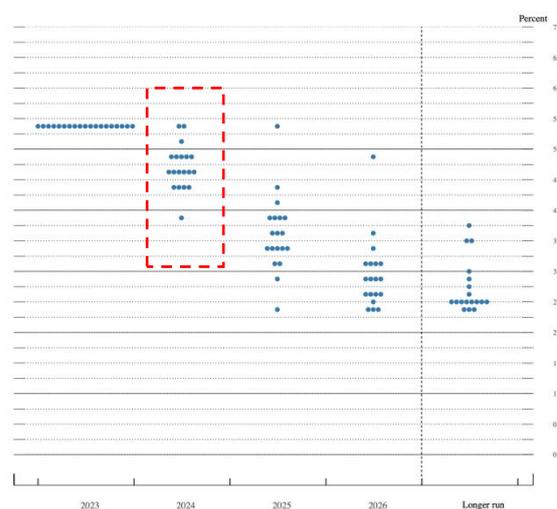
Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



數據來源：Fed、中國工商銀行（亞洲）東南亞研究中心

圖表 2：12 月 FOMC 會議點陣圖

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



數據來源：Fed、中國工商銀行（亞洲）東南亞研究中心

¹ 資料來源：Transcript of Chair Powell's Press Conference December 13, 2023；鮑威爾發言：“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、從歷史經驗看美聯儲降息週期開啟的關鍵因素

(一) 1990 年以來美聯儲降息前的市場預期管理

1990 年以來的七次²美聯儲降息週期中，首次降息距離末次加息的“平臺期”並無固定時長（見圖表 3），根據當時經濟金融情況及美聯儲降息節奏，可以分為“預防式降息”和“應急式降息”兩類，降息開啟前美聯儲與市場溝通情況亦不同。

1. “應急降息”情景下，美聯儲往往沒有前置溝通時間。

在 2001 年 1 月、2007 年 9 月和 2020 年 3 月“應急式降息”情境下，面對金融市場恐慌性下挫，美聯儲通常通過臨時會議來制定緊急政策。2000 年 12 月 19 日，FOMC 會議上“幾乎所有的成員都認為，目前經濟疲軟的風險不足以放鬆政策立場”，而在兩周後的 2001 年 1 月 3 日，美聯儲舉行電話會議，決定降息 50BP。2007 年 8 月 7 日的議息會議上，FOMC 保持利率不變，並認為“通脹始終是最大的威脅”，8 月 10 日卻不得不舉行電話會議，為銀行系統緊急注入 380 億美元，8 月 17 日美聯儲破例召開臨時會議，改口稱金融市場狀況惡化，並宣佈調低貼現率 50BP，9 月 18 日的議息會議上調降基準利率 50BP。面對新冠疫情升級造成的金融市場恐慌，2020 年 3 月 3 日、15 日美聯儲兩次召開臨時會議，宣佈大幅降息 50BP、100BP，而此前 2019 年 12 月的點陣圖顯示 2020 年將不會降息。

² 1993 年後美聯儲貨幣政策由貨幣供給數量調控逐漸過渡至以聯邦基金利率為主的價格型工具，在此之前，基準利率波動較大，且未形成最小 25BP 的調整步幅的政策慣例，因而我們選擇 1990 年後 7 次降息週期作為觀察窗口。

2. “預防式降息”情景下，美聯儲開展漸進式預期管理。

在 1989 年 6 月、1995 年 7 月、1998 年 9 月、2019 年 8 月四次“預防式降息”開啟前，美聯儲通常在一到兩次議息會議中對經濟增長放緩或金融市場風險表示擔憂，並隱晦表達接下來貨幣政策或有轉向可能，政策操作往往經過“調整點陣圖→縮表節奏管理→預示降息”等步驟。例如，1998 年美聯儲在降息落地前一次的會議中表示“委員會的下一個政策舉措可能是任一方向（either direction）”。2019 年則有兩次會議作為鋪墊，3 月 FOMC 議息會議維持基準利率不變，但散點圖顯示 2019 年加息預期降至 0 次（2018 年 12 月散點圖顯示 2019 年將加息 2 次），同時宣佈將在 5 月下調國債縮表上限、9 月停止縮表；6 月點陣圖顯示 17 名委員中有 8 名預計 2019 年降息 1 次，同時將經濟增速預期由“穩固”變為“溫和”；7 月時降息正式落地，並提前結束縮表。

圖表 3：1990 年以來美聯儲降息週期情況

首次降息時間	首次降息距離末次加息時間（月）	降息週期持續時間（月）	降息幅度	降息次數	單次降息最大幅度
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%

數據來源：Fed、中國工商銀行（亞洲）東南亞研究中心整理

（2）觸發美聯儲降息的關鍵因素探討

進一步梳理歷次美聯儲降息開啟的關鍵觸發因素，我們觀察到：

第一，1998年以來的5次降息週期開啟前，核心PCE、PCE同比增速幾乎均降至2%的目標下方。1996年美聯儲內部提出設定2%的通脹目標，2012年1月FOMC會議正式明確通脹目標為PCE年度同比2%³。在1998-2020年的5次降息觀察窗口期中，核心PCE同比于美聯儲首次降息前均已降至2%的目標水平之下，PCE同比除2001年外均降至2%以下；CPI同比在“預防式降息”的情況下降至2%以下，核心CPI同比則均在2%水平之上、均值為2.36%（見圖表4）。

第二，“預防式降息”情況下，PMI低於榮枯線、失業率連續上行、GDP增速快速回落等均是開啟降息的指引。除2019年以外⁴，“預防式降息”情景中，降息開啟前，失業率均出現連續3-6個月上行、升幅0.2個百分點以上，製造業PMI波動走跌至榮枯線下，GDP增速出現1-3個季度下行或單個季度內降速過快等，可能是美聯儲開啟前瞻性降息的契機。

³ 資料來自2012年1月FOMC會議紀要，表述為“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，關於通脹目標如何設定，美聯儲內部存在眾多分歧，1994年7月的會議上，聖路易斯聯儲主席Thomas Meltzer提及“至少我認為我們必須明確表示3%的通脹是不可接受的”；1996年7月的會議上耶倫反對時任美聯儲主席提出的0-1%的通脹目標，並認為應當設定一個將通脹率從3%降至2%；2006年9月伯南克在美聯儲會議上表示，他認為2000年至2007年或2008年的共識通脹目標是1.5%；而到2009年的大衰退結束時，共識已上移到2%。

⁴ 2019年GDP增速和失業率均未見疲弱，但製造業PMI連續5個月低於榮枯線，消費同比增速較2018年12月之前出現明顯斷檔，故而美聯儲開啟“預防式降息”。

圖表 4：美聯儲降息開啟前，美國的經濟和通脹基本情況歸納

首次降息時間	核心 PCE	PCE	核心 CPI	CPI	GDP	失業率	製造業 PMI
1989-06-06	4.38	4.92	4.60	5.30	1989 年 Q2 跌 0.56%	1989 年 3-5 月連續走升，總升幅 0.2%	1989 年 5、6 月連續兩個月低於 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 月連續走升，總升幅 0.2%	1995 年 5、6 月連續兩個月低於 50
1998-09-29	1.43	0.93	2.50	1.60	1998 年 Q2 跌 0.76%	1998 年 4-8 月連續走升，總升幅 0.2%	1998 年 6-8 月連續三個月低於 50
2001-01-03	1.87	2.48	2.60	3.40	2000 年 Q3-Q4 跌 1.06%	未趨勢性走升	2000 年 8-12 月連續五個月低於 50
2007-09-18	1.98	1.87	2.10	1.90	2007 年 Q1 跌 1.06%	2007 年 5-8 月連續走升，總升幅 0.2%	未低於 50
2019-08-01	1.67	1.42	2.20	1.80	2018 年 Q4-2019 年 Q1 跌 1.28%	未趨勢性走升	未低於 50
2020-03-03	1.66	1.64	2.40	2.30	仍在走升	未趨勢性走升	2019 年 8-12 月連續五個月低於 50

數據來源：WIND、中國工商銀行（亞洲）東南亞研究中心整理

注：PCE/核心 PCE/CPI/核心 CPI 均為同比百分百數值，取降息前最後一次數據；GDP 取不變價折年數同比，降息前高點至降息前數據；失業率變動為降息前低點至降息前最後一次數據。

第三，美股短期急跌 10%以上或觸發美聯儲“應急式降息”，單次降息幅度大，並配合數量型貨幣政策。回顧三次“應急式降息”：2000 年 3 月納指開始走跌，美聯儲 5 月最後一次大幅加息 50BP 刺破互聯網泡沫，加快納指下挫，標普 500 指數至 2000 年 9 月後開始走弱，美聯儲轉而釋放鴿派信號，並在 2001 年 1 月緊急降息 50BP，至降息落地前，標普 500 指數從高點跌 15.4%，納指跌 28.5%；2007 年 8 月 6 日美國住房抵押貸款公司宣佈破產引發金融市場震盪，8

月 10 日美聯儲召開電話會議，為銀行系統注入流動性，8 月 17 日臨時會議宣佈調低貼現率 50BP，美股在 7 月中旬-8 月中旬恐慌性下挫，標普 500 指數跌 9.4%、納指跌 9.9%，美聯儲緊急採取補充流動性的措施一定程度緩和跌勢，9 月 18 日美聯儲調低基準利率 50BP，此後一個月美股短暫回升；2020 年 2 月 28 日世衛組織將新冠肺炎疫情全球風險級別由“高”上調為“非常高”，美股自 2 月 20 日起快速走跌，一個月內標普 500 指數和納斯達克指數跌幅達到 33.9%、29.9%。

第四，美國大選對貨幣政策影響不大，但在政策落地“擇時”上或有所考量。歷次美國總統大選年份中，貨幣政策處於加息或降息週期均有，美聯儲決策顯示出獨立性；但在政策“擇時”方面，除 2008 年和 2020 年面對金融市場風險不得不連續快速的降息外，美聯儲的降息操作多儘量選擇年內較為前置的時間，加息和降息的操作儘量避開 6、9、11 月等選舉的關鍵節點（見圖表 5）。

圖表 5：1990 年以來美國總統大選及當年貨幣政策歸納

選舉年份	當選總統	所屬黨派	美聯儲主席	當年貨幣政策	操作時間
1992	克林頓	民主黨	格林斯潘	降息 175BP	1992 年 4/7/9 月
1996	克林頓	民主黨	格林斯潘	降息 25BP	1996 年 1 月
2000	小布什	共和黨	格林斯潘	加息 100BP	2000 年 2/3/5 月
2004	小布什	共和黨	格林斯潘	加息 125BP	2004 年 6/8/9/10/12 月
2008	奧巴馬	民主黨	伯南克	降息 400BP	2008 年 1/3/4/10/12 月
2012	奧巴馬	民主黨	耶倫	不變	
2016	特朗普	共和黨	鮑威爾	加息 25BP	2016 年 12 月
2020	拜登	民主黨	鮑威爾	降息 150BP	2020 年 3 月

數據來源：中國工商銀行（亞洲）東南亞研究中心整理

二、美聯儲加息結束至降息開啟前“平臺期”資產表現回顧

1. 美債利率領先末次加息見頂回落，“平臺期”內收益率曲線牛陡，期限利率倒掛幅度收窄⁵。

美債利率通常領先于美聯儲末次加息 1-3 個月見頂，長端普遍先下行，末次加息結束後，短端美債利率下行速度更快，收益率曲線走陡，多數情況下，10Y-2Y 期限利率倒掛幅度在“平臺期”內開始收窄，10Y-3M 期限利率倒掛幅度於“平臺期”靠後或降息初期開始收窄。

2. 美股於“平臺期”後半段或降息初期由高位震盪回落，降息週期結束後重回升勢。

以往多數加息週期內，末次加息前後，寬鬆預期發酵，市場風險偏好回暖，美股冲高；“平臺期”內，漲勢放緩；降息開啟前後，寬鬆貨幣政策尚未完全起效，經濟增長壓力通常逐漸加大，美股一般自降息初期（3 個月內）高位震盪回落，直至降息結束時至階段低點；降息週期結束後，重回上行趨勢。

3. 美元指數在“平臺期”普遍延續上行趨勢，降息開啟後一段時間內走勢具有不確定性。

美聯儲加息結束後，美元指數普遍延續上行，直至降息開啟一段時間內走勢具有不確定性。但在金融危機等緊急情

⁵ 多數情況下，加息後期收益率曲線開始倒掛。在 6 次觀察窗口中，10Y-2Y、10Y-3M 的期限利差除了 1994-1995 年加息週期外，其餘每次加息中均出現長則超過一年，短則持續幾日的倒掛。

況下，美元指數受避險情緒推高，高位震盪的時間往往更久。

4. 金價與美元指數總體呈逆向走勢，但遭遇風險事件時波動更大；油價在降息開啟時短暫回落，中長期走勢主要由供需格局決定。

金價多與美元指數呈逆向走勢，遇風險事件時有短暫同向沖高的勢頭，但“平臺期”金價走強幅度較美元指數更高，持續時間更久；石油價格僅在美聯儲開啟降息前後階段性回調，更多時間受供需博弈影響更大（見圖表 6）。

圖表 6：美聯儲歷次加息結束後美債、美股、大宗商品漲跌幅情況歸納

債市												
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%

數據來源：WIND、中國工商銀行（亞洲）東南亞研究中心

三、本輪美聯儲降息週期情景預判及資產表現展望

(一) 基準情形下，美聯儲大概率在 2024 年第二季度開始降息

2023 年 12 月議息會議後，市場對美聯儲降息預期快速發酵，Fed Watch 顯示市場預期美聯儲 2024 年 3 月開啟降息、全年累計降息 6 次；12 月紐約聯儲主要經紀商調查顯示 2024 年預期降息 5 次，均高於美聯儲點陣圖顯示的 3 次（見圖表 7-8）。

圖表 7：Fed Watch 顯示市場預期美聯儲 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%

數據來源：CME、中國工商銀行（亞洲）東南亞研究中心（最新訪問時間為 2024 年 1 月 11 日）

圖表 8：12 月紐約聯儲主要經紀商調查顯示 2024 年預期降息 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%

數據來源：Fed New York、中國工商銀行（亞洲）東南亞研究中心（最新訪問時間為 2024 年 1 月 5 日）

目前，美國通脹水平仍遠超 2%，美聯儲 2023 年 12 月

SEP 預計 2026 年 PCE 及核心 PCE 同比增速才能降至 2% 的水平，治理通脹的需求尚不支持美聯儲過早開啟降息。但在不考慮極端風險事件的情形下，我們預計 2024 年美聯儲可能開啟“預防式”降息，首次降息時點可能在 2024 年二季度，降息幅度仍有較大不確定性，影響因素包括以下三個方面：

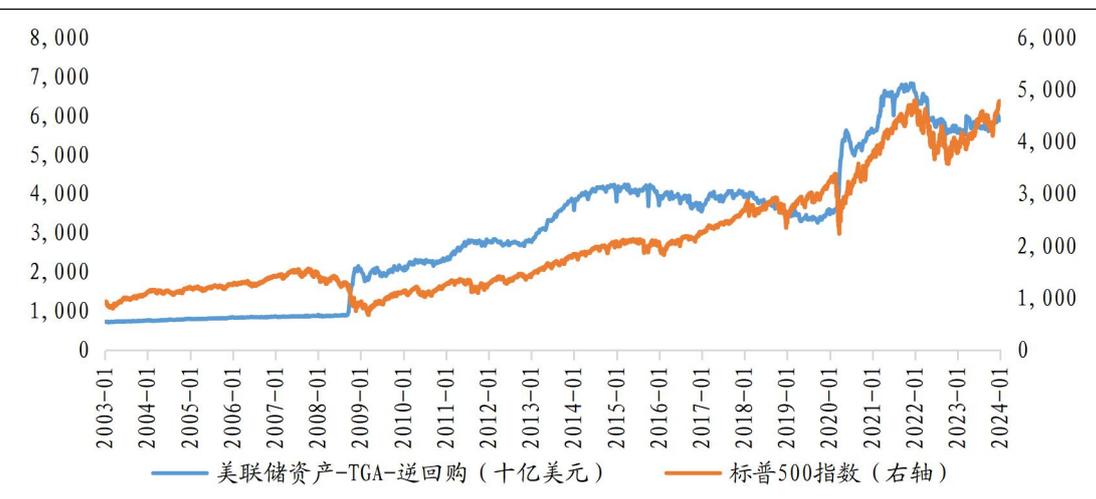
第一，經濟景氣降溫跡象顯現，超額儲蓄或於 2024 年上半年耗盡，為防範政策時滯造成的過度緊縮前瞻降息。美國經濟景氣出現局部降溫的跡象，截至 2023 年 12 月 ISM 製造業 PMI 指數已連續 14 個月位於榮枯線下方；勞動力市場亦顯示疲態，截至 2023 年 11 月職位空缺人數已降至三年新低。此外，消費增長韌性預計逐步減弱⁶，根據舊金山聯儲對居民超額儲蓄的重估，截至 2023 年 9 月有 4,331 億美元超額儲蓄，或將於 2024 年上半年耗盡。

第二，政策轉向旨在緩和金融市場流動性壓力。以（美聯儲總資產-TGA-逆回購）作為衡量金融市場流動性總量的指標，截至 2023 年末接近 5.9 萬億美元，較 2022 年末升 5.8%，目前流動性仍寬裕。財政部預計 2024 年一季度發債淨融資額將達到 8,160 億美元，接近 2023 年三季度債務上限解決後，財政部發債放量時的 8,520 億美元，屆時 TGA 賬戶擴容將增大市場流動性壓力，同時，目前隔夜逆回購餘額 1.086 萬億美元，線性測算將於約 5.5 個月內耗盡，美聯儲通過逆回購操作調節市場流動性的空間也越小。美股走勢與金融市

⁶ 詳見工銀亞洲研究 2023 年 12 月 19 日專題報告《美國經濟韌性尚餘幾何》。

場流動性充裕程度呈高度正相關⁷（見圖表 9），流動性緊縮將拖累美股走跌，美聯儲或考慮避免金融市場快速下挫的風險而提前結束縮表。

圖表 9：金融市場流動性充裕度與美股走勢呈高度正相關

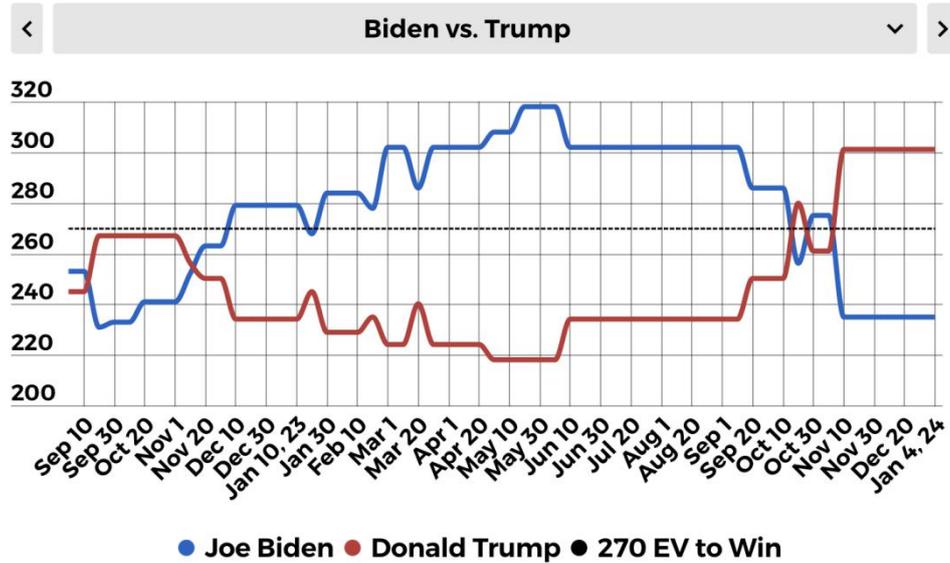


數據來源：WIND、中國工商銀行（亞洲）東南亞研究中心

第三，政策顯效具有時滯，貨幣政策提前轉向寬鬆料前置兼顧對大選的影響。綜合民調網站（Race to the WH）根據民調中各州的支持率進行選舉人票估算，目前拜登的支持票數已低於特朗普（見圖表 10）。根據大選的時間安排，2024 年 7 月和 8 月共和民主兩黨初選結束，候選人正式提名後進入最終階段，參考歷史回顧，貨幣政策避免在關鍵時點採取操作，且降息操作多選在上半年。

⁷ 2003-2023 年數據（美聯儲資產-TGA-逆回購）與標普 500 指數相關係數為 0.88；2011-2023 年數據相關係數升至 0.9。

圖表 10：以估算的選舉人票來看，9 月以來特朗普支持率超過拜登



數據來源：Race to the WH、中國工商銀行（亞洲）東南亞研究中心（最新訪問時間為 2024 年 1 月 5 日）

（二）基準情形下資產走勢展望：降息路徑進一步明晰前，預計美元指數、美債利率跌勢，金價升勢放緩，油價延續震盪

基準情形下（未爆發重大地緣或金融危機，美國通脹中樞或有時點反復）：

美元指數在 2024 年降息週期開啟初期大概率延續高位震盪，受地緣局勢複雜化影響，期內不排除有階段性走高；降息開啟一段時間後，美元指數預計逐漸呈現趨勢性下行趨勢。考慮到基準情形下，美國經濟“軟著陸”、地緣形勢依舊複雜，美元指數下跌幅度或有限。

美股于降息開啟前階段性沖高，此後仍需觀察美國經濟走弱節奏與市場預期情況。考慮到基準情形下，美國經濟“軟

著陸”、企業盈利下跌幅度有限，以及 AI 商業化應用等可能的技術紅利，美股 2024 年或仍有溫和上行空間。

美債利率多在降息週期開啟前（高利率平臺期）已開始回落，美債長短端收益率倒掛趨勢性收斂，降息落地後將帶動短端美債利率快速回落，長端利率下行節奏跟隨經濟景氣回落速度，預計期限利差倒掛修復並回正。考慮到 2023 年末以來市場樂觀交易降息預期，在降息路徑進一步明確前，美債利率繼續快節奏大幅下行概率不大。

大宗商品，當前，除了美聯儲降息預期，複雜地緣局勢、通脹中樞趨勢上行等亦是影響金價、油價走勢的重要因素，**基準情形下，油價、金價後續仍有上行空間。具體而言：**

預計**金價**大概率延續趨勢上行，行情有望延續至降息結束後的低利率維持期，但考慮到前期上行幅度較大，基準情形下，後續上行空間有限，短期或呈現震盪、緩慢走強走勢。

油價短期料延續小幅震盪態勢，當前需求端悲觀預期仍占主導地位，但供給端提振價格的力量仍偏強，沙特減產挺價意願偏強、非 OPEC 國家增產緩慢，同時，不確定性地緣風險猶存。後續在補庫週期提振全球製造業回暖、產油國價格博弈力量仍強的一般假定下，油價仍有趨勢向上的空間。



香港中資銀行業協會
Chinese Banking Association
of Hong Kong

**本文章版權屬撰稿機構及/或作者
所有，不得轉載。**

**本文章發表的內容均為撰稿機構
及/或作者的意見及分析，並不代
表香港中資銀行業協會意見。**