

联储纪要未传达更鸽派信号，关注非农数据

—美联储12月FOMC纪要

核心要点：

美联储1月3日公布了12月FOMC会议纪要，我们认为有以下七个要点值得注意。对于市场来说，1月5日（周五）公布的非农数据可能成为判断美股、美债和美元是否需要调整乐观降息预期的重要线索，需要密切观察。

纪要在12月FOMC的基础上并未传递更加鸽派的信号，虽然在暗示利率已经达到顶点且开始讨论降息后整体呈现偏鸽派态度，但不足以使宽松预期更加乐观。市场在12月13日FOMC会议后大幅计入了2024全年的降息预期，尽管纽约联储主席威廉姆斯等重要官员轮番上阵，并希望通过喊话方式限制市场的降息预期，但市场在经济数据弱化并不明显的情况下已然处于“抢跑”的模式。

美联储在加息不足导致通胀回暖以及加息过多导致经济过度下行的两种担忧之间逐渐开始偏向后者，尽管关于两类风险的表述仍然相对平衡。一方面，美联储对通胀增速回落的进程表现出认可，工作人员也判断消费者价格增速“继续展现出明显放缓的迹象”；另一方面，官员们将2024年经济增速从9月份的1.5%略微下调至1.4%并表示实际利率路径将取决于经济变化，这不仅暗示“利率见顶”的判断需要经济数据的进一步支持，也表明经济情况对美联储决策的影响更加显著。

经济方面，美联储工作人员认为货币政策的滞后效应仍将继续显现，因此判断2024和2025年的经济增长可能低于潜在增速。整体上，美联储对经济的判断致力于将经济引导向“软着陆”的预期，没有反映“不着陆”导致“二次通胀”的担忧。

通胀方面，美联储对价格指数的缓和展现出更明显的认可，自2022年6月以来首次没有使用通胀“不可接受的高”（unacceptably high）这一表述。这符合美联储因通胀增速向目标靠拢的证据增强而开始考虑降息时点的行动，也表明在通胀反弹和经济下行两类担忧中，证据更加支持后者。虽然美联储也保留了进一步加息的可能，但这更多是期望控制市场预期的表现。

劳动市场方面，一些与会者表达了如果劳动需求出现进一步的显著弱化，劳动市场可能快速从逐渐缓和过渡到更突然的下行状态。这也反映出在通胀下行的背景下，劳动数据和经济对美联储决策影响的重要性在上升。不过，1月5日预计不弱的劳动数据可能是关键的市场转折点。

金融条件在市场快速计入降息预期的背景下出现显著缓和，美联储官员在短期通胀担忧尚未消散时并不乐于见到这一情况。许多与会者表示金融条件放松超过适当的水平可能使委员会更难实现其通胀目标。因此，美联储短期有动力借不弱的经济数据“敲打”市场，防止金融条件持续放松加剧年末二次通胀的可能性。

目前来看，美联储明显倾向于2024年上半年开启降息后缩表仍会持续一段时间。2024上半年缩表大概率持续，但下半年能否顺利进行取决于中小银行现金水平是否安全，如果银行间流动性明显收紧或出现与商业地产的风险联动，则缩表可能放缓或停止。具体可以参考报告《加息周期临近尾声，美联储将转向数量调控》

分析师

章俊

☎：010-8092 8096

✉：zhangjun_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070003

研究助理：于金潼

市场乐观的降息预期可能出现调整（%）

MEETING DATE	CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES								
	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%	8.8%	91.2%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	6.1%	66.5%	27.4%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.4%	59.2%	32.1%	3.3%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	6.0%	58.9%	31.8%	3.3%	0.0%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.1%	5.5%	54.1%	34.2%	5.8%	0.3%	0.0%
2024/9/18	0.0%	0.1%	5.1%	51.2%	35.4%	7.5%	0.6%	0.0%	0.0%
2024/11/7	0.0%	3.5%	36.4%	40.5%	16.5%	2.8%	0.2%	0.0%	0.0%
2024/12/18	2.9%	30.5%	39.8%	20.8%	5.3%	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源：CME，中国银河证券研究院整理

风险提示：

1. 美国经济韧性超预期的风险
2. 美国通胀反弹的风险
3. 美国出现突发流动性危机的风险

美联储1月3日公布了12月FOMC会议纪要，我们认为有以下七个要点值得注意。对于市场来说，1月5日（周五）公布的非农数据可能成为判断美股、美债和美元是否需要调整乐观降息预期的重要线索，需要密切观察。

（1）纪要在12月FOMC的基础上并未传递更加鸽派的信号，虽然在暗示利率已经达到顶点且开始讨论降息后整体呈现偏鸽派态度，但不足以使宽松预期更加乐观。市场在12月13日FOMC会议后大幅计入了2024全年的降息预期，美联储的经济展望（SEP）将2024年的降低幅度从9月的50BP调整至75BP，而市场则在11月通胀数据弱化符合预期的背景下将2024年降息的幅度从125BP提升至150BP。尽管纽约联储主席威廉姆斯等重要官员轮番上阵，并希望通过喊话方式限制市场的降息预期，但市场在经济数据弱化并不明显的情况下已然处于“抢跑”的模式。

（2）美联储在加息不足导致通胀回暖以及加息过多导致经济过度下行的两种担忧间逐渐开始偏向后者，尽管关于两类风险的表述仍然相对平衡。一方面，美联储对通胀增速回落的进程表现出认可，工作人员也判断消费者价格增速“继续展现出明显放缓的迹象”（continued to show notable signs of easing）；另一方面，官员们将2024年经济增速从9月份的1.5%略微下调至1.4%并表示实际利率路径将取决于经济变化（actual policy path will depend on how the economy evolves），这不仅暗示“利率见顶”的判断需要经济数据的进一步支持，也表明经济情况对美联储决策的影响更加显著。

（3）经济方面，美联储工作人员认为货币政策的滞后效应仍将继续显现，因此判断2024和2025年的经济增长可能低于潜在增速，这似乎比美联储2024年1.4%和2025年1.8%的预测稍显谨慎。整体上，美联储对经济的判断致力于将经济引导向“软着陆”的预期，没有反映“不着陆”导致“二次通胀”的担忧。

（4）通胀方面，美联储对价格指数的缓和展现出更明显的认可，自2022年6月以来首次没有使用通胀“不可接受的高”（unacceptably high）这一表述。这符合美联储因通胀增速向目标靠拢的证据增强而开始考虑降息时点的行动，也表明在通胀反弹和经济下行两类担忧中，证据更加支持后者。虽然美联储也保留了进一步加息的可能（Leaving open the possibility of further increases in the target range），但这更多是期望控制市场预期表现。

（5）劳动市场方面，美联储的表述变化不大，预计失业率将在供需逐步平衡的状态下保持4.1%的较低水平。同时，一些（several）与会者表达了如果劳动需求出现进一步的显著弱化（if labor demand were to weaken substantially further），劳动市场可能快速从逐渐缓和过渡到更突然的下行状态。这也反映出在通胀下行的背景下，劳动数据和经济对美联储决策影响的重要性在上升。1月5日的非农和其他劳动数据可能是关键的市场转折点。

（6）金融条件在市场快速计入降息预期的背景下出现显著缓和，美联储官员在短期通胀担忧并未消散时并不乐于见到这一情况。许多（many）与会者表示金融条件放松超过适当的水平可能使委员会更难实现其通胀目标。因此，美联储短期有动力借不弱的经济数据“敲打”市场，防止金融条件持续放松加剧年末二次通胀的可能性。

（7）我们在12月FOMC会议动态中分析了美联储对缩表的态度。历史上，美联储在价格型政策转向宽松时通常不会同时进行数量型工具的紧缩，但目前来看，美联储明显倾向于在金融市场不出现流动性问题的情况下使缩表贯穿2024全年。同时，一些（several）官员表示对资产负债表的缩减将在其降至“略高于充足准备金水平”（somewhat above the level judged consistent with ample reserves）后放缓并停止缩表。从缩表的成果来看，当前美联储以及缩减超过1万亿美元的国债和MBS，按每月实际缩减740-800亿美元的规模测算，则可以使美联储资产负债表在2024年底接近2020年3月至7月快速QE后7万亿美元左右的规模。美联储QT当前在消耗逆回购（RRP）中的资金，但按目前速率估算，RRP可能在2024年二季度中期回归2500亿美元左右的常规水平，而中小银行准备金将遭到进一步消耗。因此，2024上半年缩表大概率持续，但下半年能否顺利进行取决于中小银行现金水平是否安全，如果银行间流动性明显收紧或出现与商业地产的风险联动，则缩表可能放缓或停止。具体可以参考我们此前的报告《加息周期接近尾声，美联储将转向数量调控》。

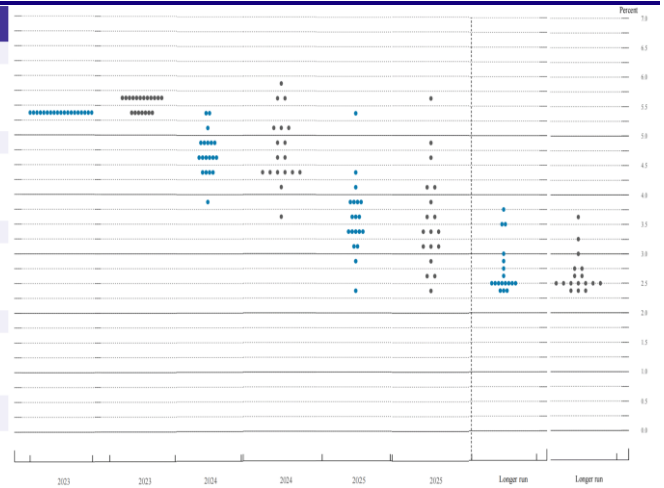
在美联储纪要的基础上，里士满联储行长巴尔金也在同日发言并指出了市场普遍的“软着陆”预期面临的几大风险：（1）经济动能耗尽后增长可能出现反转；（2）地缘政治问题或硅谷银行事件等经济意外仍然可能发生；（3）通胀在利率预期下行等因素的影响下依然可能偏离2%的目标；（4）需求强劲可能导致“不着陆”。这与美联储纪要中经济面临巨大不确定性的判断相符。因此，尽管通胀近期展现出良好的信号，美联储并没有确定货币政策转向的时机，仍有动力在经济和通胀数据进一步显著弱化前保持5.25%-5.50%的利率水平不变。亚特兰大联储的GDP预测请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

显示 2024 年 1 月初对 2023 年四季度的环比折年增长预测仍高达 2.5%，而劳动市场 12 月数据预计也难以出现大幅恶化，这是美联储进一步与市场沟通其并不急于大幅降息的良好时机。所以，我们认为 12 月劳动市场数据可能成为近期市场“抢跑”的降息预期发生调整的拐点。在失业率低于 4%，新增非农就业不显著低于 15 万人的情况下，美联储可能引用此数据缓和降息预期。会议纪要公布后，CME 联邦基金利率期货显示多数交易者仍然维持了 2024 年 3 月首次降息，全年降息六次供给 150BP 的预期，这可能随劳动数据的公布而出现调整。

图 1：美联储经济数据预测（SEP）对比（%）

	2023	2024	中位数	2025	2026	长期
实际GDP增速	2.6	1.4	1.8	1.8	1.9	1.8
9月预测	2.1	1.5	1.8	1.8	1.8	1.8
6月预测	1	1.1	1.8			
3月预测	0.4	1.2	1.9			
失业率	3.8	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1
9月预测	3.8	4.1	4.1	4	4	4
6月预测	4.1	4.5	4.5			
3月预测	4.5	4.6	4.6			
PCE通胀	2.8	2.4	2.1	2	2	2
9月预测	3.3	2.5	2.2	2	2	2
6月预测	3.2	2.5	2.1			
3月预测	3.3	2.5	2.1			
核心PCE通胀	3.2	2.4	2.2	2	2	2
9月预测	3.7	2.6	2.4	2	2	2
6月预测	3.9	2.6	2.2			
3月预测	3.6	2.6	2.1			
预测联邦基金利率路径：						
联邦基金利率	5.4	4.6	3.6	2.9	2.5	2.5
9月预测	5.6	5.1	3.9	2.9	2.5	2.5
6月预测	5.6	4.6	3.4			
3月预测	5.1	4.3	3.1			

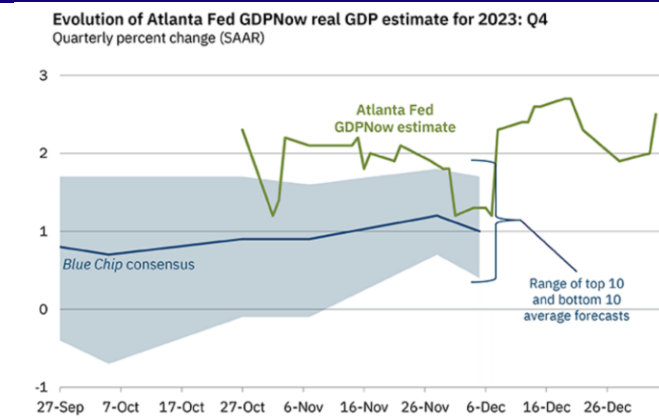
图 2：点阵图对比-12 月为蓝色（%）



资料来源：FRB，中国银河证券研究院整理

资料来源：FRB，中国银河证券研究院整理

图 3：美国 2023Q4 经济预测显示增长仍有一定惯性（%）



资料来源：Atlanta Fed，中国银河证券研究院整理

图 4：联邦基金利率期货显示市场依然维持较多次的降息预期

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%	8.8%	91.2%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	6.1%	66.5%	27.4%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.4%	59.2%	32.1%	3.3%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	6.0%	58.9%	31.8%	3.3%	0.0%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.1%	5.5%	54.1%	34.2%	5.8%	0.3%	0.0%
2024/9/18	0.0%	0.1%	5.1%	51.2%	35.4%	7.5%	0.6%	0.0%	0.0%
2024/11/7	0.0%	3.5%	36.4%	40.5%	16.5%	2.8%	0.2%	0.0%	0.0%
2024/12/18	2.9%	30.5%	39.8%	20.8%	5.3%	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源：CME，中国银河证券研究院整理

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

章俊：中国银河证券首席经济学家。

评级标准

行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来 6-12 个月，公司股价相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐曼羚 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn