



海外策略点评

3 月降息并非不可能

——美联储 1 月利率决议前瞻

证券分析师

吴开达

资格编号: S0120521010001

邮箱: wukd@tebon.com.cn

薛威

资格编号: S0120523080002

邮箱: xuewei@tebon.com.cn

谭诗吟

资格编号: S0120523070007

邮箱: tansy@tebon.com.cn

投资要点:

- **背景:** 美东时间 1 月 31 日 (北京时间 2 月 1 日凌晨), 美联储将公布最新的利率决议, 从最新的 CME 联邦基金期货模型来看, 预计 1 月利率维持不变的概率为 97.9%, 基本已经成为市场共识。本次决议的关注重点是对缩表的表述、对当前经济的判断以及对后续如何降息的提示。
- **回顾: 1 月公布的经济数据喜忧参半, 美联储维持“数据依赖”的决策模式, 部分官员表述缓和。** 1 月份的美国经济数据并没有显示出明显的信号, 本月公布的 GDP、消费等数据更多的是经济的滞后和同步指标, 并不具备较强的前瞻性; 涉及大型企业未来景气度预期的 ISM PMI 具有更强的前瞻参考性, 而本月的 ISM 非制造业 PMI 回落, 就业分项的明显走弱可能意味着美国强劲的表面已经开始出现隐忧。在此背景下, 美联储内部也存在较大分歧, 多数仍然维持“走一步看一步”的数据依赖模式, 近期部分官员开始释放鸽派信号。从最新的官员表述来看, 1 月 17 日, 美联储理事沃勒表示“经济活动有所放缓”“降息的时机和实际次数将取决于即将公布的数据”; 1 月 24 日, 美联储票委委员巴尔金表示“3 月降息并非不可能”“自己不特别反对在合适的时候使利率正常化”。
- **展望: 第一, 本次会议可能会对后续降息路径加以讨论, 这也是市场关注的重点, 同时仍然会强调对于降低通胀的决心。** 当前资本市场对于经济数据的敏感度显著提升, 对上市公司财报业绩和指引的反应较大, 背后体现出的是降息预期的紊乱。因此站在美联储的角度, 有必要在本次会议中与市场沟通后续如何降息。但我们认为美联储并不会给出明显的倾向性, 因为美国 1 月就业、消费等重要经济数据仍未出炉, 而这些数据才是决定 3 月是否进行降息的关键。**第二, 预计美联储会对如何放缓缩表做出表述。** 美联储本轮缩表自 2022 年 6 月开始, 截止目前资产负债表余额已经降至 7.6 万亿美元左右。当前美国政府财政压力仍然较大, 随着财政部开始减少发债规模, 放缓缩表似乎成为了缓解财政压力的重要举措之一。1 月 29 日, 美国财政部将一季度的净借款的预估规模由 10 月底的 8160 亿美元下调至 7600 亿美元, 超出市场预期。从美联储官员的表述中也能看到对于放缓缩表诉求, 1 月 17 日美联储理事沃勒提到“今年缩减资产负债表可能放缓”。从 2017-2019 年美联储缩表历史来看, 当时缩表规模达到前一轮扩表规模的 40% 左右, 本轮截止目前缩表规模达到 2019-2022 年扩表规模的 25% 左右。
- **影响: 维持看好“美股中小盘成长+短端美债”的判断。** 我们认为在美联储维持数据依赖的背景下, 本次会议大概率会讨论降息的路径, 但可能不会给出明显的倾向性。随着后续重要经济数据公布, 预计局势会逐渐明朗, 届时市场降息交易或卷土重来。但无论 3 月降息预期如何变化, 当前长短端美债利率的期限利差倒挂幅度仍然趋于收窄, 若降息预期强化, 短端利率下降速度将更快, 因此我们维持“美股中小盘成长和短端美债相对占优”的判断。
- **风险提示:** 海外通胀超预期; 全球经济景气度不及预期; 地缘政治局势超预期。

内容目录

1. 美联储 1 月利率决议影响展望	4
2. 风险提示	6

图表目录

图 1: CME 联邦基金期货模型概率测算.....	4
图 2: 2017-2019 年美联储缩表规模达到前一轮扩表规模的 40%左右	5
图 3: 美债期限利差倒挂幅度趋于收窄	5

1. 美联储 1 月利率决议影响展望

背景：美东时间 1 月 31 日（北京时间 2 月 1 日凌晨），美联储将公布最新的利率决议，从最新的 CME 联邦基金期货模型来看，预计 1 月利率维持不变的概率为 97.9%，基本已经成为市场共识。本次决议的关注重点是对于缩表的表述、对当前经济的判断以及对后续如何降息的提示。

回顾：1 月公布的经济数据喜忧参半，美联储维持“数据依赖”的决策模式，部分官员表述缓和。1 月份美国经济数据并没有显示出明显的信号，本月公布的 GDP、消费等数据更多的是经济的滞后和同步指标，并不具备较强的前瞻性；涉及大型企业未来景气度预期的 ISM PMI 具有更强的前瞻参考性，而本月的 ISM 非制造业 PMI 回落，就业分项的明显走弱可能意味着美国强劲的表面已经开始出现隐忧。在此背景下，美联储内部也存在较大分歧，多数仍然维持“走一步看一步”的数据依赖模式，近期部分官员开始释放鸽派信号。从最新的官员表述来看，1 月 17 日，美联储理事沃勒表示“经济活动有所放缓”“降息的时机和实际次数将取决于即将公布的数据”；1 月 24 日，美联储票委委员巴尔金表示“3 月降息并非不可能”“自己不特别反对在合适的时候使利率正常化”。

展望：第一，本次会议可能会对后续降息路径加以讨论，这也是市场关注的重点，同时仍然会强调对于降低通胀的决心。当前资本市场对于经济数据的敏感度显著提升，对上市公司财报业绩和指引的反应较大，背后体现出的是降息预期的紊乱。因此站在美联储的角度，有必要在本次会议中与市场沟通后续如何降息。但我们认为美联储并不会给出明显的倾向性，因为美国 1 月就业、消费等重要经济数据仍未出炉，而这些数据才是决定 3 月是否进行降息的关键。第二，预计美联储会对如何放缓缩表做出表述。美联储本轮缩表自 2022 年 6 月开始，截止目前资产负债表余额已经降至 7.6 万亿美元左右。当前美国政府财政压力仍然较大，随着财政部开始减少发债规模，放缓缩表似乎成为了缓解财政压力的重要举措之一。1 月 29 日，美国财政部将一季度的净借款的预估规模由 10 月底的 8160 亿美元下调至 7600 亿美元，超出市场预期。从美联储官员的表述中也能看到对于放缓缩表诉求，1 月 17 日美联储理事沃勒提到“今年缩减资产负债表可能放缓”。从 2017-2019 年美联储缩表历史来看，当时缩表规模达到前一轮扩表规模的 40% 左右，本轮截止目前缩表规模达到 2019-2022 年扩表规模的 25% 左右。

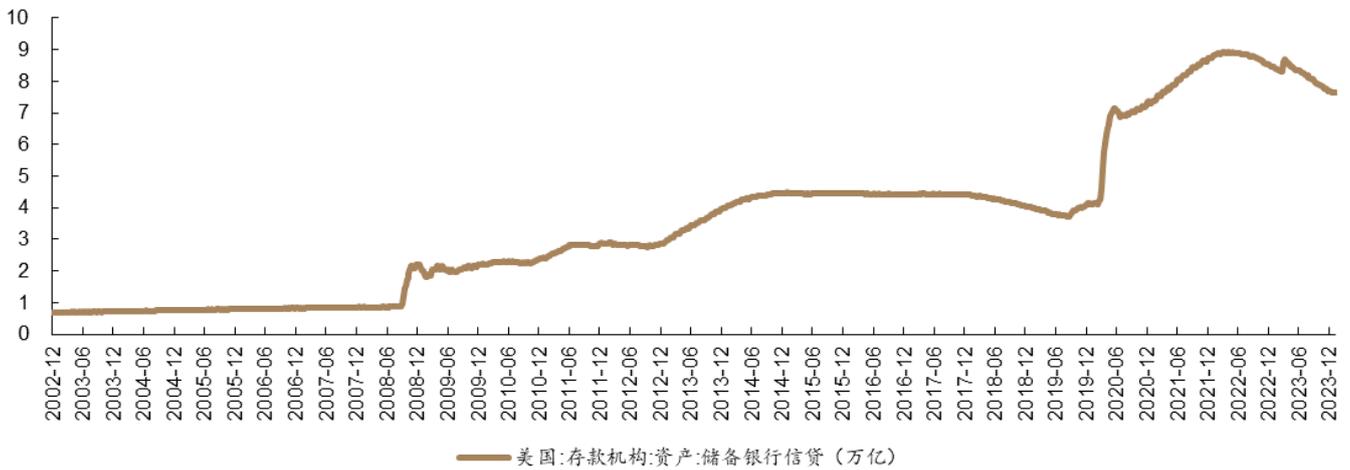
影响：维持看好“美股中小盘成长+短端美债”的判断。我们认为在美联储维持数据依赖的背景下，本次会议大概率会讨论降息的路径，但可能不会给出明显的倾向性。随着后续重要经济数据公布，预计局势会逐渐明朗，届时市场降息交易或卷土重来。但无论 3 月降息预期如何变化，当前长短端美债利率的期限利差倒挂幅度仍然趋于收窄，若降息预期强化，短端利率下降速度将更快，因此我们维持“美股中小盘成长和短端美债相对占优”的判断。

图 1：CME 联邦基金期货模型概率测算

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%	2.1%	97.9%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	46.6%	52.4%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	38.1%	51.3%	9.8%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	36.5%	50.8%	11.5%	0.4%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	32.6%	49.2%	15.9%	1.6%	0.0%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.6%	30.6%	48.2%	17.9%	2.5%	0.1%	0.0%
2024/11/7	0.0%	0.4%	19.2%	41.5%	29.4%	8.4%	1.0%	0.1%	0.0%
2024/12/18	0.3%	15.8%	37.5%	31.6%	12.1%	2.4%	0.2%	0.0%	0.0%

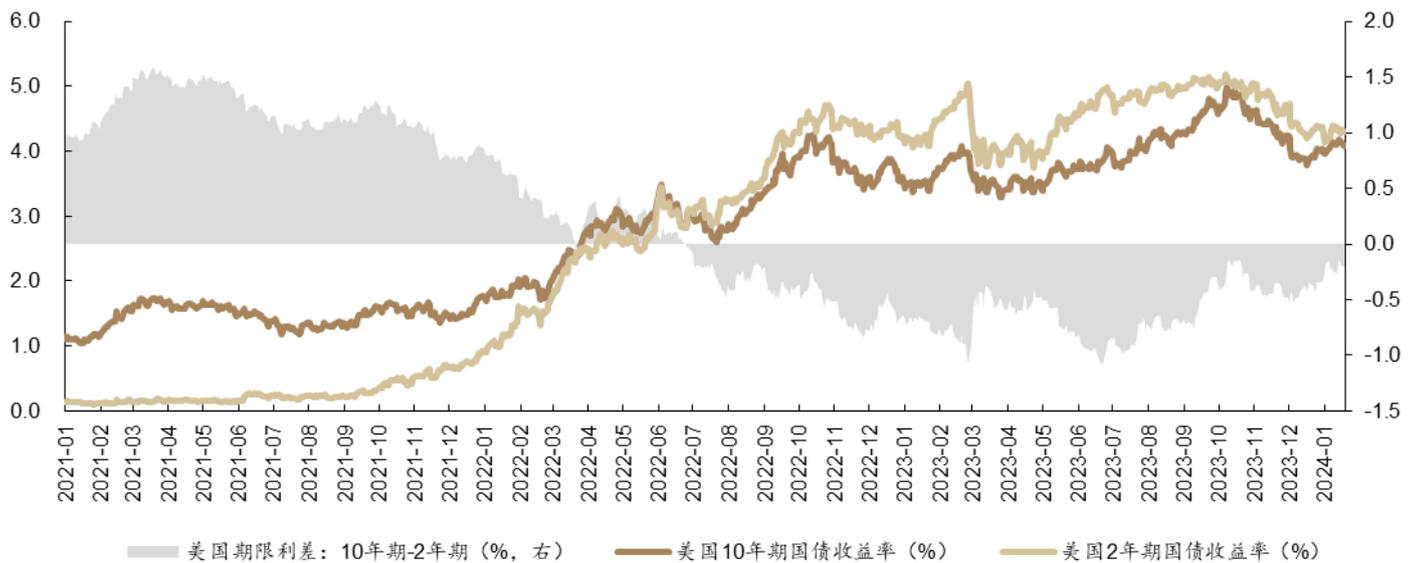
资料来源：CME Group, 德邦研究所

图 2：2017-2019 年美联储缩表规模达到前一轮扩表规模的 40%左右



资料来源：Wind, 德邦研究所

图 3：美债期限利差倒挂幅度趋于收窄



资料来源：Wind，德邦研究所

2. 风险提示

- 1) 海外通胀反弹超预期。美国通胀呈现出较强粘性，一旦通胀回落速度不及预期，美联储将再度采取紧缩政策，推动美债利率上行，全球风险资产承压。
- 2) 全球经济景气度不及预期。当前美国经济仍然维持韧性，但部分数据已经有所松动，一旦美国经济出现拐点，美股盈利也将受到拖累，美股将有所承压，进而对全球股市形成冲击。
- 3) 地缘政治局势超预期。若巴以冲突和俄乌冲突再度升级，将引发全球避险情绪的快速升温，带动市场剧烈波动。

信息披露

分析师与研究助理简介

吴开达，德邦证券研究所副所长、总量大组长、首席策略分析师（兼中小盘、新股研究），复旦大学、上海财经大学金融专硕导师。曾任国泰君安策略联席首席，拥有超过 10 年资本市场投资及研究经历，同时具备一级市场、二级市场买方投资及二级市场卖方研究经验。践行“自由无用、策略知行”，主要研究市场微观结构。吴开达策略知行团队成员大多具有买方工作经验，细分为：大势研判、行业比较、公司研究、微观流动性、新股研究五个领域，落地组合策略+增强策略，较传统卖方策略更具买方思维、更重知行。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准：	类别	评级	说明
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。