

## 美国没有着陆

## ——美联储 1 月议息会议点评

华泰期货  
HUATAI FUTURES

研究院 宏观组

徐闻宇

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号: F0299877

投资咨询号: Z0011454

高聪

✉ gaocong@htfc.com

从业资格号: F3063338

投资咨询号: Z0016648

投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1289号

## 宏观事件

北京时间 2024 年 2 月 1 日凌晨 3 点，美联储公布 1 月利率决议。美联储延续此前“加息”按兵不动的政策选项，并延续继续“缩表”。声明中重申了长期货币政策目标“最大就业和 2% 通胀”，删去了对银行体系稳健的表述，认为影响货币政策目标的风险因素趋于平衡。在新闻发布会上，美联储主席认为美国经济稳健和强劲，通胀存在“2%”以上就不再往下的风险，按时美国经济不着陆的可能性。美联储计划 3 月份开始讨论“缩表”。

## 核心观点

## ■ 美联储 1 月货币政策符合预期

美联储 1 月政策声明相比较此前做了较大的调整，意味着美联储货币政策处在改变前的观望期。一方面美联储对美国经济表现的确认为“expanding at a solid pace”，回到了去年 9 月份时的表述方式，另一方面美联储删去了影响货币政策目标“就业”和“通胀”的风险因素——美国银行体系的压力，以及金融条件收紧对实体经济的压力，当前美联储评估的风险因素趋于平衡，暗示美联储政策在此条件下将继续维持政策“观望”，即美联储的高利率将延续更长时间，市场或将继续降低美联储短期 3 月降息的预期。

## ■ 不着陆假设下政策空间收窄

短期来看，美联储将在限制性“高利率”和继续“缩表”的货币政策环境下。一方面，高利率的政策环境叠加全球地缘风险的持续影响，美国金融市场流动性仍保持相对稳定的情况下，海外流动性压力预计将继续增强。另一方面，在美联储缩表政策 3 月进一步讨论之前延续的背景下，随着隔夜逆回购协议（RRP）逐渐降至零，流动性趋于收紧的市场预期仍将延续，对于风险资产仍处在逐渐趋于临界点的状态之中。

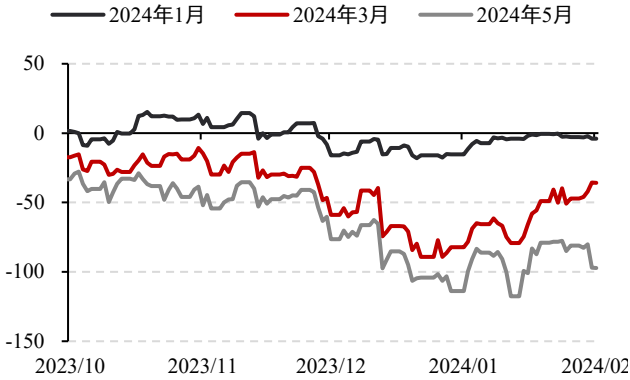
人民银行 2 月开始降准对冲了美联储限制性货币政策形成的流动性压力，但额外的降息等货币政策宽松政策预计短期继续降低。至少短期内（3 月份之前）美联储的高利率预期延续甚至在“不着陆”背景下的增强，降低了实施利率宽松的环境。预计国内风险资产的压力从外部条件来看仍未有效降低，在政策空间收窄的背景下继续关注短期的风险。

## ■ 风险

经济数据短期波动风险，流动性快速收紧风险

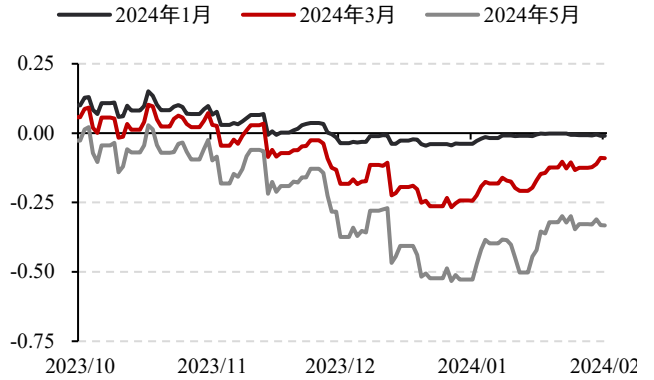
附图

图 1: 2024 年上半年降息概率收窄 | 单位: %PCT



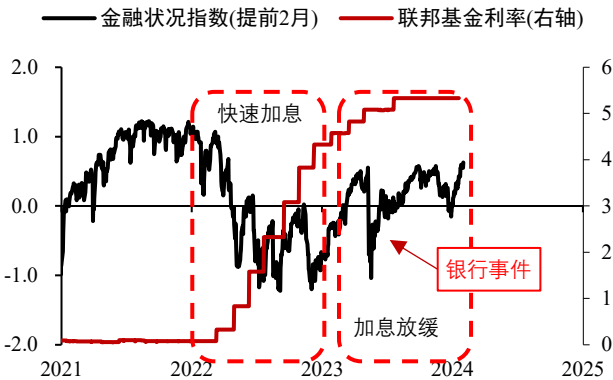
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 2: 2024 年上半年降息空间收窄 | 单位: %



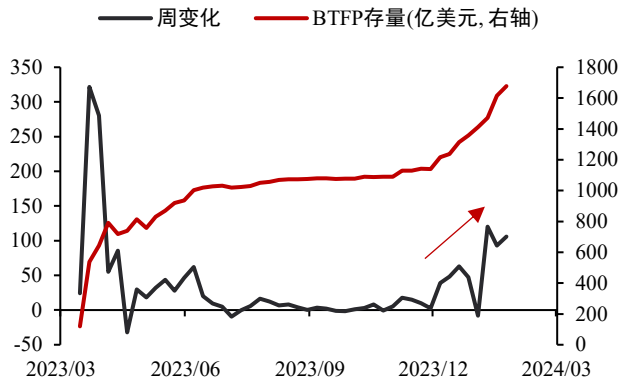
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 3: 美国金融状况仍宽松 | 单位: 指数点, %



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 4: BTFP 项目短期有所扩张 | 单位: 亿美元



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 5: 美国金融压力分项指数 | 单位: 指数点

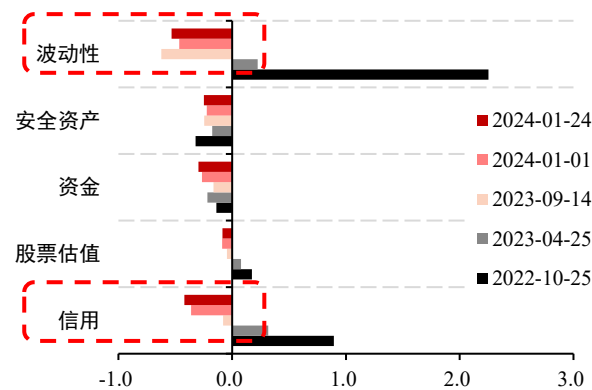
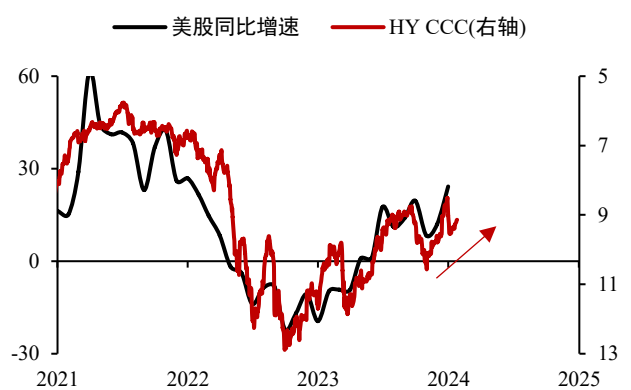
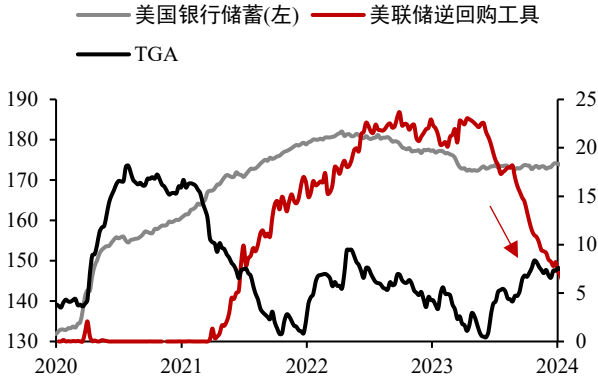


图 6: 美国金融资产呈现出“泡沫化”特征 | 单位: %



数据来源: OFR Bloomberg 华泰期货研究院

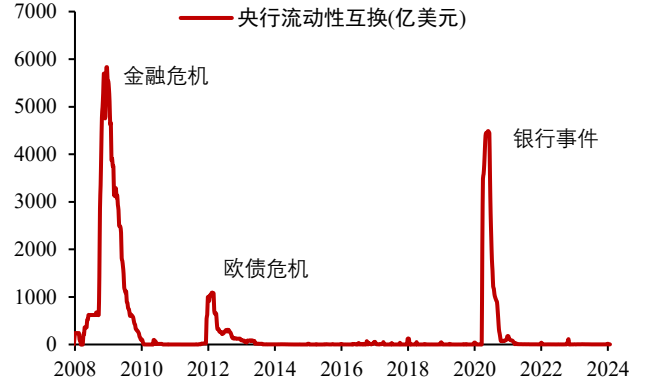
图 7: 美联储 ONRRP 持续回落 | 单位: 千亿美元



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

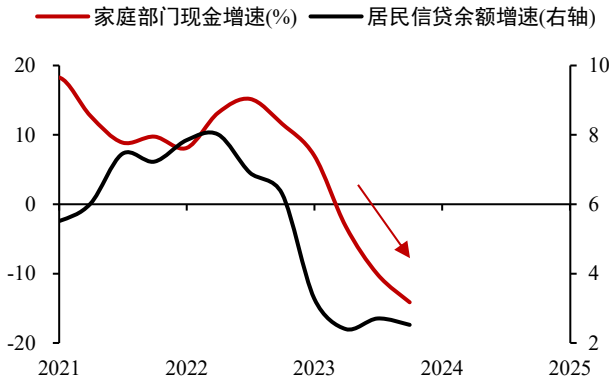
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 8: 央行流动性互换工具位于低位 | 单位: 亿美元



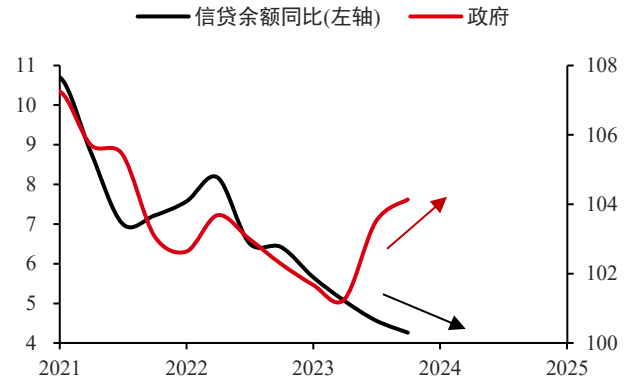
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 9: 家庭部门再次转入去杠杆 | 单位: %YOY



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 10: 政府被动进入到加杠杆 | 单位: %, %GDP



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

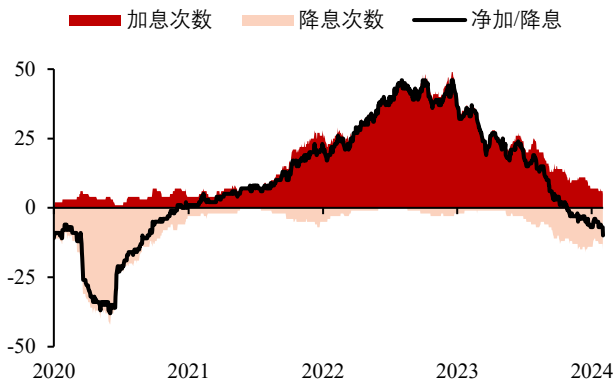
表 1: 美联储 12 月 SEP 展望 | 单位: %

	中值					集中趋势					范围				
	2023	2024	2025	2026	长期	2023	2024	2025	2026	长期	2023	2024	2025	2026	长期
实际 GDP	2.6	1.4	1.8	1.9	1.8	2.5-2.7	1.2-1.7	1.5-2.0	1.8-2.0	1.7-2.0	2.5-2.7	0.8-2.5	1.4-2.5	1.6-2.5	1.6-2.5
9 月预测	2.1	1.5	1.8	1.8	1.8	1.9-2.2	1.2-1.8	1.6-2.0	1.7-2.0	1.7-2.0	1.8-2.6	0.4-2.5	1.4-2.5	1.6-2.5	1.6-2.5
失业率	3.8	4.1	4.1	4.1	4.1	3.8	4.0-4.2	4.0-4.2	3.9-4.3	3.8-4.3	3.7-4.0	3.9-4.5	3.8-4.7	3.8-4.7	3.5-4.3
9 月预测	3.8	4.1	4.1	4.0	4.0	3.7-3.9	3.9-4.4	3.9-4.3	3.8-4.3	3.8-4.3	3.7-4.0	3.7-4.5	3.7-4.7	3.7-4.5	3.5-4.3
PCE	2.8	2.4	2.1	2.0	2.0	2.7-2.9	2.2-2.5	2.0-2.2	2.0	2.0	2.7-3.2	2.1-2.7	2.0-2.5	2.0-2.3	2.0
9 月预测	3.3	2.5	2.2	2.0	2.0	3.2-3.4	2.3-2.7	2.0-2.3	2.0-2.2	2.0	3.1-3.8	2.1-3.5	2.0-2.9	2.0-2.7	2.0
核心 PCE	3.2	2.4	2.2	2.0		3.2-3.3	2.4-2.7	2.0-2.2	2.0-2.1		3.2-3.7	2.3-3.0	2.0-2.6	2.0-2.3	

9月预测	3.7	2.6	2.3	2.0		3.6-3.9	2.5-2.8	2.0-2.4	2.0-2.3		3.5-4.2	2.3-3.6	2.0-3.0	2.0-2.9	
加息路径															
利率	5.4	4.6	3.6	2.9	2.5	5.4	4.4-4.9	3.1-3.9	2.5-3.1	2.5-3.0	5.4	3.9-5.4	2.4-5.4	2.4-4.9	2.4-3.8
9月预测	5.6	5.1	3.9	2.9	2.5	5.4-5.6	4.6-5.4	3.4-4.9	2.5-4.1	2.5-3.3	5.4-5.6	4.4-6.1	2.6-5.6	2.4-4.9	2.4-3.8

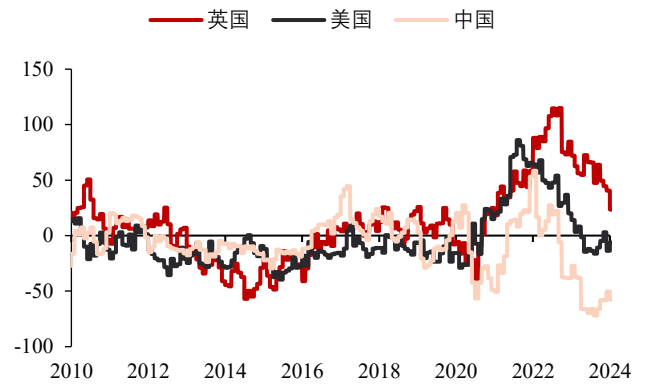
资料来源: FOMC 华泰期货研究院

图 11: 主要央行净降息 | 单位: %



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 12: 美国通胀超预期趋于平衡 | 单位: STD



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

## 免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

## 公司总部

广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com