

2024年02月01日

美联储或将更加灵活务实地把握降息节奏

宏观研究团队

——1月FOMC会议点评

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

潘纬桢（联系人）

panweizhen@kysec.cn

证书编号：S0790122110044

事件：美联储于北京时间2月1日凌晨3点发布1月FOMC会议声明，宣布保持利率水平不变。

● 声明及发布会要点

1. 美联储宣布保持利率水平不变，缩表将继续按2022年5月计划有序进行。
2. 美联储重申对控制通胀水平的决心。美联储的声明同2023年12月份相比有较大不同。一是在美国经济方面，认为经济活动在稳步扩张，2023年12月份则认为经济活动的增长速度有所放缓；二是本次声明删去了对美国银行业以及金融环境的相关表述，但表示经济前景不明朗；三是表示在对通胀持续向2%迈进更有信心之前，不宜降低目标范围，重申对控制通胀水平的决心。
3. 发布会上，鲍威尔表态较为鹰派，耐心与灵活是关键词。从发布会上鲍威尔的发言和表态来看，鲍威尔对后续降息时点持谨慎态度。降息时点方面，鲍威尔认为政策利率已经处于本轮加息周期的顶点，在今天的某个时点降息将会是合适的，但3月份降息并不是当前的基准假设。在合适的情况下，已经准备好在更长的时间内保持当前的利率水平。还需要看到更多通胀下滑的证据，目前仍处于风险管理模式，降息的时点仍取决于通胀的数据表现；当前虽然美国经济表现较好，但还不能宣布美国经济已经软着陆，美联储并没有经济增长任务。

● 美联储或将更加灵活务实地把握降息节奏

1. 对美联储当前货币政策态度“偏鹰”的可能解释。一是当前美国经济确实表现较好，不支持快速降息。虽然整体通胀水平持续下行，但需要看到的是，美国劳动力市场仍然相对紧张，若货币政策快速放松，有可能会出现通胀预期反复；二是前期市场对降息定价较为积极，美联储需要“抢回”政策及预期管理主导权。前期市场对美联储降息定价非常积极，可能对货币政策传导效果产生负面影响。美联储需要对市场预期进行有效引导，避免市场降息预期偏离经济基本面太多。
2. 美联储或将更加灵活务实地把握降息节奏。结合当前的经济数据与本次会议的信息来看，我们认为2季度是降息的第一个观察节点：

一则彼时通胀水平有望进一步降低，美联储可以观察到更多更全面的数据，符合鲍威尔说的需要看到更多的好数据；二则通胀下行意味着实际政策利率也将进一步上涨，经济压力会加大，届时劳动力市场可能也会出现变化。具体节奏上，我们认为美联储会非常灵活，若经济出现快速变化，降息的节奏也将相应变化，25bp、50bp都可能成为降息的选择。而缩表方面，或也将秉持相同的灵活态度，

● 市场对美联储表态反应激烈

发布会后，风险资产录得较大跌幅。美股方面，在发布会后，美股跌幅较大，最终道琼斯指数、纳斯达克指数分别收跌0.82%、2.23%；美债方面，发布会后，10年期美债收益率有所下跌；美元方面，发布会后有所上升。利率期货显示美联储3月份大概率不降息。

- 风险提示：国际局势紧张引发通胀超预期。

相关研究报告

《商品房销售边际向下趋势延续—宏观周报》-2024.1.28

《利润改善或有延续性—12月企业利润点评》-2024.1.27

《经济韧性或将“消灭”快速降息预期—美国4季度GDP数据点评》-2024.1.26

目 录

1、 声明及发布会要点	3
1.1、 利率水平保持不变，重申对控制通胀水平的决心	3
1.2、 发布会上，鲍威尔表态较为鹰派，耐心与灵活是关键词	3
2、 美联储或将更加灵活务实的把握降息节奏	4
2.1、 对美联储当前货币政策态度“偏鹰”的可能解释	4
2.2、 美联储或将更加灵活务实的把握降息节奏	5
3、 市场对美联储表态反应较为剧烈	6
4、 风险提示	6

图表目录

图 1： 通胀趋势目前在持续下降	5
图 2： 通胀预期目前受到了较好的锚定	5
图 3： 美国实际政策利率持续上升	5
图 4： 美股最终录得较大跌幅	6
图 5： 10 年期美债收益率走低	6
图 6： 美元指数走高	6
图 7： 利率期货显示美联储 3 月大概率不降息	6
表 1： 美联储 1 月决议内容相较于 2023 年 12 月有一定改变	3

事件：美联储于北京时间2月1日凌晨3点发布1月FOMC会议声明，宣布保持利率水平不变。

1、声明及发布会要点

1.1、利率水平保持不变，重申对控制通胀水平的决心

美联储在此次会议上宣布保持利率水平不变，为本轮加息周期以来第5次暂停利率水平变动。缩表方面，将继续按照2022年5月份会议上发布的《缩减美联储资产负债表规模的计划》来有序缩减持有国债及MBS。

在声明中，美联储的措辞同2023年12月份相比有较大不同。一是在美国经济方面，认为经济活动在稳步扩张，2023年12月份则认为经济活动的增长速度有所放缓；二是本次声明删去了对美国银行业以及金融环境的相关表述，但表示经济前景不明朗；三是表示在对通胀持续向2%迈进更有信心之前，不宜降低目标范围，重申对控制通胀水平的决心。

表1：美联储1月决议内容相较于2023年12月有一定改变

声明要点	2023年12月会议表述	1月会议表述
美国经济	最近的指标表明，经济活动的增长速度较第三季度的强劲增速 有所放缓 （slowed from its strong pace）。	最近的指标表明，经济活动一直在稳步扩张（at a solid pace）。
就业与通胀	就业增长有所放缓 ，但仍保持强劲，失业率也保持在较低水平。过去一年 通胀有所放缓 ，但仍处于高位。	自去年初以来，就业增长有所放缓，但仍保持强劲，失业率也保持在较低水平。过去一年 通胀有所放缓 ，但仍处于高位。
银行业风险/货币政策目标	美国银行体系健全且富有弹性。家庭和企业的金融和信贷条件收紧可能会对经济活动、就业和通货膨胀造成压力。这些影响的程度仍不确定。委员会仍高度关注通胀风险。	无银行业表述 。委员会力求在长期内实现最大就业和2%的通货膨胀率。委员会判断，实现就业和通胀目标的风险正在趋向更好的平衡。 经济前景不明朗 ，委员会仍高度关注通胀风险。
货币政策行动	委员会决定将联邦基金利率的目标范围 维持 在5.25%至5.5%。将继续评估更多信息及其对货币政策的影响。在确定适当的额外政策紧缩程度时，将考虑货币政策的累积紧缩、货币政策影响经济活动和通胀的滞后性，以及经济和金融情况。此外，将继续按照原计划减少其持有的国债、机构债务和机构抵押贷款支持证券。	为了支持其目标，委员会决定将联邦基金利率的目标范围维持在5.25%至5.5%。在考虑对联邦基金利率目标范围的任何调整时，委员会将仔细评估后续数据、不断变化的前景和风险平衡。委员会预计， 在对通胀持续向2%迈进更有信心之前，不宜降低目标范围 。此外，委员会将继续减少其持有的国债、机构债务和机构抵押贷款支持证券，如其先前宣布的计划所述。委员会坚定致力于将通货膨胀率恢复到2%的目标。
货币政策立场	将继续监测即将发布的信息对经济前景的影响，包括公共卫生、劳动力市场状况、通胀压力和通胀预期以及金融和国际形势等信息，同时如果出现可能阻碍相关货币政策目标实现，将会准备适当调整货币政策立场。	将继续监测即将发布的信息对经济前景的影响，包括公共卫生、劳动力市场状况、通胀压力和通胀预期以及金融和国际形势等信息，同时如果出现可能阻碍相关货币政策目标实现，将会准备适当调整货币政策立场。

资料来源：美联储、开源证券研究所

1.2、发布会上，鲍威尔表态较为鹰派，耐心与灵活是关键词

从发布会上鲍威尔的发言和表态来看，**鲍威尔对后续降息时点持谨慎态度，整体表态较为鹰派，保持耐心、灵活行动或是后续的主基调**。从发言稿以及问答来看：

(1) **降息时点方面**，鲍威尔认为政策利率已经处于本轮加息周期的顶点（peak），

因此如果经济形势按照预期发展，在今年的某个时点降息将会是合适的（it will likely be appropriate to begin dialing back policy restraint at some point this year），但**3月份降息并不是当前的基准假设**（probably not the most likely case or base case），当前并没有委员会的委员提议降息（there was no proposal to cut rates）。在合适的情况下，已经准备好在更长的时间内保持当前的利率水平；

（2）**关于通胀水平**，鲍威尔表示很高兴看到6个月的通胀回落，但需要看到更多的证据以建立通胀将持续回归至目标水平的信心，当前通胀水平的回落更多是商品领域，主要是通过供应链及劳动力市场的恢复，还需要看到更多通胀下滑的证据。当前需要的是更多的好数据，而不仅仅是更好的数据（more good data, not better data）。目前仍处于风险管理模式，降息的时点仍取决于通胀的数据表现；

（3）**关于美国经济**，鲍威尔表示当前虽然美国经济表现较好，但还不能宣布美国经济已经软着陆（we're not declaring victory at all at this point.），因为当前供应链还未完全恢复，这可能是一个尾部风险。劳动力市场也正在变的更加均衡，正在走向正常化，但若劳动力市场出现意外疲软，则可能会选择更快降息。此外，鲍威尔表示美联储并没有经济增长任务（We don't have a growth mandate）。

（4）此外，鲍威尔还表示将会在3月开始详细的探讨放缓缩表的相关细节问题。当前消费者信心较低部分是由于通胀水平较高导致。

2、美联储或将更加灵活务实地把握降息节奏

2.1、对美联储当前货币政策态度“偏鹰”的可能解释

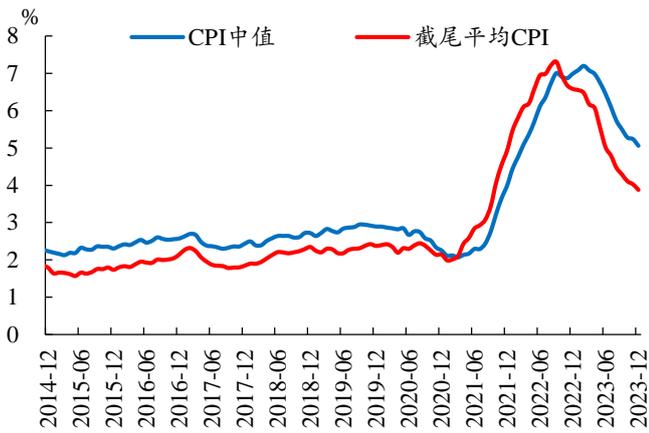
在2023年12月份的FOMC会议上，鲍威尔表示已经开始讨论降息，表达出较为鸽派的态度（《加息周期结束，但联储降息预期管理或面临挑战——12月FOMC会议点评》），大大提振了市场信心。但在本次FOMC会议上，鲍威尔的表态又转向较为鹰派，对市场预期产生了一定程度的扰动，结合鲍威尔的讲话，我们认为可能有以下2个原因：

一是当前美国经济确实表现较好，不支持快速降息。虽然整体通胀水平持续下行，但需要看到的是，美国劳动力市场仍然相对紧张。从2023年12月份的JOLTS数据来看¹，职位空缺数据略有上升，结合失业率整体处于低位，美国劳动力市场韧性显现，从而为通胀提供较为明确的支撑。若劳动力市场不恶化，则通胀有较大概率难以快速回到目标水平。即使通胀预期锚定良好，但当前较低的通胀水平是在较高价格水平基数上实现的，若货币政策快速放松，有可能会出现通胀预期反复；

二是前期市场对降息定价较为积极，美联储需要“抢回”政策及预期管理主导权。我们在2023年12月份FOMC会议的点评中曾指出，降息预期管理或是后续市场不确定性的来源，从后续的情况来看，市场对美联储降息预期定价非常积极，并带动风险资产录得可观涨幅。虽然美联储官员们后续多次发表较为鹰派的表态，以纠正鸽派预期，但整体效果似乎尚不明显，而这将会对货币政策传导效果产生负面影响。因此美联储当前需要对市场预期进行有效引导，避免市场对降息定价偏离经济基本面太多。

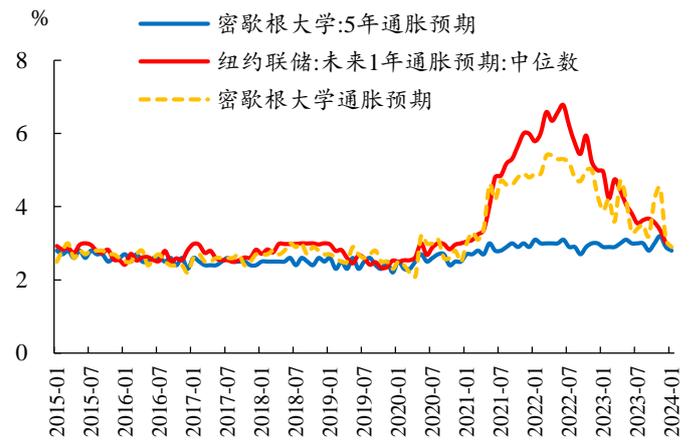
¹ <https://wallstreetcn.com/articles/3707580?keyword=JOLTS>

图1：通胀趋势目前在持续下降



数据来源：克利夫兰联储、开源证券研究所

图2：通胀预期目前受到了较好的锚定



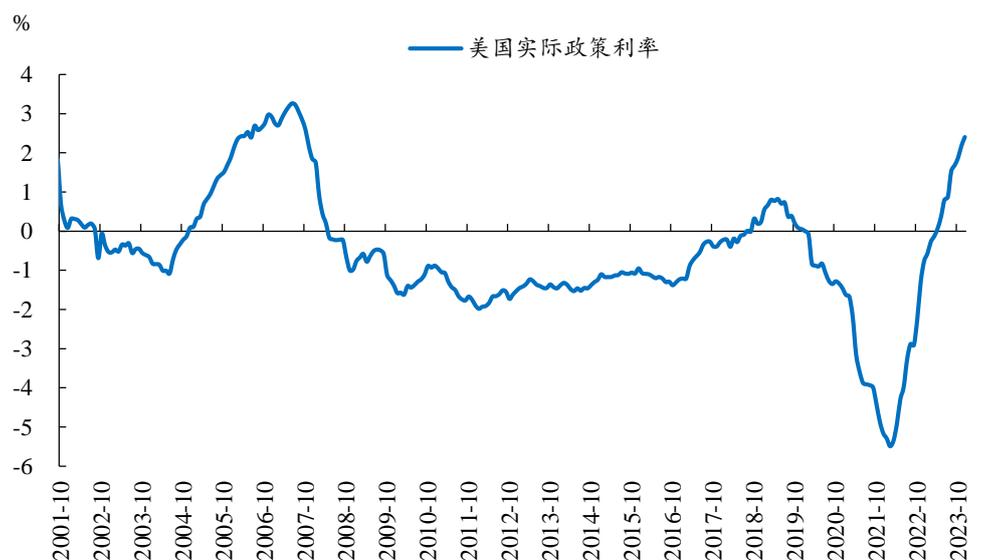
数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、美联储或将更加灵活务实地把握降息节奏

如何看待后续的降息节奏？我们认为，当前美联储大概率已经开始讨论降息的各种可能情况。事实上，从鲍威尔的讲话中可以较为明确的看到，其担心的是过早降息导致通胀水平反弹，但2024年降息仍较为明确。结合当前的经济数据与本次会议的信息来看，我们认为**2季度是降息的第一个观察节点**：

一则在彼时通胀水平有望进一步降低，且美联储可以观察到更多更全面的数据，符合鲍威尔说的需要看到更多的好数据；二则通胀下行意味着实际政策利率也将进一步上涨，经济压力会加大，届时劳动力市场可能也会出现变化。当然具体节奏上，我们认为美联储会非常灵活，若经济出现快速变化，降息的节奏也将相应变化，25bp、50bp都可能成为降息的选择。而缩表方面，或也将秉持相同的灵活态度，结合达拉斯联储主席洛根²近期的表态来看，放缓缩表或将较快到来。

图3：美国实际政策利率持续上升



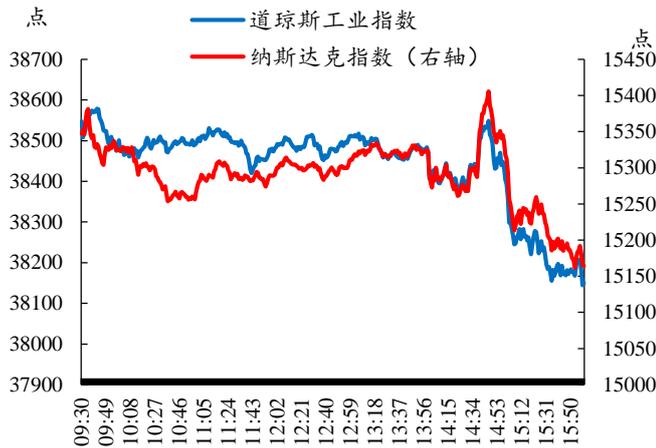
数据来源：Wind、开源证券研究所

² <https://wallstreetcn.com/articles/3705916?keyword=%E7%BC%A9%E8%A1%A8>

3、市场对美联储表态反应较为剧烈

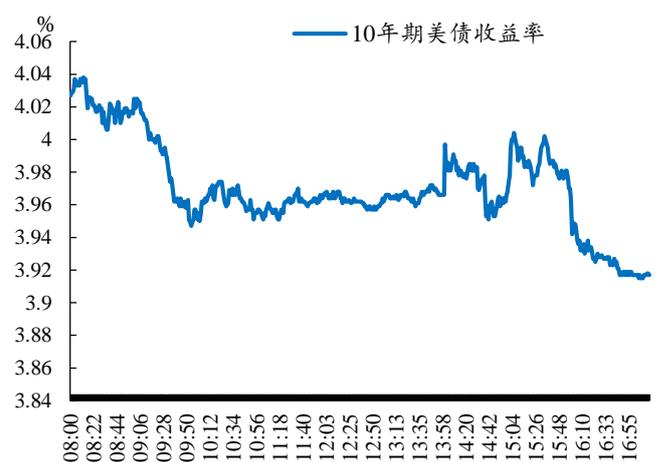
发布会释放了较多的鹰派信号，市场反应较为剧烈。发布会后，风险资产录得较大跌幅。美股方面，在发布会后，美股跌幅较大，最终道琼斯指数、纳斯达克指数分别收跌 0.82%、2.23%；美债方面，发布会后，10 年期美债收益率有所下跌；美元方面，发布会后有所上升。利率期货显示美联储 3 月份大概率不降息。

图4：美股最终录得较大跌幅



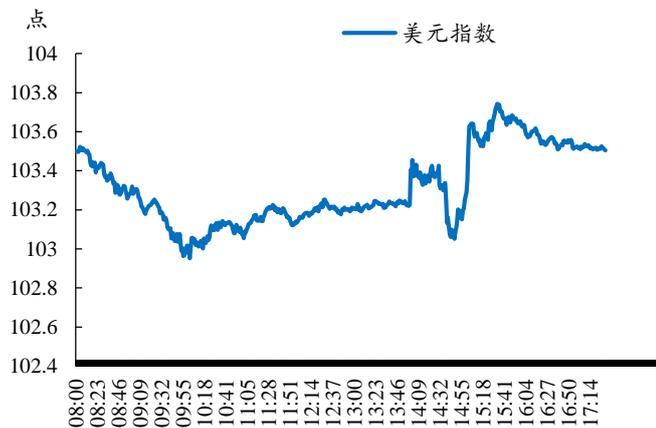
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：10 年期美债收益率走低



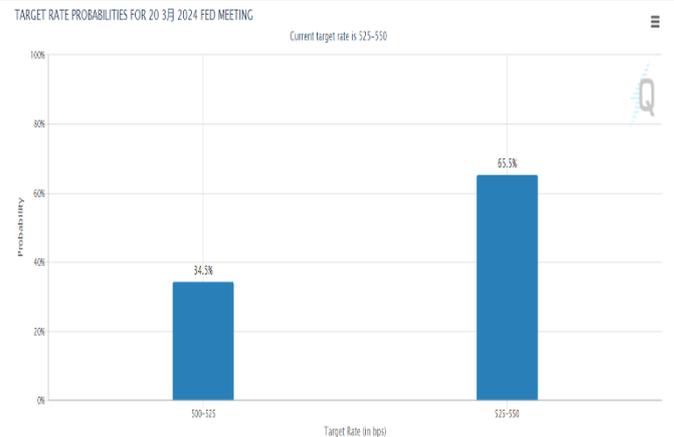
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：美元指数走高



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：利率期货显示美联储 3 月大概率不降息



资料来源：CME

4、风险提示

国际局势紧张引发通胀超预期。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年9月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn