

降息仍需等待： 1月FOMC会议点评

事件：

北京时间2月1日凌晨，美联储公布1月议息会议结果，维持联邦基金利率5.25%-5.5%不变，符合市场预期。

投资要点：

利率决议维持利率不变、符合市场预期，但对市场降息预期略有敲打，表态略偏鹰：与12月相比，1月利率决议维持利率不变、符合市场预期，删除“可能进一步收紧政策表述”，新增“在通胀接近2%之前降息不合适”的表述，对经济表态更乐观。总体上，美联储已为降息做好准备，但对市场降息预期略有敲打，表态略偏鹰。

鲍威尔讲话同样对市场预期进行敲打，明确3月降息达不到条件，降息仍需等待进一步信号：强调经济取得良好进展，但实现软着陆还需要一段路要走；强调年内降息仍有空间，但需要看到通胀进一步回落才会开始降息，3月不具备降息条件；通胀的真正风险在于其可能稳定在显著高于2%水平；缩表速度后续会逐步进入FOMC讨论议题。总体上看，鲍威尔对降息持开放态度，但现阶段并不急于降息。

美联储指引下市场降息预期有所推迟，目前预期5月开启降息、全年降息幅度150BP，但或仍然偏乐观，降息趋近但仍需等待：CME利率期货隐含的3月不降息概率由58.8%提升至64.0%，但目前市场仍预期5月开启降息、全年降息幅度150BP附近，但在美国经济韧性较强背景下，美联储或仍担心通胀压力重燃风险，现阶段的降息预期或仍然偏乐观，不排除降息时间进一步推后、降息幅度压缩的可能性。

3月降息落空后美股大幅回撤、美债利率下行，短期流动性宽松交易或阶段性调整：利率决议公布后，美股大幅回撤、美债利率反而下行，债强股弱或源于前期股市对降息预期有所透支、股指均创历史新高，而1月债市已明显调整。往后看，美联储降息预期延后，意味着前期流动性宽松交易或阶段性受阻，美股估值端或仍有一定调整压力。但从全年维度看，本轮美国经济软着陆概率持续提升，意味着美股杀盈利幅度或相对有限。美债利率中枢有望逐步降至3.5%附近，但短期美国经济韧性偏强，美债利率下行仍然缺乏强刺激，需等待经济数据进一步放缓，或美联储释放偏鸽信号。

风险提示

一是美国经济数据下行超预期；二是高利率下美国金融风险提升；三是美国通胀下行超预期等。

团队成员

分析师：燕翔(S0210523050003)

yx30128@hfzq.com.cn

分析师：许茹纯(S0210523060005)

xrc30167@hfzq.com.cn

相关报告

1、美国去库继续放缓，补库渐行渐近——2024.01.30

2、一周综评与展望：政策利好持续释放——2024.01.27

3、软着陆概率进一步提升：美国四季度GDP数据点评——2024.01.26

正文目录

1 明确3月不降息，总体表态偏鹰	3
2 市场降息预期推迟，流动性宽松交易或阶段性调整	4
3 风险提示	4

图表目录

图表 1: 利率决议文本对比 (2024.01 vs 2023.12)	3
图表 2: 市场预期5月开启降息、全年降息幅度 150BP	4

1 明确3月不降息，总体表态偏鹰

利率决议维持利率不变、符合市场预期，删除“可能进一步收紧政策表述”，新增“在通胀接近2%之前降息不合适”的表述，对经济表态更乐观。总体上，美联储已为降息做好准备，但对市场降息预期略有敲打，表态略偏鹰：（1）利率：利率维持不变、符合预期，删除加息相关表述，但强调通胀接近2%前不会降息。12月决议维持联邦基金利率5.25%-5.5%不变，连续四次会议不加息，新增“实现其就业和通胀目标的风险正在更好地平衡”、“在通胀接近2%的信心增强之前，降息是不合适的”的表述，同时删除“任何可能将通胀率恢复到2%的额外政策”表述。与12月相比，1月决议为后续降息打开空间，但短期概率或偏低；（2）购债：继续重申缩表按计划进行；（3）经济：对经济表态偏积极，强调实现就业和通胀目标的风险正在趋向更好的平衡，但也提到“经济前景不明朗”。通稿由“最近的指标显示，经济活动已从第三季度的强劲势头放缓”改为“最近的指标表明，经济活动一直在稳步扩张”，新增“实现其就业和通胀目标的风险正在更好地平衡”、“经济前景不明朗”的表述，删掉了“美国银行体系稳健且有韧性。家庭和企业的金融和信贷条件收紧可能会对经济活动、招聘和通胀造成压力。这些影响的程度仍不确定”的表述，总体上对经济的评价较12月决议更加乐观；（4）通胀：继续重申抗通胀目标，强调通胀在过去一年已有所缓和，但也重申“通胀依然高企”，“委员会高度关注通胀风险，坚定致力于让通胀回到2%的目标”。

图表 1: 利率决议文本对比 (2024.01 vs 2023.12)

	FOMC 声明 (2024.01)	FOMC 声明 (2023.12)
利率	维持利率 5.25%-5.5% 不变。 在考虑对联邦基金利率目标区间的任何调整时，委员会将仔细评估即将到来的数据、不断变化的前景和风险平衡。在通胀接近 2% 的信心增强之前，降息是不合适的。	维持利率 5.25%-5.5% 不变。持续评估即将到来的消息及其对货币政策的影响。在确定任何可能适合将通胀率恢复到 2% 的额外政策收紧程度时，委员会将考虑货币政策的累积收紧、货币政策影响经济活动和通货膨胀的滞后性以及经济和金融发展
购债	根据此前的缩表计划，继续减少国债、机构债和机构 MBS 持有量	根据此前的缩表计划，继续减少国债、机构债和机构 MBS 持有量
经济	最近的指标表明，经济活动一直在稳步扩张。自今年早些时候以来，就业增长有所放缓，但仍强劲，失业率维持低位。经济前景不明朗。实现其就业和通胀目标的风险正在更好地平衡。	最近的指标显示，经济活动已从第三季度的强劲势头放缓。自今年早些时候以来，就业增长有所放缓，但仍强劲，失业率维持低位。美国银行体系稳健且有韧性。家庭和企业的金融和信贷条件收紧可能会对经济活动、招聘和通胀造成压力。这些影响的程度仍不确定。
通胀	通胀在过去一年有所缓和，但依然高企。委员会高度关注通胀风险，坚定致力于让通胀回到 2% 的目标	通胀在过去一年有所缓和，但依然高企。委员会高度关注通胀风险，坚定致力于让通胀回到 2% 的目标

来源：美联储、华福证券研究所；标红为新增或修改部分

鲍威尔讲话同样对市场预期进行敲打，明确3月降息达不到条件，降息仍需等待进一步信号：（1）强调经济取得良好进展，但实现软着陆还需要一段路要走：鲍威尔强调劳动力市场仍然紧张，就业增长仍然强劲。预计增长将趋缓，总体来看，经济形势相当不错。但不会说已经实现了软着陆，还有一段路要走才能实现软着陆；（2）强调年内降息仍有空间，但需要看到通胀进一步回落才会开始降息，3月不具备降息条件：美联储主席鲍威尔发布会通稿中提到“在这轮紧缩周期中，政策利率可能已达到顶峰，如果经济大体按预期发展，今年某个时候开始放松政策限制可能是合适的”，但在回答记者问时明确3月降息不太可能，需要看到通胀持续回归至2%附近才开始降息；（3）通胀的真正风险在于其可能稳定在显著高于2%水平：鲍威尔

强调，存在通胀加速风险，但更大风险在于通胀率可能稳定在显著高于2%的水平，后者被认为更有可能发生，而美联储保持政策灵活性且不急于降息，正是应对这一不确定性的方式；(4) **缩表速度后续会逐步进入 FOMC 讨论议题**：将在三月会议上对资产负债表进行深入讨论，正逐渐进入关注资产缩表速度的时刻。总体上看，鲍威尔对降息持开放态度，但现阶段并不急于降息。

2 市场降息预期推迟，流动性宽松交易或阶段性调整

联储指引下市场降息预期有所推迟，目前预期5月开启降息、全年降息幅度150BP，但或仍然偏乐观，降息趋近但仍需等待。美联储利率决议公布和鲍威尔发布会举办后，市场降息预期有所推迟。CME 利率期货隐含的3月不降息概率由前一天的58.8%提升至64.0%，目前市场仍预期5月开启降息、全年降息幅度150BP附近，与1月类似。在美国经济韧性较强，尤其是近期非农就业、PMI、通胀等数据均超市场预期背景下，美联储或仍担心通胀压力重燃风险，也即鲍威尔发布会上提到的“通胀的真正风险在于其可能稳定在显著高于2%水平”。而现阶段无论是5月降息还是全年150BP幅度的降息空间，或仍然偏乐观，不排除降息时间进一步推后、降息幅度压缩的可能性。

图表 2: 市场预期5月开启降息、全年降息幅度150BP

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
2024/3/20				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	35.5%	64.5%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	32.6%	62.1%	5.3%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.6%	36.7%	54.1%	4.6%	0.0%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	4.5%	36.1%	53.8%	5.5%	0.1%	0.0%
2024/9/18	0.0%	0.0%	4.5%	36.1%	53.8%	5.5%	0.1%	0.0%	0.0%
2024/11/7	0.0%	2.8%	24.0%	47.0%	24.1%	2.2%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/12/18	2.4%	21.3%	44.1%	26.9%	4.9%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%

来源：CME FedWatch、华福证券研究所

3月降息落空后美股大幅回撤、美债利率下行，短期流动性宽松交易或阶段性调整。发布会结束后，美国三大股指集体收跌，道琼斯工业指数、纳斯达克指数、标普500分别下跌-0.8%、-2.2%、-1.6%，其中偏成长风格、受益于流动性宽松的纳指调整幅度最大。10年期美债利率反而明显下行，由4.0%附近降至3.91%附近。债强股弱或源于前期股市对降息预期有所透支，年初以来三大股指仍有1%涨幅、创历史新高，而1月在各种超预期数据公布后，债市已经明显调整。往后看，美联储降息预期延后，意味着前期流动性宽松交易或阶段性受阻，美股估值端或仍有一定调整压力。但从全年维度看，本轮美国经济软着陆概率持续提升，意味着美股杀盈利幅度或相对有限。美债利率中枢有望逐步降至3.5%附近，但短期美国经济韧性偏强，美债利率下行仍然缺乏强刺激，需等待经济数据进一步放缓，或美联储释放偏鸽信号。后续重点关注即将发布的1月非农和通胀数据。

3 风险提示

一是美国经济数据下行超预期；二是高利率下美国金融风险提升；三是美国通胀下行超预期等。

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn