

1月 FOMC 会议点评

加息结束，降息尚早

美联储在1月 FOMC 会议上维持货币政策不变，确认加息终点已至，但对降息仍保持谨慎。

- 1月 FOMC 会议显示美联储对同时实现就业和通胀双目标更有信心，进一步确认加息终点已至，但对降息仍保持谨慎。
- 鲍威尔对通胀回落路径仍然谨慎，并认为3月大概率不会开始降息，但可能就开始放缓缩表进行更详细讨论。
- 市场或进一步调整对2024年降息节奏的预期，但金融风险扰动仍需关注。
- **风险提示：**美国通胀走势偏离预期，金融风险再次爆发。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济

证券分析师：周亚齐

yaqi.zhou@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522090002

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

1月FOMC会议显示美联储对同时实现就业和通胀双目标更有信心，进一步确认加息终点已至，但对降息仍保持谨慎。北京时间2月1日凌晨，美联储在2024年首场FOMC会议上宣布将联邦基金利率目标范围维持在5.25%-5.50%的水平，但继续缩表计划，符合市场预期。相较于2023年12月FOMC声明，1月会议声明在风险判断、经济增速以及货币政策展望部分的措辞均出现较大变化，但保留了通胀和就业方面的措辞：1) 对于风险判断，最新的声明删除了涉及银行系统和信贷条件方面的措辞，而是转而陈述委员会认为目前实现就业和政策双目标的可能性更大（“实现双目标的风险更趋平衡”），但也提到经济增长前景仍存在不确定性，同时也保留了委员会依旧对通胀风险高度关注的措辞。2) 对于近期经济增速，委员的判断从“有所放缓”转变为“稳步扩张”。3) 对于货币政策展望，最新的声明删除了涉及“进一步收紧政策”相关的表述，而是转而讨论降息的条件，并提到在其对通胀进一步回落更有信心之前不太可能考虑开始降息。4) 保留了对通胀“有所降温但仍处于高位”以及就业市场依旧强劲的判断。综合来看，相较于上一次FOMC声明，美联储对于经济增长的判断更为乐观，对于金融风险的担忧进一步下降，对于同时实现充分就业和2%的通胀双目标也更有信心，而其对货币政策展望措辞的调整则进一步确认了本轮加息终点已现，下一步的问题将转变为何时开始宽松，而目前美联储对此仍然是非常谨慎的。

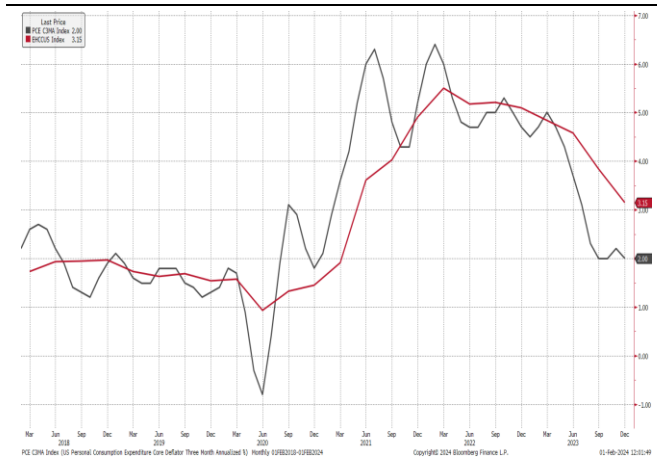
图表 1. FOMC 会议声明主要内容变化

	2024年1月FOMC	2023年12月FOMC
货币政策决议	联邦基准利率维持不变 & 继续缩表	联邦基准利率维持不变 & 继续缩表
货币政策展望	委员会认为在其对通胀能够显著超2%回落的信心更为充足之前降息是不合适的。	委员会将综合考虑：1) 累计的紧缩货币政策影响 2) 政策影响的滞后性 3) 经济和金融情况，来决定货币政策任何可能的进一步收紧 (any additional policy firming) 的空间
经济增长	近期经济活动 稳步扩张	在经历了第三季度的强劲增速之后，近期经济活动增速有所放缓
风险	实现就业和通胀政策目标的风险更趋平衡；经济增长前景仍是不确定的； 通胀风险仍需高度关注	美国银行系统仍然是稳健的；收紧的信贷条件对于经济的拖累程度仍然是不确定的；通胀风险仍需高度关注
通胀	通胀水平在过去一年中有所降温但仍处于高位	通胀水平在过去一年中有所降温但仍处于高位
就业	新增就业有所缓和但仍然强劲，失业率仍然处于低位	新增就业有所缓和但仍然强劲，失业率仍然处于低位

资料来源：美联储，中银证券，标红部分为措辞调整部分

鲍威尔对通胀回落路径仍然谨慎，并认为3月大概率不会开始降息，但可能就开始放缓缩表进行更详细讨论。在本次FOMC会后的记者会上，鲍威尔的发言中值得关注的部分包括：1) 就通胀而言，鲍威尔反复引用声明中的“尚无足够信心表明通胀将进一步超2%回落”的说法，同时强调美联储的政策目标仍然是使得PCE的同比增速（截至2023年12月的数据为2.6%）回落到2%，而不是近期市场乐于使用的3个月/6个月环比年化等其它指标。就通胀构成而言，鲍威尔认为由于商品通胀已经回落较快，因此未来通胀的进一步回落或需要服务业通胀做出更大的贡献。2) 就经济增长和就业而言，鲍威尔谈到过去一段时间，通胀在经济活动和就业市场整体强劲的背景下持续取得进展，暗示抗击通胀未必一定以经济增长的显著降温 and 就业市场的显著恶化为代价。但另一方面，他也谈到“不认为目前已经实现软着陆”，避免对经济和通胀走势给出过于乐观的判断。3) 就政策利率指引而言，他明确提到下一次（3月21日）FOMC会议开始降息的可能性较小，并解释到开始降息将会是一个非常重大的决定，而历史的经验显示经济数据存在出现意外情况的可能，暗示降息的选择必需慎之又慎。另一方面，就市场近期热议的实际利率被动走高为降低名义利率打开空间的观点，鲍威尔也进行了反驳。他谈到美联储关注一系列利率水平以及更广泛的金融条件指数（来观察美联储的货币政策对市场和经济的影响），而不仅仅使用联邦基准利率减去通胀这个单一的衡量实际利率的方法。4) 就缩表计划指引而言，鲍威尔谈到美联储已经开始考虑何时开始放缓缩表的速度，并且计划在3月的会议上进行更详细的讨论。另外，鲍威尔认为ONRRP的用量是否为0不影响放缓缩表的开始时间，也不认为放缓缩表和降息必需同时同向进行。

图表 2.核心 PCE 3 个月年化同比已回落至 2%，但核心 PCE 同比仍显著高于 2%



资料来源：彭博，中银证券 *核心 PCE 3 个月年化同比为灰色线，核心 PCE 同比为红色线

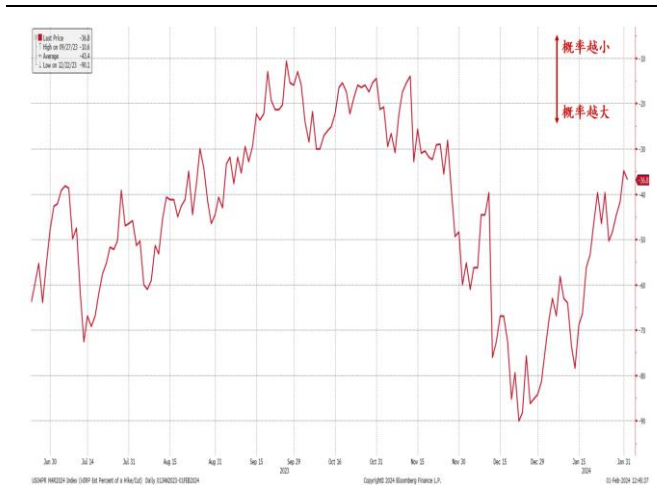
图表 3. 核心 CPI 同比增速中，核心商品通胀持续处于 0% 左右，但服务业通胀仍处于较高水平



资料来源：彭博，中银证券 *核心商品同比增速为灰色线，住房通胀为黄色线，剔除住房通胀的其它服务业通胀为蓝色线

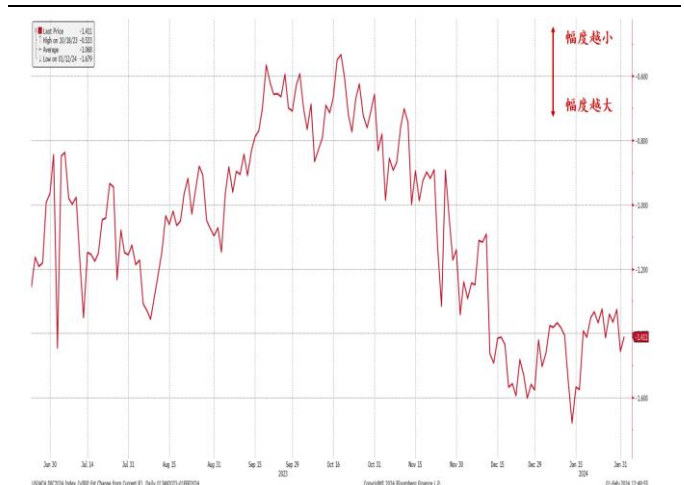
市场或进一步调整对 2024 年降息节奏的预期，但金融风险扰动仍需关注。正如我们在周报中提到的，在本次 FOMC 会议开始之前，市场就已经开始对其过于激进的降息节奏进行了一定程度的回调，但回调程度可能不够。而在鲍威尔本次偏谨慎的发言（尤其是明确提到 3 月开始降息的可能性较小）之后，市场对 3 月美联储开始降息的计价进一步回调，但并未明显调整对于全年降息次数的计价。具体来看，就市场对 2024 年 3 月降息概率的预期而言，2023 年末计价的概率为约 84%，该数值在本周会议召开前回落至约 42%，而在会议召开之后进一步下降至约 37%。但是另一方面，市场对于 2024 年全年降息次数的预期却并未在本次会议之后显著回调：2023 年末市场预计 2024 年全年降息约 158 个基点，该数值在本周会议召开前回落至约 133 个基点，但在会议召开之后小幅上升至约 141 个基点。这样的变动可能是由于隔夜美股 NYCB 暴跌拖累地区银行股指数，并引发市场更广泛的对金融风险的担忧所导致的。隔夜各类资产的确也呈现出比较典型的“避险交易”特征：美股走弱，美债 10 年收益率走低，黄金和美元有所走强。展望未来，考虑到美联储官员对降息更为保守和谨慎的表态（美联储 2023 年 12 月的点阵图显示 2024 年降息空间约 70 个基点）以及我们模型显示的美国通胀可能的路径（回落过程或较为缓慢且存在波折），我们认为市场目前的降息预期仍然较为激进，并仍存在进一步回调的可能性。不过，另一方面，类似于 2023 年 3 月的硅谷银行挤兑事件等金融风险事件则可能会在短期对市场造成较大的扰动，使得“避险交易”重新主导市场，从而推动市场对降息进行更激进的计价。

图表 4. 市场对 2024 年 3 月降息概率计价的变动情况



资料来源：彭博，中银证券

图表 5. 市场对 2024 年全年降息幅度计价的变动情况



资料来源：彭博，中银证券

风险提示：美国通胀走势偏离预期，金融风险再次爆发。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371