

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号：S1500521040002
联系电话：010-83326858
邮箱：xieyunliang@cindasc.com

麦麟玥 宏观研究助理
邮箱：mailinyue@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

鱼和熊掌，美联储终究要做选择

2024年2月1日

- 在去年12月鲍威尔首次提及降息信号之后，美联储今年何时开启降息及其幅度成为了市场博弈的焦点。美联储降息关注什么？当前哪些资产值得关注？
- **美联储打击“抢跑”的降息预期。**ADP就业不及市场预期，导致降息预期再回3月。但FOMC会议上，1月议息会议继续保持高利率不变，鲍威尔还打击了一直以来“抢跑”的降息预期，表明3月不太可能降息。美联储认为本轮紧缩周期以来的缩表过程进展不错，没必要等到隔夜逆回购协议（RRP）彻底降至零了才放慢缩表进程，预计将于下次会议（3月）开始讨论资产负债表问题。总体看，美联储政策姿态从紧缩转向中性，并且表示在考虑降息前需要确认通胀实质性走向2%。
- **通胀回落较多≠通胀回落具备持续性。**在通胀问题上，美联储想看到通胀回落的持续性，这与2023年通胀回落幅度大有所区别，通胀回落较多≠通胀回落具备持续性。过去通胀回落多，主要是商品通胀、非核心通胀的贡献。现在美联储既想看到服务通胀明显回落，又想保持劳动力市场的强劲。薪资增长是服务通胀韧性之一，既要低服务通胀，又要劳动力市场保持强劲，二者难两全。鱼和熊掌，美联储终究要做选择。
- **若降息启动，美债胜率或高于黄金。**历史上，美联储结束加息到首次降息开启期间，美债和美股的胜率高于黄金和美元指数，且美债胜率高于美股。而若开始启动降息，从以往7轮降息1月、3月、6月、12月的累计涨跌幅表现来看，黄金累计上涨和累计下跌的赢面各半，而美债表现走牛的胜率较大。总体来看，我们认为降息启动后10年美债具备较大的胜率。
- **风险因素：**地缘政治风险，国际油价上涨超预期等。

目录

一、美联储打击“抢跑”的降息预期.....	3
二、通胀回落较多≠通胀回落具备持续性.....	4
三、若降息启动，美债胜率或高于黄金.....	6
风险因素.....	8

表目录

表 1: 2024 年美联储 FOMC 票委近期表态.....	3
表 2: 美联储结束加息到首次降息开启期间各类资产价格走势.....	6
表 3: 美联储开启降息后，黄金价格涨跌幅表现.....	6
表 4: 美联储开启降息后，10Y 美债收益率涨跌幅表现.....	7

图目录

图 1: 美国已停止加息 6 个月.....	4
图 2: 通胀回落主要源自非核心通胀、核心商品通胀回落.....	4
图 3: 美国的 ECI 薪资同比仍旧高于疫情前水平.....	5
图 4: 1 月 FOMC 会议后，市场加息路径预期（截至 2024 年 2 月 1 日）.....	5

事件:

北京时间2月1日凌晨3:00, 美联储公布1月利率决议。凌晨3:30, 美联储主席鲍威尔召开新闻发布会。

一、美联储打击“抢跑”的降息预期

1月议息会议美联储暂停加息, 联邦基金利率目标区间维持5.25%-5.50%不变, 美国已维持这一目标区间6个月。

降息时点: 3月或难成为降息窗口。ADP就业不及市场预期, 导致降息预期再回3月。但FOMC会议上, 鲍威尔打击了一直以来“抢跑”的降息预期, 表明3月不太可能降息。在官员近期表态中, 也没有官员公开表明支持3月开始降息(表1)。

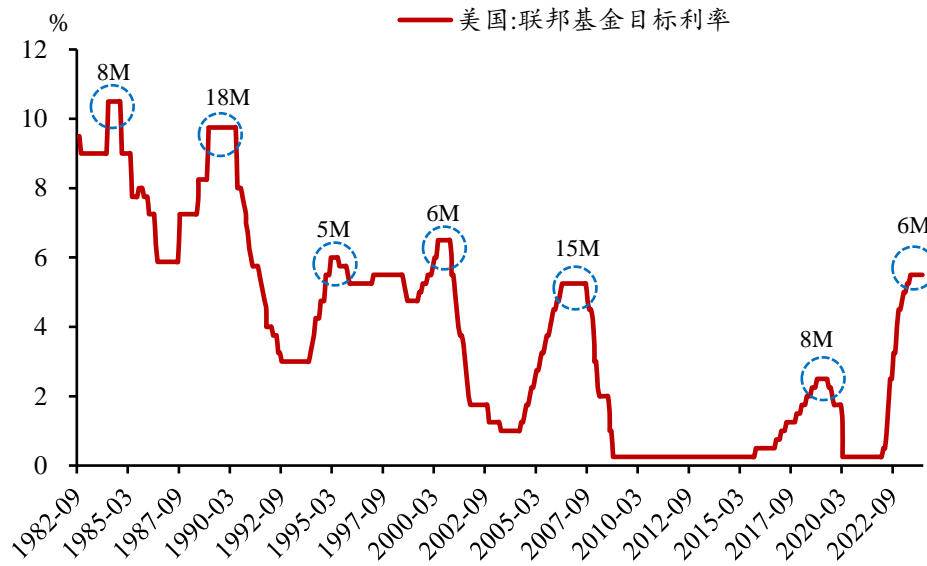
缩表时点: 3月开始讨论资产负债表问题。美联储认为本轮紧缩周期以来的缩表过程进展不错, 没必要等到隔夜逆回购协议(RRP)彻底降至零了才放慢缩表进程, 预计将于下次会议(3月)开始讨论资产负债表问题。

总体看, 美联储政策姿态从紧缩转向中性, 并且表示在考虑降息前需要确认通胀实质性走向2%。

表 1: 2024 年美联储 FOMC 票委近期表态

		2024年票委	2024年票委近期表态	
			通胀	降息看法/降息时点
美联储官员	联邦储备系统理事会	Jerome H. Powell, (鲍威尔) Board of Governors, Chair	通胀已经缓解, 仍高于目标, 全力致力于将通胀率恢复至2%	3月份不太可能降息
		Michael S. Barr, (巴尔) Board of Governors	/	/
		Michelle W. Bowman, (鲍曼) Board of Governors	仍存在重大通胀上行风险(1.9)	如果通胀进一步下降, 降息最终是适宜的(1.9)
		Lisa D. Cook, (库克) Board of Governors	/	/
		Philip N. Jefferson, (杰斐逊) Board of Governors	/	/
		Adriana D. Kugler, (库格勒) Board of Governors	/	/
		Christopher J. Waller, (沃勒) Board of Governors	距离美联储2%的通胀目标“近在咫尺”, 不认为红海冲突会影响全球通胀, 密切关注CPI修正值(1.17)	但在较低的通胀率将持续下去变得明确之前, 美联储不应急于下调指标利率。没有理由像过去一样迅速对利率采取行动或降息(1.17)
	永久票委	John C. Williams, (威廉姆斯) New York, Vice Chair	/	降息的时机和速度取决于通胀和经济状况, 需要计划在2024年最终逐步减缓缩表(1.11)
	轮值票委	Thomas I. Barkin, (巴尔金) Richmond	密切留意1-3个月的PCE通胀; 正关注商品通胀和服务通胀之间的差距(1.12)	/
		Raphael W. Bostic, (博斯蒂克) Atlanta	/	确保朝着2%的通胀目标迈进再降息, 预计Q3开始降息(1.19) 在今年年底前两次降息25个基点是合适的(1.9)
		Mary C. Daly, (戴利) San Francisco	宣布战胜通胀为时尚早(1.20)	即将降息的为时过早(1.20) 今年可能需要3次降息(1.21)
		Loretta J. Mester, (梅斯特) Cleveland	抗击高通胀的任务还未完成(1.12)	3月降息可能为时过早(1.12)
	候补票委	Austan D. Goolsbee, (古尔斯比) Chicago	CPI中持续高企的住房通胀可能对美联储的个人消费支出通胀目标影响较小	通胀将是决定何时降息以及具体幅度的主要因素
		Boston	/	/
St. Louis		/	/	
Kansas City		/	/	
Sushmita Shukla, First Vice President, New York		/	/	

资料来源: 美联储, 财联社, 信达证券研发中心

图 1：美国已停止加息 6 个月


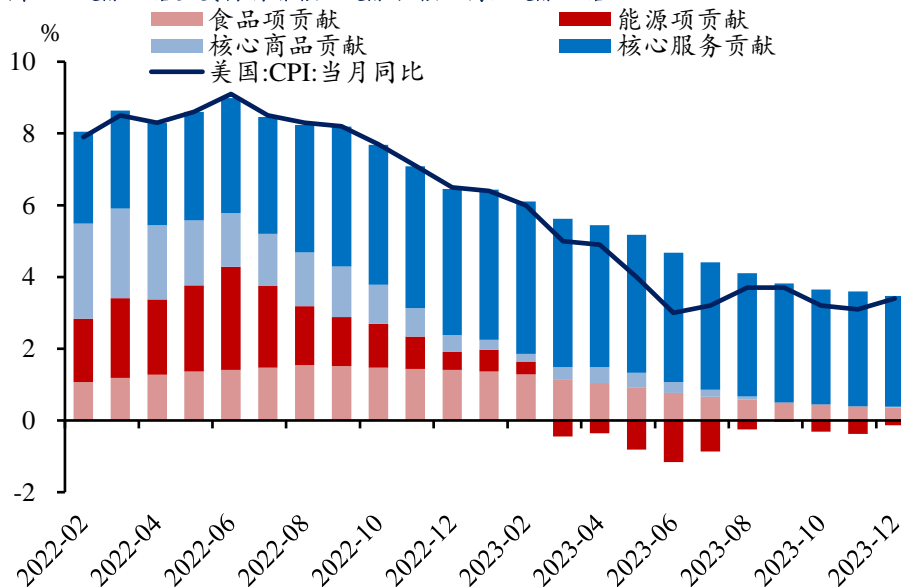
资料来源: ifind, 信达证券研发中心

二、通胀回落较多 ≠ 通胀回落具备持续性

而通胀回落较多 ≠ 通胀回落持续性。去年 12 月美国通胀数据大致符合市场预期，但 1 月 FOMC 会议显示，美联储对通胀还有担忧，甚至有官员认为通胀存在重大上行风险。鲍威尔指出，并非只想看到通胀摸到 2%，而是可持续地稳定在 2% 的水平。不仅如此，古尔斯比也表示，通胀将是决定何时降息以及具体幅度的主要因素。我们认为，诸多信号显示，美联储对具体降息时点的选择需关注通胀回落的持续性。

2023 年美国通胀实现较大幅度的回落，但通胀下行背后主要是商品通胀、非核心通胀下降的影响，商品通胀继续下降的空间已经非常有限，我们认为，未来服务通胀需要做出更大贡献，方能实现美联储想要的通胀持续回落。

即：美联储希望看到服务通胀的下降，这才能确保通胀实质性走向 2%。

图 2：通胀回落主要源自非核心通胀、核心商品通胀回落


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

美联储希望在完成抗击通胀任务的同时，维持一个强劲的劳动力市场，但鱼和熊掌，终究要择其一。

1) 过去，劳动力市场保持强劲而通胀回落幅度较大，主要是因为供应链恢复等因素导致商品通胀和非核心通胀回落。

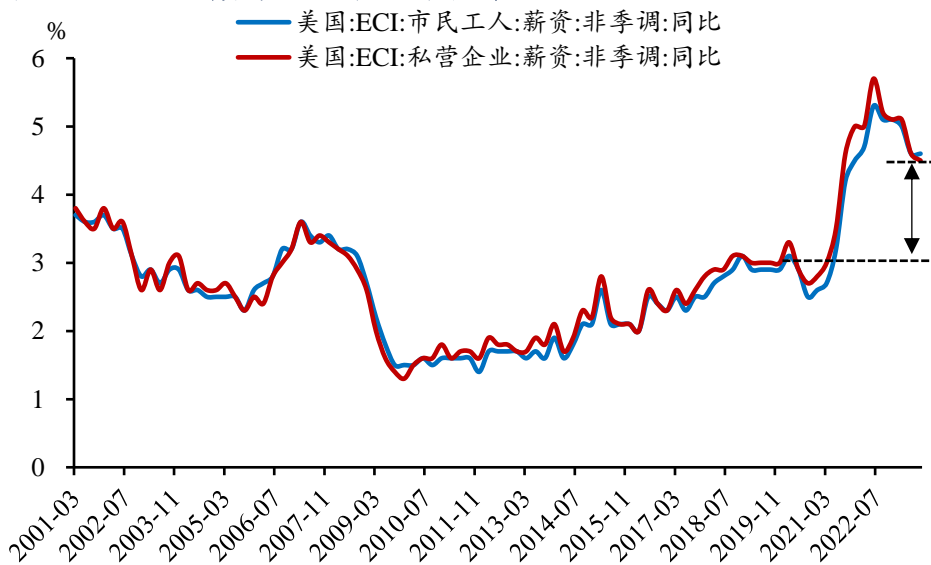
2) 现在，商品通胀和非核心通胀继续大幅压缩的空间非常有限，而美联储既想看到服务通胀明显回落，又想保持强劲的劳动力市场，恐是一个难两全的命题，因为薪资增长是服务通胀保持韧性的一个重要原因。鱼和熊掌，美联储终究要选择其一。

红海危机大概率不会对基本通胀产生影响。短期来看，市场担心红海危机影响通胀，但美联储理事沃勒表示，航运不一定需要通过红海。虽然可能对成本产生一次性影响，但不会对基本通胀产生影响。

目前，美国的 ECI 薪资同比仍旧高于疫情前水平。而美国求职网站 Indeed 的数据显示，未来几个月美国薪资增长势将放缓至疫情前水平附近，从而缓解令美联储担忧的一个通胀压力来源。

1 月 FOMC 会议后，CME 降息预期再次回调至 6 月。

图 3：美国的 ECI 薪资同比仍旧高于疫情前水平



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 4：1 月 FOMC 会议后，市场降息路径预期（截至 2024 年 2 月 1 日）

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%	53.0%	47.0%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	47.3%	47.6%	5.0%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.5%	47.4%	42.7%	4.4%	0.0%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	5.2%	45.3%	42.9%	6.3%	0.2%	0.0%
2024/9/18	0.0%	0.0%	5.2%	45.3%	42.9%	6.3%	0.2%	0.0%	0.0%
2024/11/7	0.0%	3.0%	28.5%	43.9%	21.7%	2.8%	0.1%	0.0%	0.0%
2024/12/18	2.6%	24.4%	41.4%	25.2%	5.8%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源: CME, 信达证券研发中心

三、若降息启动，美债胜率或高于黄金

历史上，美联储结束加息到首次降息开启期间，美债和美股的胜率往往高于黄金和美元指数，且美债胜率往往高于美股。

回顾以往 7 轮美联储从结束加息到首次降息期间，标普指数、10 年美债、美元和黄金的涨跌幅。在这一高利率平台期，美债均出现较强表现，而美股（以标普指数为例）也往往上涨。截至 2024 年 1 月 31 日，第 9 轮高利率平台期的资产表现与上轮高利率平台期相类似。

而若开始启动降息，从以往 7 轮降息起 1 月、3 月、6 月、12 月的累计涨跌幅表现来看，黄金累计上涨和累计下跌的赢面各半，而美债表现走牛的胜率较大。

总体来看，我们认为降息启动后 10 年美债具备较大的胜率。

表 2：美联储结束加息到首次降息开启期间各类资产价格走势

	最后加息	首次降息	目标利率 (%)	标普500指数涨跌幅 (%)	10年美债涨跌幅 (%)	美元指数涨跌幅 (%)	黄金涨跌幅 (%)
1	1984-08-09	1984-09-20	11.25	1.17	-2.62	6.03	-1.60
2	1985-03-28	1985-04-24	8.50	1.51	-4.26	-0.36	-1.30
3	1995-02-01	1995-07-06	5.75	17.77	-21.02	-7.27	2.10
4	1997-03-25	1998-09-29	5.25	32.94	-32.00	0.36	-15.33
5	2000-05-16	2001-01-03	6.00	-8.08	-20.06	-0.84	-3.21
6	2006-06-29	2007-09-18	4.75	19.40	-13.79	-7.86	21.30
7	2018-12-20	2019-08-01	2.25	19.70	-31.90	1.99	11.67
8	2023-07-27	-	5.5	6.79	-0.50	1.73	5.55

资料来源: Wind, 信达证券研发中心, 第 8 轮截至时间为 2024.1.31

表 3：美联储开启降息后，黄金价格涨跌幅表现

黄金	历轮首次降息时点	1个月涨跌幅 (%)	3个月涨跌幅 (%)	6个月涨跌幅 (%)	12个月涨跌幅 (%)
1	1984-09-20	-0.10	-9.23	-4.35	-5.79
2	1985-04-24	-2.27	-1.32	1.30	7.07
3	1995-07-06	-0.01	-0.29	3.24	-0.59
4	1998-09-29	-0.68	-0.61	-11.49	3.72
5	2001-01-03	-0.64	-3.76	0.51	4.36
6	2007-09-18	6.91	12.52	40.85	20.74
7	2019-08-01	8.47	7.25	11.94	39.22

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

表 4：美联储开启降息后，10Y 美债收益率涨跌幅表现

10Y美债	历轮首次降息时点	1个月涨跌幅(%)	3个月涨跌幅(%)	6个月涨跌幅(%)	12个月涨跌幅(%)
1	1984-09-20	-3.09	-7.41	-3.01	-15.64
2	1985-04-24	-6.04	-6.58	-9.78	-33.24
3	1995-07-06	7.11	0.17	-6.12	16.53
4	1998-09-29	-1.09	2.61	15.03	30.07
5	2001-01-03	0.78	-3.89	5.25	0.39
6	2007-09-18	0.44	-8.00	-22.67	-21.33
7	2019-08-01	-22.63	-8.95	-18.95	-70.53

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

风险因素

地缘政治风险，国际油价上涨超预期等。

研究团队简介

解运亮，信达证券宏观首席分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学财政金融学院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。2022年Wind金牌分析师宏观研究第二名。2022年云极“十大讲师”。2023年东方财富Choice最佳宏观分析师。2023年中国信达集团“金牌宣讲人”。首届“21世纪最佳预警研究报告”获得者。

麦麟玥，信达证券宏观研究助理。中山大学管科硕士，2022年7月加入信达证券研究所，从事宏观经济研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在 ±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。