

2024年2月1日

## 全球宏观

### 全球流动性风向标系列（九）

#### 紧缩转中性，但不急于降息—1月美联储 FOMC 会议点评

2024年2月1日，美联储 FOMC 会议上将基准利率维持在 5.25%-5.50% 区间不变，连续第四次暂停加息，符合市场及我们的预期。FOMC 声明措辞出现重大变化，删去了“额外紧缩”，强调“平衡风险”，意味着美联储立场正式由紧缩转为中性。此外，声明也首提考虑降息，虽附加了需要委员有“很强信心”通胀将降至 2% 的条件，但也反映了现阶段降息讨论已由“降不降”，转为“何时降”。鲍威尔在随后的新闻发布会上也给出了降息时点快慢的条件，即就业市场和通胀回落进展，但暗示了 3 月降息可能不是基准情形，与我们的判断一致。我们仍重申对于降息审慎的判断。基于美国上半年经济韧性仍存，出现衰退的概率较低，且就业市场虽有放缓，但仍趋紧，通胀仍有上行风险，降息条件仍不充分。我们认为降息时点可能在下半年，降息幅度低于市场预期的 5-6 次。

蔡瑞, CFA

Carl.Cai@bocomgroup.com  
(852) 3766 1808

李少金

Evan.Li@bocomgroup.com  
(852) 3766 1849

交银国际研究

全球流动性风向标系列

紧缩转中性，但不急于降 息—1月 FOMC 2024-02-01

[加息或已完成，但降息判](#) 2023-12-15

[断仍需审慎—12月 FOMC](#)

[加息是暂停还是终结？—](#) 2023-11-22

[11月 FOMC](#)

[更高 vs 更久—9月 FOMC](#) 2023-09-21

[更高但未必更久，美债收](#) 2023-07-27

[益率曲线修复可期—7月](#)

[FOMC](#)

#### 利率声明出现显著变化，美联储正式从紧缩转向中性

##### ⊕ 立场转变：紧缩转向中性

- \* **声明删去“额外紧缩”措辞，强调平衡风险。**1月 FOMC 声明出现重大变化，删去“额外紧缩”这一措施，意味着美联储正式宣告结束紧缩，转而更关注于平衡风险（“the balance of risks”），反映了美联储立场已由紧缩转向了中性。
- \* **首提考虑降息，但又不急于降息。**（...The Committee does not expect it will be appropriate to reduce the target range until it has gained greater confidence that inflation is moving sustainably toward 2 percent...）。声明中增加了考虑降息的表述，但强调需要委员会有“很强信心”确认通胀回到 2%。此段声明传递了两层信息：即一、当前降息讨论已从“降不降”，转为“何时降”；二、当前降息条件仍不充分，委员会并不急于降息。

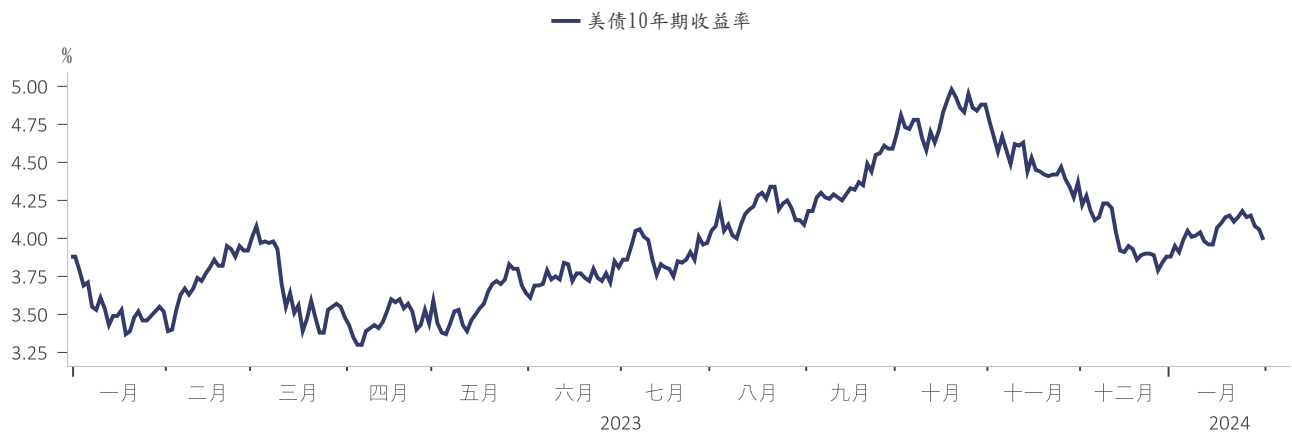
##### ⊕ 经济描述重回偏强，删去美国银行系统韧性以及偏紧金融状况措辞

- \* **经济增长描述措施删除“放缓”一词。**经济增长描述维持“solid”，但删去了 12 月会议使用的“slow”。反映了近期强于趋势性水平的经济增长，美国四季度 GDP 增速达到 3.3%，远超市场预期，消费支出、投资以及净出口均维持韧性。

**删去美国银行系统韧性以及偏紧金融状况的措辞。**自 2022 年 12 月以来，美债 10 年期收益率已高位回落，且美联储整体措辞偏鸽，市场大幅押注 2024 年降息，美股走势偏强，金融状况已明显改善，对经济增长的限制不再。

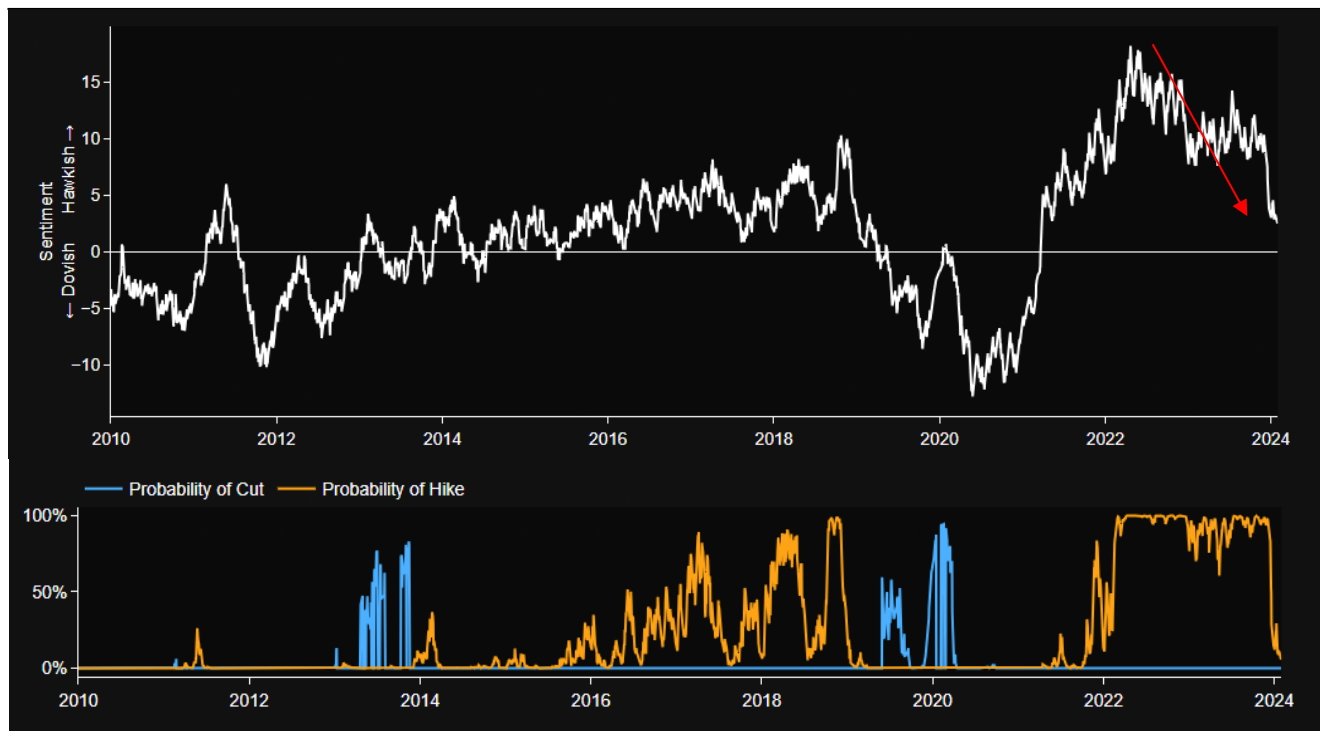
\* 美国银行业韧性措辞的删除则有些耐人寻味，需要密切留意美国银行体系的风险变化。一种解读可能是美联储判断银行体系的风险已经解除，且金融状况已再度宽松，不需要维持该表述。第二种解读则指向另一个方向，可能反映美国银行系统流动性再度面临风险，尤其是结合近期市场对于流动性的担忧，特别是逆回购规模的大幅下降，因而美联储判断银行业韧性可能再度面临挑战。值得注意的是，在美联储会议开始之前，纽约社区银行因四季度业绩亏损而股价暴跌，美国区域性银行危机担忧恐再升温。我们将密切监测美国银行体系的风险状况。

图表 1: 美债 10 年期收益率已高位回落，反映金融状况已由紧转松



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 2: 从美联储鹰鸽情绪指数来看，其立场也正由偏鹰派转向中性



资料来源: 彭博, 交银国际

## 鲍威尔确认紧缩向中性的转变，但称 3 月降息不是基准情形

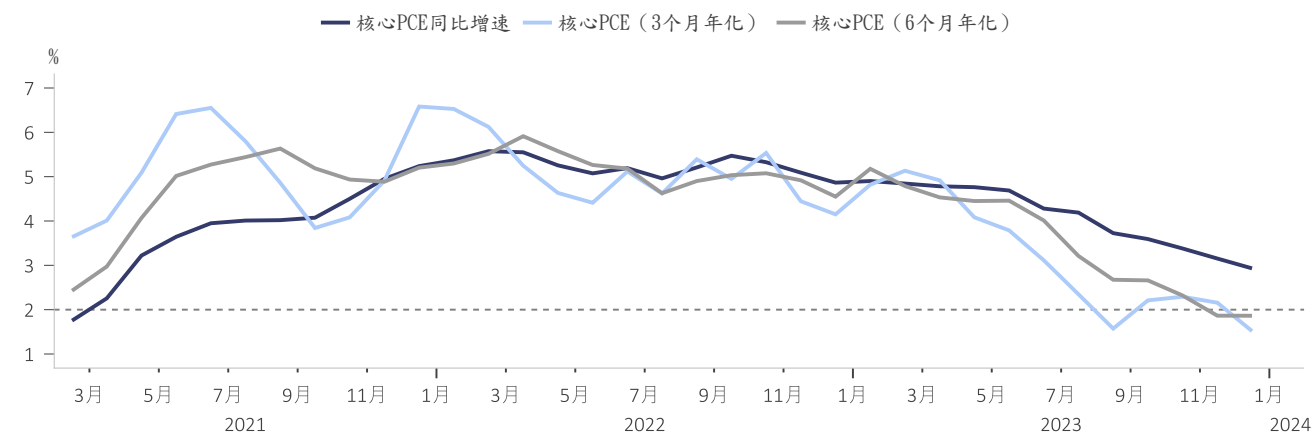
### ⊖ 鲍威尔确认立场的转变，即降息讨论由降不降进入到何时降的阶段

- \* 鲍威尔在发布会上再次强调利率可能已经“达峰”，且在 2024 年年内某个时点开始降息是合适的，呼应了利率声明中关于降息讨论的措辞，也暗示了美联储立场已由紧缩转向中性，降息讨论也已进入到“何时降”的阶段。（...We believe that our policy rate is likely at its peak for this tightening cycle, and if the economy evolves broadly, as expected. It will likely be appropriate to begin dialing back policy restraint at some point this year. ...）

### ⊖ 降息时点将由就业市场和通胀粘性情况决定

- \* 关于降息时点，鲍威尔给出两点关键信息：首先，核心 PCE 仍在 2.9% 的水平，距离 2% 的目标仍有距离。当前通胀的改善很大程度上是商品通胀和供应链改善贡献的，而进一步改善的空间不大，需要看到服务通胀降温，特别是工资增速的回落；其次，降息的时点很大程度上要取决于就业市场和通胀粘性，若就业市场出现意外转弱，则可能会早些降息，而如果通胀粘性仍重，回落放缓就晚些降息。（...If we saw an unexpected weakening in—certainly, in the labor market that would certainly weigh on cutting sooner, absolutely, and if we saw inflation being stickier or higher or those sorts of things we would argue for moving later. ...）

图表 3: 美国最新核心 PCE 同比增速 2.9%，仍高于 2% 的目标



资料来源: Macrobond, 交银国际

### 3月降息非基准情形

- \* 鲍威尔最后强调3月降息不是基准情形 (... I don't think it's likely that the committee will reach a level of confidence by the time of the March meeting to identify March as the time to do that....)。或主要基于其对于当前经济形势，以及通胀回落进展的判断。而这一判断与我们此前的观点相一致，即当前经济有韧性，出现衰退的概率不大，且就业市场虽有放缓，但仍趋紧，通胀上行风险仍在，使得降息的条件仍不充分，因而美联储可能并不急于降息。

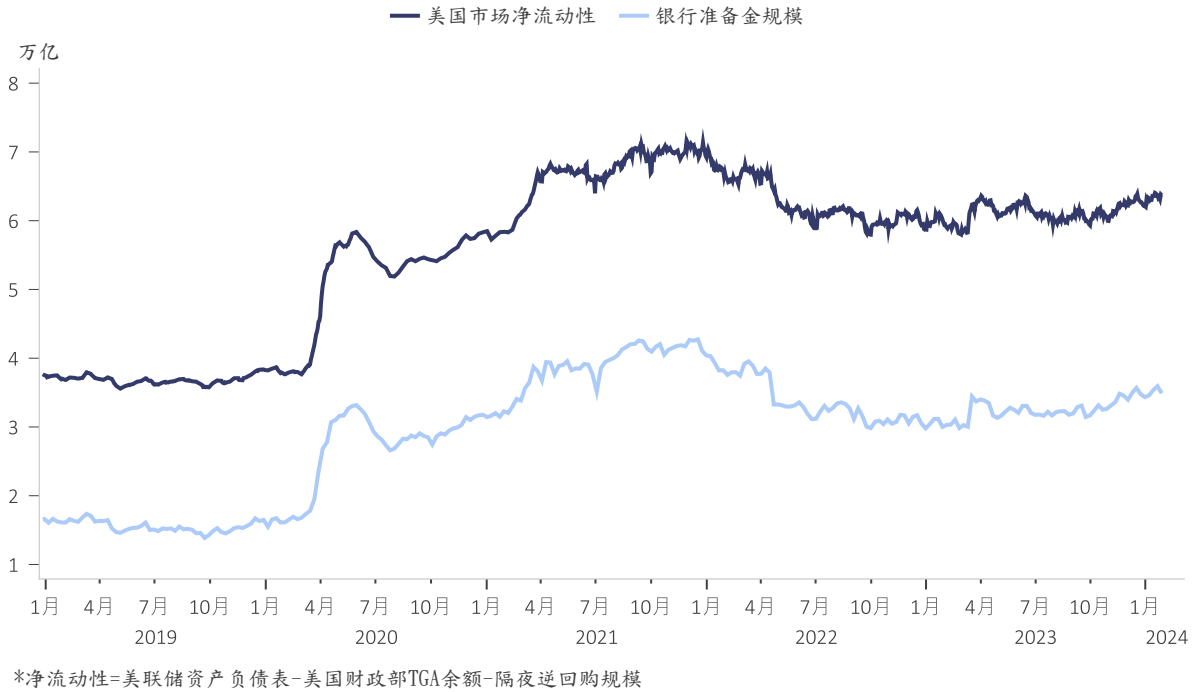
### 缩表未来进展将在3月会议开始讨论

#### 缩表未来讨论将在3月会议开始讨论

- \* 鲍威尔在发布会上提到了缩表未来进展将在3月会议上讨论。关于于缩表，鲍威尔给出了两个信息：一、缩表不需要等到逆回购规模降至0 (...I wouldn't think we'd be—we wouldn't be taking a position that it's got to go to zero, I mean, if it—if it were to stabilize at a different level...)。二，降息的同时可以延续缩表 (if you're normalizing policy, you might be reducing rates but continuing to run off the balance sheet.)。

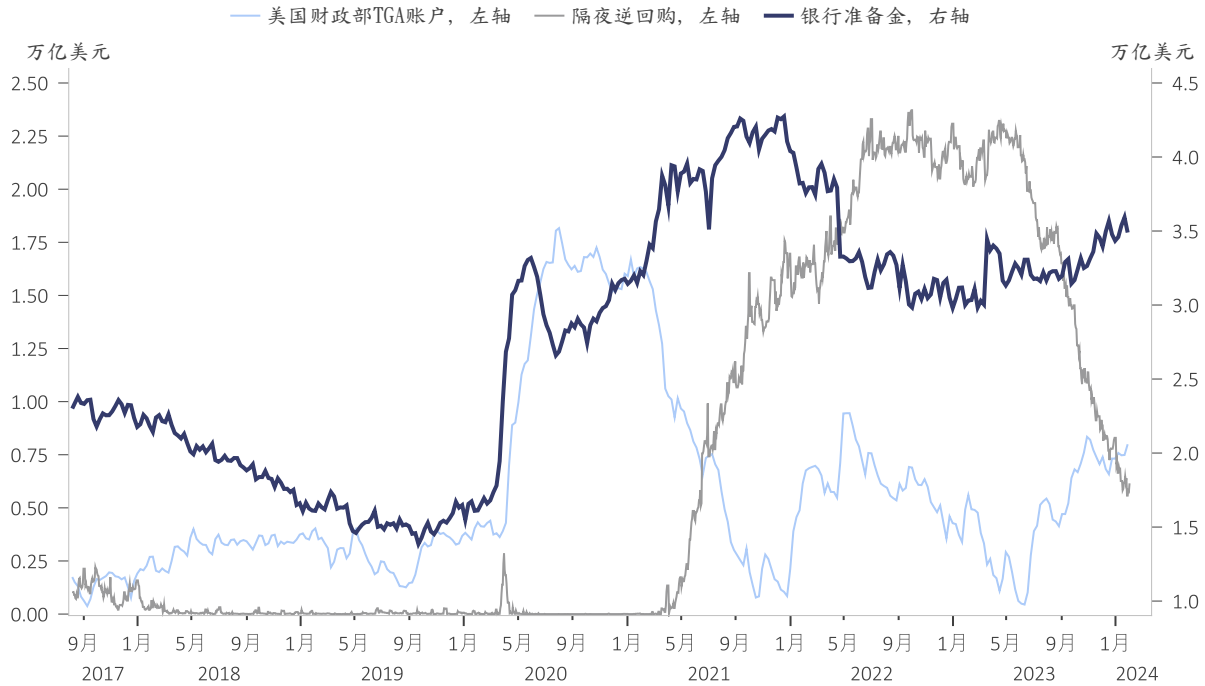
我们认为美联储尚不急于宣布放缓缩表速度。因为虽然当前逆回购规模快速消耗，但当前美国市场净流动性仍较为平稳，且当前逆回购用量至少可以维持到年中左右的时点，即使逆回购彻底消耗完，那么仍有过剩银行准备金作为缓冲，值得注意的是当前银行准备金规模甚至有所上升且距离2021年的峰值水平相差不大，剩余准备金的体量仍然非常巨大，这主要由于逆回购用量的主体-货币市场基金吸纳了短债发行，并缓冲了银行准备金的消耗。

图表 4: 美国市场净流动性仍趋于稳定，银行准备金规模略有上升



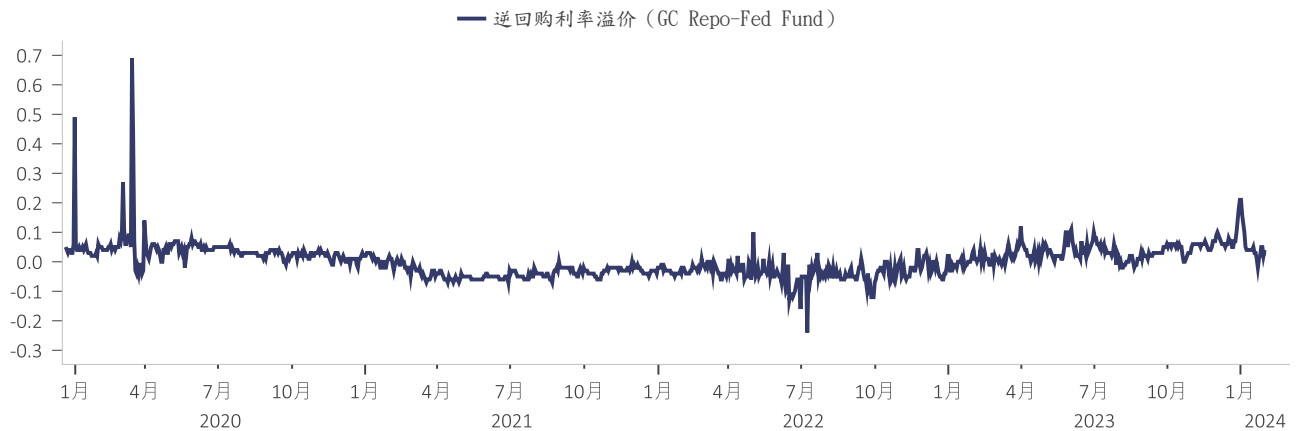
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 5: 逆回购吸纳了美债发行的影响，并减缓了银行准备金的消耗



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 6: 反映银行间流动性紧张程度的逆回购利率溢价在 1 月略有上升，但回归平稳



资料来源: Macrobond, 交银国际

## 立场虽转向中性，但降息并不紧迫

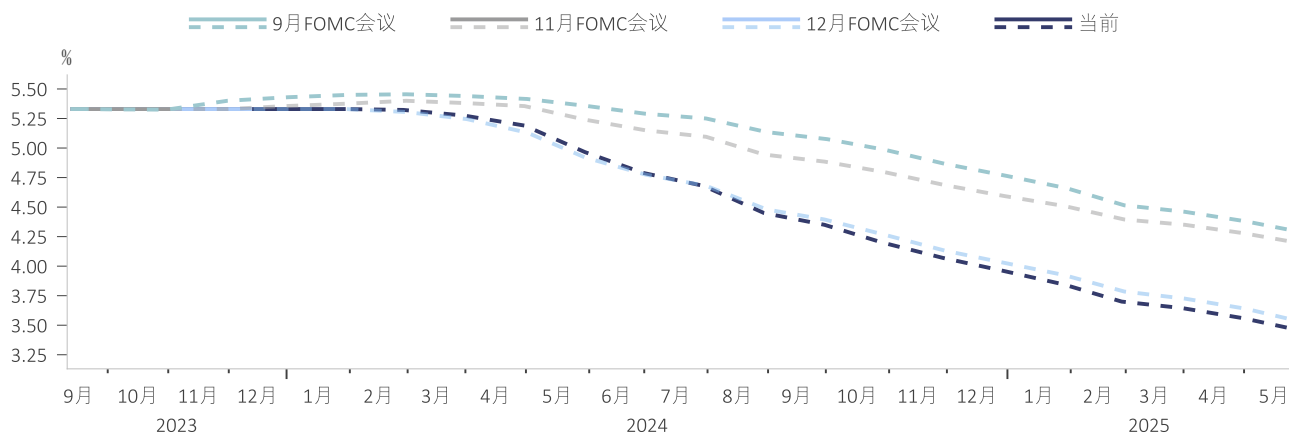
### ⊕ 市场预期有所修正但仍过于乐观

美国 1 月 FOMC 会议后，利率市场隐含的 3 月降息概率有所降低。美联储 3 降息 25 基点的概率为接近 35%（会议前为 43.4%）。全年仍维持 5-6 次的降息。

但与市场预期相比，我们对于降息的观点一直更为审慎，我们认为：

美国经济在 2024 年上半年韧性依旧：1) 居民超额储蓄以及实际购买力上升对消费支出支撑仍在；2) 劳动力市场虽有放缓，但距离转弱仍有距离，薪资增速偏强；3) 制造商库存见底，或转入主动补库；4) 红海航运危机支撑其能源出口。结合美国通胀粘性仍重且有上行风险，我们认为当下美联储降息条件仍不充分，因而市场的降息预期显得过于乐观。当前市场降息预期虽已有所修正，但全年 5-6 次降息押注仍显乐观，或仍有修正空间。

图表 7: 2024 年 1 月会议后，市场对于降息路径的预期与 2023 年 12 月变化不大



资料来源: Macrobond, 交银国际

## 交銀國際

香港中环德辅道中68号万宜大厦10楼  
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

### 评级定义

#### 分析员个股评级定义：

- 买入：**预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。
- 中性：**预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。
- 沽出：**预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业
- 无评级：**对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

#### 分析员行业评级定义：

- 领先：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。
  - 同步：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。
  - 落后：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。
- 香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**



## 分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i)发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii)他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii)对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i)他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii)他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii)他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份。

## 有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、青岛控股国际有限公司、Edding Group Company Limited、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、兴源动力控股有限公司、佳捷康创新集团有限公司、武汉有机控股有限公司、乐透互娱有限公司、步阳国际控股有限公司、阳光保险集团股份有限公司、康洋生物科技(上海)股份有限公司、冠泽医疗资讯产业(控股)有限公司、澳亚集团有限公司、粉笔有限公司、润华生活服务集团控股有限公司、淮北绿金产业投资股份有限公司、洲际船务集团控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、北京绿竹生物技术股份有限公司、中天建设(湖南)集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、怡俊集团控股有限公司、宏信建设发展有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、四川科伦博泰生物医药股份有限公司、新传企划有限公司、乐舱物流股份有限公司、途虎养车股份有限公司、北京第四范式智慧技术股份有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、迈越科技股份有限公司、极兔速递环球有限公司、山西省安装集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份有限公司及長久股份有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及Interra Acquisition Corp的已发行股本逾1%。

## 免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受递送延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。