

降息在路上，但大概不是 3 月——美联储 3 月会议点评

宏观点评

日期： 2024.02.02

分析师 尤春野

登记编码：S0950523100001

☎：13817489814

✉：youchunye1@wkzq.com.cn

事件描述

美联储 1 月会议维持基准利率不变。

事件点评

何时降息是美联储当前的主要考量。美联储 1 月会议如期按兵不动，将联邦基金基准利率维持在 5.25%-5.5% 不变。相比于此前会议声明，本次会议出现了较多改动，我们认为美联储的关注重心已经从“是否还需要紧缩”转变为“应该何时降息”。会议声明新增了“委员会判断，实现就业和通胀目标的风险正在走向更好的平衡。”这表明当前经济和通胀的趋势符合美联储的期待，进一步紧缩已无必要。同时，声明将去年 12 月会议中的“在决定可能适合让通胀随着时间推移回到 2% 的任何额外政策紧缩程度时”改为了“在考虑对联邦基金利率目标区间的任何调整时”。很明显“额外紧缩”不再是美联储考量的基准情形；而“任何调整”实际上暗指降息，即“何时降息”是美联储当前的关注重心。

美联储打压了“3 月降息”的预期。会议之前，海外市场押注美联储 3 月份就会首次降息。这一定价较为激进，不排除有“倒逼美联储更快转向宽松”的动机。但美联储打压了 3 月就降息的预期。鲍威尔在新闻发布会中表示“根据今天的会议，我认为 FOMC 在三月份的会议上很可能不会有足够的信心来确定启动降息”。也正因如此，美国股市大幅下跌，美元上涨。从以往惯例来看，美联储在正式降息之前通常会经过一次会议的“预热”，1 月会议并未“预热”而是“降温”，那么 3 月降息的可能性确实较小。除非美国出现意外的金融风险等“黑天鹅”，否则 3 月难以降息。我们预计美联储更可能在 6 月份会议上开始首次降息。

即将开始讨论放缓缩表。2022 年美联储加息随后就开始了缩表，至今已经缩表 1.29 万亿至 7.68 万亿的规模。鲍威尔在新闻发布会上表示“美联储计划 3 月份开始深入讨论资产负债表问题，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。”即美联储即将在 3 月份的会议上讨论放缓缩表的问题。在 2023 年 3 月“硅谷银行”事件之后，美联储开启了“紧急银行救助工具”，对银行系统提供了大量的流动性。这一工具将在今年 3 月到期，可能会对部分银行流动性造成影响，所以此时开始放缓缩表也是一种对冲手段。从讨论“降息+放缓缩表”的组合来看，美联储货币政策最紧张的时期即将过去。

对大类资产的影响。我们认为，虽然美联储打压了市场对 3 月份降息的预期，但是也确认了未来将降息及放缓缩表的大方向。在经历短暂的调整之后，预计市场将继续按照美联储降息周期的逻辑演绎。我们预计 2024 年全球的基准情形是美国能够软着陆但经济增速将下一个台阶；欧洲经济开始从能源危机的阴影中缓慢复苏；日本央行很可能开始加息。这一组合意味着美元大概率是走弱的。相应的，美债、黄金则有相对确定性较高的上涨趋势。全球股市也会受益于美元货币政策的转向。

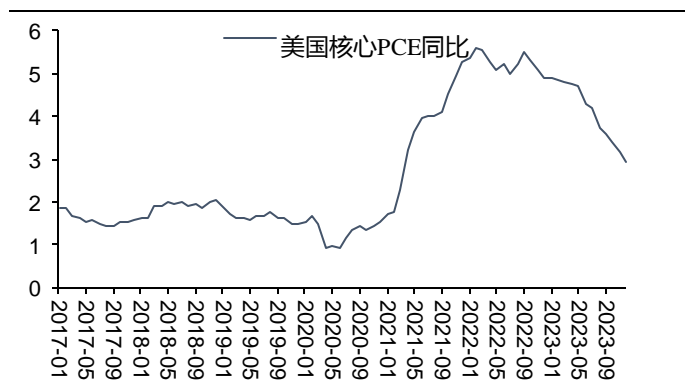
风险提示： 美国通胀显示出过强的粘性，倒逼美联储延缓降息进程。

何时降息是美联储当前的主要考量

美联储 1 月会议如期按兵不动，将联邦基金基准利率维持在 5.25%-5.5% 不变。相比于此前会议声明，本次会议出现了较多改动，我们认为美联储的关注重心已经从“是否还需要紧缩”转变为“应该何时降息”。会议声明新增了“委员会判断，实现就业和通胀目标的风险正在走向更好的平衡。”这表明当前经济和通胀的趋势符合美联储的期待，进一步紧缩已无必要。同时，声明将去年 12 月会议中的“在决定可能适合让通胀随着时间推移回到 2% 的任何额外政策紧缩程度时”改为了“在考虑对联邦基金利率目标区间的任何调整时”。很明显“额外紧缩”不再是美联储考量的基准情形；而“任何调整”实际上暗指降息，即“何时降息”是美联储当前的关注重心。

当前美国经济数据仍然表现强劲，为何美联储已经将“降息”作为主要考量？我们认为这其中并不矛盾。从历史经验来看，美联储降息周期开启的时点几乎都是在经济并未出现太大困难时的“预防性降息”，而并非危机已经到来时才行动。因为货币政策的传导具有滞后性，如果等到危机来临，再做反应，必然已经无法避免。从美联储的表态来看，“对通胀持续迈向 2% 更有信心”是其判断是否应该降息的主要标准，即并非一定要看到通胀下行到 2% 才会行动，只要趋势上在持续向 2% 回落就可以了。通胀有惯性，通缩同样有惯性，如果看到 2% 的通胀才开始降息，那么通胀率很容易向更低的位置滑落，从而引发通缩的问题，这并非美联储希望看到的。当前美国核心 PCE 同比已在 3% 下方，距离目标值不远，而且一些微观数据已经反映出高利率对于美国经济的抑制，比如美国信用卡拖欠率已经向上突破了近几年的趋势线。所以我们认为，现在美联储将重点转为“何时降息”具有合理性。

图表 1：美国通胀逐渐降温



资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 2：美国信用卡拖欠率向上突破趋势线



资料来源：Wind，五矿证券研究所

美联储打压了“3月降息”的预期

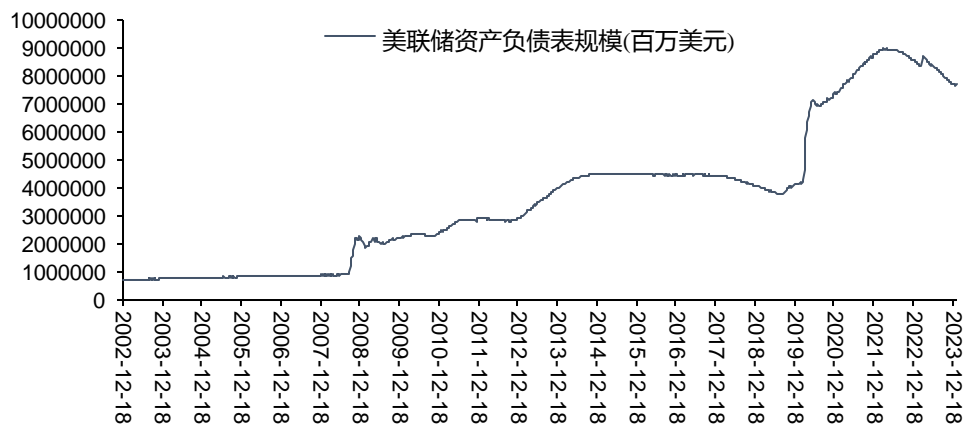
会议之前，海外市场押注美联储 3 月份就会首次降息。这一定价较为激进，不排除有“倒逼美联储更快转向宽松”的动机。但美联储打压了 3 月就降息的预期。鲍威尔在新闻发布会中表示“根据今天的会议，我认为 FOMC 在三月份的会议上很可能不会有足够的信心来确定启动降息”。也正因如此，美国股市大幅下跌，美元上涨。从以往惯例来看，美联储在正式降息之前通常会经过一次会议的“预热”，1 月会议并未“预热”而是“降温”，那么 3 月降息的可能性确实较小。除非美国出现意外的金融风险等“黑天鹅”，否则 3 月难以降息。我们预计美联储更可能在 6 月份会议上开始首次降息。

即将开始讨论放缓缩表

2022 年美联储加息随后就开始了缩表，至今已经缩表 1.29 万亿至 7.68 万亿的规模。鲍威尔在新闻发布会上表示“美联储计划 3 月份开始深入讨论资产负债表问题，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。”即美联储即将在3月份的会议上讨论放缓缩表的问题。在2023年3月“硅谷银行”事件之后，美联储开启了“紧急银行救助工具”，对银行系统提供了大量的流动性。这一工具将在今年3月到期，可能会对部分银行流动性造成影响，所以此时开始放缓缩表也是一种对冲手段。从讨论“降息+放缓缩表”的组合来看，美联储货币政策最紧张的时期即将过去。

图表 3: 美联储资产缩表 1.29 万亿



资料来源: Wind, 五矿证券研究所

对大类资产的影响

我们认为，虽然美联储打压了市场对3月份降息的预期，但是也确认了未来将降息及放缓缩表的大方向。在经历短暂的调整之后，预计市场将继续按照美联储降息周期的逻辑演绎。我们预计2024年全球的基准情形是美国能够软着陆但经济增速将下一个台阶；欧洲经济开始从能源危机的阴影中缓慢复苏；日本央行很可能开始加息。这一组合意味着美元大概率是走弱的。相应的，美债、黄金则有相对确定性较高的上涨趋势。全球股市也会受益于美元货币政策的转向。

风险提示

美国通胀显示出过强的粘性，倒逼美联储延缓降息进程。

分析师声明

作者在中国证券业协会登记为证券投资咨询(分析师),以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。作者保证:(i)本报告所采用的数据均来自合规渠道;(ii)本报告分析逻辑基于作者的职业理解,并清晰准确地反映了作者的研究观点;(iii)本报告结论不受任何第三方的授意或影响;(iv)不存在任何利益冲突;(v)英文版翻译与中文版有所歧义,以中文版报告为准;特此声明。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现,也即以报告发布日后的6到12个月内的公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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;美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报在20%及以上;
		增持	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报介于5%~20%之间;
		持有	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报介于-10%~5%之间;
		卖出	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报在-10%及以下;
		无评级	预期对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
行业评级	看好	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;	
	中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%~10%之间;	
	看淡	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。	

一般声明

五矿证券有限公司(以下简称“本公司”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告即视其为客户,本报告仅在相关法律许可的情况下发放,并仅为提供信息而发放,概不构成任何广告。本报告的版权仅为本公司所有,未经本公司书面许可,任何机构和个人不得以任何形式对本研究报告的任何部分以任何方式制作任何形式的翻版、复制或再次分发给任何其他人。如引用须联络五矿证券研究所获得许可后,再注明出处为五矿证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。在刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的同时,也应注明本报告的发布人和发布日期及提示使用证券研究报告的风险。若未经授权刊载或者转发本报告的,本公司将保留向其追究法律责任的权利。若本公司以外的其他机构(以下简称“该机构”)发送本报告,则由该机构独自为此发送行为负责。

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、价值及投资收入或将产生波动;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;本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时,本公司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。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。在任何情况下,报告中的信息或意见不构成对任何人的投资建议,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下,本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利,不与投资者分享投资收益,也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。本公司及作者在自身所知范围内,与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

五矿证券版权所有。保留一切权利。

特别声明

在法律许可的情况下,五矿证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易,也可能为这些公司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。因此,投资者应当考虑到五矿证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突,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。

联系我们

上海	深圳	北京
地址:上海市浦东新区东方路69号裕景国际商务广场A座2208室 邮编:200120	地址:深圳市南山区滨海大道3165号五矿金融大厦23层 邮编:518035	地址:北京市海淀区首体南路9号4楼603室 邮编:100037

Analyst Certification

The research analyst is primarily responsible for the content of this report, in whole or in part. The analyst has the Securities Investment Advisory Certification granted by the Securities Association of China. Besides, the analyst independently and objectively issues this report holding a diligent attitude. We hereby declare that (1) all the data used herein is gathered from legitimate sources; (2) the research is based on analyst's professional understanding, and accurately reflects his/her views; (3) the analyst has not been placed under any undue influence or intervention from a third party in compiling this report; (4) there is no conflict of interest; (5) in case of ambiguity due to the translation of the report, the original version in Chinese shall prevail.

Investment Rating Definitions

The rating criteria of investment recommendations		Ratings	Definitions
The ratings contained herein are classified into company ratings and sector ratings (unless otherwise stated). The rating criteria is the relative market performance between 6 and 12 months after the report's date of issue, i.e. based on the range of rise and fall of the company's stock price (or industry index) compared to the benchmark index. Specifically, the CSI 300 Index is the benchmark index of the A-share market. The Hang Seng Index is the benchmark index of the HK market. The NASDAQ Composite Index or the S&P 500 Index is the benchmark index of the U.S. market.	Company Ratings	BUY	Stock return is expected to outperform the benchmark index by more than 20%;
		ACCUMULATE	Stock relative performance is expected to range between 5% and 20%;
		HOLD	Stock relative performance is expected to range between -10% and 5%;
		SELL	Stock return is expected to underperform the benchmark index by more than 10%;
		NOT RATED	No clear view of the stock relative performance over the next 6 months.
	Sector Ratings	POSITIVE	Overall sector return is expected to outperform the benchmark index by more than 10%;
		NEUTRAL	Overall sector expected relative performance ranges between -10% and 10%;
		CAUTIOUS	Overall sector return is expected to underperform the benchmark index by more than 10%.

General Disclaimer

Minmetals Securities Co., Ltd. (or "the company") is licensed to carry on securities investment advisory business by the China Securities Regulatory Commission. The Company will not deem any person as its client notwithstanding his/her receipt of this report. The report is issued only under permit of relevant laws and regulations, solely for the purpose of providing information. The report should not be used or considered as an offer or the solicitation of an offer to sell, buy or subscribe for securities or other financial instruments. The information presented in the report is under the copyright of the company. Without the written permission of the company, none of the institutions or individuals shall duplicate, copy, or redistribute any part of this report, in any form, to any other institutions or individuals. The party who quotes the report should contact the company directly to request permission, specify the source as Equity Research Department of Minmetals Securities, and should not make any change to the information in a manner contrary to the original intention. The party who re-publishes or forwards the research report or part of the report shall indicate the issuer, the date of issue, and the risk of using the report. Otherwise, the company will reserve its right to taking legal action. If any other institution (or "this institution") redistributes this report, this institution will be solely responsible for its redistribution. The information, opinions, and inferences herein only reflect the judgment of the company on the date of issue. Prices, values as well as the returns of securities or the underlying assets herein may fluctuate. At different periods, the company may issue reports with inconsistent information, opinions, and inferences, and does not guarantee the information contained herein is kept up to date. Meanwhile, the information contained herein is subject to change without any prior notice. Investors should pay attention to the updates or modifications. The analyst wrote the report based on principles of independence, objectivity, fairness, and prudence. Information contained herein was obtained from publicly available sources. However, the company makes no warranty of accuracy or completeness of information, and does not guarantee the information and recommendations contained do not change. The company strives to be objective and fair in the report's content. However, opinions, conclusions, and recommendations herein are only for reference, and do not contain any certain judgments about the changes in the stock price or the market. Under no circumstance shall the information contained or opinions expressed herein form investment recommendations to anyone. The company or analysts have no responsibility for any investment decision based on this report. Neither the company, nor its employees, or affiliates shall guarantee any certain return, share any profits with investors, and be liable to any investors for any losses caused by use of the content herein. The company and its analysts, to the extent of their awareness, have no conflict of interest which is required to be disclosed, or taken restrictive or silent measures by the laws with the stock evaluated or recommended in this report.

Minmetals Securities Co. Ltd. 2019. All rights reserved.

Special Disclaimer

Permitted by laws, Minmetals Securities Co., Ltd. may hold and trade the securities of companies mentioned herein, and may provide or seek to provide investment banking, financial consulting, financial products, and other financial services for these companies. Therefore, investors should be aware that Minmetals Securities Co., Ltd. or other related parties may have potential conflicts of interest which may affect the objectivity of the report. Investors should not make investment decisions solely based on this report.

Contact us

Shanghai

Address: Room 2208, 22F, Block A, Eton Place, No.69 Dongfang Road, Pudong New District, Shanghai
 Postcode: 200120

Shenzhen

Address: 23F, Minmetals Financial Center, 3165 Binhai Avenue, Nanshan District, Shenzhen
 Postcode: 518035

Beijing

Address: Room 603, 4F, No.9 Shoutinan Road, Haidian District, Beijing
 Postcode: 100037