

# 美联储 2024 年 1 月议息会议解读

## 定力博弈

### 证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号  
S1060520090001  
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

范城恺 投资咨询资格编号  
S1060523010001  
FANCHENGKAI146@pingan.com.cn



### 事项：

美国时间 2024 年 1 月 31 日，美联储 FOMC 会议维持利率不变。声明公布及鲍威尔讲话后，CME FedWatch 显示，3 月降息概率由 55.4% 下降至 34.5%，但全年至少降息 150BP 的概率由 61% 上升至 67.2%；10 年美债利率日内大幅下跌 12BP 至 3.92%；美元指数收涨 0.12%；美股三大指数分别收跌 0.8-2.2%。

### 平安观点：

- **会议声明：多处改动，铺垫转向。**会议强调了双向风险正走向更好的平衡，为年内降息铺垫，但也强调在降息前美联储需要获得更多信心。本次会议声明有多处改动，重点包括：1) 在描述政策目标时，新增“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”。2) 在描述货币政策的评估框架时，调整为“即将到来的数据，不断演变的前景，以及风险平衡”，表述上更抽象，但强调了“风险平衡”。3) 新增“委员会预计，在降息前，还需要获得更多信心，以确认通胀能够可持续地走向 2% 目标”。
- **鲍威尔讲话：保持模糊，暗示不过早降息。**整体来看，鲍威尔如期保持模糊言论：首先，关于降息，其并未给出详细的降息标准，也未表明本轮降息会否是连续的。不过，其提到 3 月就开始降息不是最可能的情形，暗示货币政策会保持一定耐心。其次，关于经济与通胀判断，其对于“软着陆”的态度似乎比此前表现得更加谨慎，强调美联储还没有宣布抗击通胀的胜利，尽管其不太担心经济增长对通胀的影响。最后，关于缩表，其预告美联储将于 3 月会议深入讨论缩表问题，本次会议相关讨论较为有限。
- **政策逻辑：定力博弈。**对于首次降息的条件，美联储用了非常模糊的表述——需要“更大信心”，说明美联储首次降息的选择将具有较强主观性。美联储选择不过早降息，或是一种“定力博弈”：首先，美国经济增长较强，赋予美联储不急于降息的底气；其次，自 12 月议息会议以来，降息预期发酵令金融条件已经转松，进一步减弱了 3 月开启降息的必要性；最后，美联储与市场预期的博弈仍在进行。如果过早降息，那么市场很容易猜测美联储在之后的会议上会持续降息、全年大幅降息，美联储引导市场预期的难度会加大；美联储也可能有意隔离降息与缩表决策，防止市场对“流动性危机”的过度担忧；美联储保持定力，可以传递货币政策独立性。
- **市场展望：“宽松交易”面临反复。**我们倾向认为，当前市场降息预期仍有些“抢跑”，尤其对于全年降息幅度的判断。市场“宽松交易”可能经历一定反复，但也不至于上演“紧缩交易”。如果后续降息预期修正，那么预计 10 年美债收益率在 4% 左右震荡；美元指数保持相对稳定，但也取决于非美经济和政策变化；美股估值环境相对稳定，表现将更受盈利驱动。
- **风险提示：美国经济金融风险超预期，全球供应链稳定性不及预期，美国政治前景不确定等。**

## 1. 会议声明：多处改动，铺垫转向

美联储 2024 年 1 月议息会议声明，维持联邦基金利率为 5.25-5.5% 目标区间，符合市场预期。同时，美联储维持其他政策利率：1) 将存款准备金利率维持在 5.4%；2) 将隔夜回购利率维持在 5.5%；3) 将隔夜逆回购利率维持在 5.3%；4) 将一级信贷利率维持在 5.5%。缩表方面，美联储将维持原有计划，每月被动缩减 600 亿美元国债和 350 亿美元机构债券和 MBS。

图表1 美联储 2024 年 1 月议息会议声明：货币政策部分

2024 年 1 月美联储 FOMC 声明
<p>美联储已做出以下决定，以实施联邦公开市场委员会在 2024 年 1 月 31 日的声明中宣布的货币政策立场：</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>■ 美联储系统理事会一致投票决定将准备金余额支付的利率维持在 5.4%，自 2024 年 2 月 1 日起生效。</li> <li>■ 作为其政策决定的一部分，联邦公开市场委员会投票授权和指示纽约联邦储备银行的公开市场服务台，除非另有指示，否则根据以下国内政策在系统公开市场账户中执行交易指示： <ul style="list-style-type: none"> <li>■ "自 2023 年 12 月 14 日起，联邦公开市场委员会指示： <ul style="list-style-type: none"> <li>● 必要时进行公开市场操作，以将联邦基金利率维持在 5.25% 至 5.5% 的目标范围内。</li> <li>● 进行隔夜回购协议操作，最低投标利率为 5.5%，总操作限额为 5000 亿美元。</li> <li>● 以 5.3% 的发行利率和每天 1600 亿美元的每个交易对手限额进行隔夜逆回购协议操作。</li> <li>● 在拍卖中展期美联储持有的每个日历月到期的美国国债的本金支付金额，只针对每月超过 600 亿美元的部分。赎回不超过此上限的国库券，以及在息票本金支付低于每月上限的情况下赎回国库券。</li> <li>● 将每个日历月收到的美联储持有的机构债务和机构 MBS 的本金支付金额再投资到机构 MBS，只针对每月超过 350 亿美元的部分。</li> <li>● 如果出于运营原因需要，允许适度偏离规定的再投资金额。</li> <li>● 必要时参与美元展期和息票掉期交易，以促进美联储机构 MBS 交易的结算。</li> </ul> </li> </ul> </li> <li>■ 在一项相关行动中，美联储系统理事会一致投票批准将初级信贷利率维持在 5.5%。</li> </ul>

资料来源: 美联储, 平安证券研究所

经济和政策描述部分，本次会议声明有多处改动，强调了双向风险正走向更好的平衡，为年内降息铺垫，但也强调在降息前美联储需要获得更多信心。

具体来看：1) 在描述经济增长时，删除了“经济活动放缓”的表述，改为“保持稳健的速度扩张”。2) 删除了有关银行体系风险及其影响的描述。3) 在描述政策目标时，新增“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”。4) 在展望货币政策时，删除了“额外政策巩固”的表述，改为“调整利率区间”，暗示政策可以开始考虑降息，不过似乎也并未完全排除再加息的选项。5) 在描述货币政策的评估框架时，删除了“货币政策的累积紧缩、货币政策对经济活动和通货膨胀的滞后影响、以及经济和金融发展”，重新调整为“即将到来的数据，不断演变的前景，以及风险平衡”，表述上更加抽象，但强调了“风险平衡”。6) 新增“委员会预计，在降息前，还需要获得更多信心，以确认通胀能够可持续地走向 2% 目标”。

图表2 美联储 2024 年 1 月议息会议声明：经济和政策描述部分

2024 年 1 月美联储 FOMC 声明改动
Recent indicators suggest that <del>growth of</del> economic activity has <del>slowed from its strong</del> been expanding at a solid pace <del>in the third quarter.</del> Job gains have moderated since <del>earlier in the</del> early last year but remain strong, and the unemployment rate has remained low. Inflation has eased over the past year but remains elevated.
<del>The U.S. banking system is sound and resilient. Tighter financial and credit conditions for households and businesses are likely to weigh on economic activity, hiring, and inflation. The extent of these effects remains uncertain. The Committee remains highly attentive to inflation risks.</del>
The Committee seeks to achieve maximum employment and inflation at the rate of 2 percent over the longer run. <del>The Committee judges that the risks to achieving its employment and inflation goals are moving into better balance. The economic outlook is uncertain, and the Committee remains highly attentive to inflation risks.</del>
In support of <del>these</del> its goals, the Committee decided to maintain the target range for the federal funds rate at 5-1/4 to 5-1/2 percent. <del>The Committee will continue to assess additional information and its implications for monetary policy. In determining the extent of any additional policy firming that may be appropriate to return inflation to 2 percent over time, the Committee will take into account the cumulative tightening of monetary policy, the lags with which monetary policy affects economic activity and inflation, and economic and financial developments. In considering any adjustments to the target range for the federal funds rate, the Committee will carefully assess incoming data, the evolving outlook, and the balance of risks. 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.</del> In addition, the Committee will continue reducing its holdings of Treasury securities and agency debt and agency mortgage-backed securities, as described in its previously announced plans. The Committee is strongly committed to returning inflation to its 2 percent objective.

资料来源：Wind, 平安证券研究所

会议声明公布后，市场感受偏鸽：10 年美债利率跌破 4% 关口，一度下跌近 7BP 至 3.95%；美元指数跳水，由 103.3 附近跌破 103 关口；美股三大指数跌幅短暂收窄。

## 2. 鲍威尔讲话：保持模糊，暗示不过早降息

整体来看，鲍威尔如期保持模糊言论：首先，关于降息，其并未给出详细的降息标准，也未表明本轮降息会否是连续的。不过，其提到 3 月就开始降息不是最可能的情形，暗示货币政策会保持一定耐心。其次，关于经济与通胀判断，其对于美国经济“软着陆”的态度似乎比此前表现得更加谨慎，强调美联储还没有宣布抗击通胀的胜利，尽管其不太担心经济增长对通胀的影响。最后，关于缩表，其预告美联储将于 3 月议息会议深入讨论缩表问题，所以本次会议相关讨论较为有限。

鲍威尔讲话后，市场似乎交易“衰退”：10 年美债利率进一步下跌并收于 3.92%，整日下跌 12BP；美元指数有所走高，整日收涨 0.12%，收于 103.5；美股三大指数跌幅扩大，日内分别收跌 0.8-2.2%。CME FedWatch 显示，美联储会议后，3 月降息概率由 55.4% 下降至 34.5%，但全年至少降息 150BP 的概率由 61% 上升至 67.2%。

具体来看：

- 1) 关于何时降息。“降息”是本次记者会最关注的问题。由于本次声明提到，美联储在降息前还需要获得更大信心 (greater confidence)，记者们希望鲍威尔能给出更具体的评判标准。鲍威尔强调，过去六个月通胀走势良好，目前美联储已有一定信心，只是还需要更大信心确认通胀能够回落；至于更多信心指的是什么，美联储还没有到达那个阶段，所以也就没有过多讨论。“新美联储通讯社” Nick Timiraos 问道，根据泰勒规则，美联储为什么还需要保持较高利率？鲍威尔称，一方面，不同的规则给出不同结果；另一方面，美联储不能（只根据泰勒规则）机械地调整利率，也会关注更广泛的金融条件。总之，降息时点的选择最终将与“信心”有关。有记者问，本轮降息是一次性的还是周期性的？鲍威尔称，短

期来看，3月降息不是最可能的情形；后续将取决于数据。

- 2) **关于通胀。**在当前美国经济增长和就业市场良好的背景下，通胀走势成为美联储降息决策的关键变量。本次记者会有较多关于通胀的问题。鲍威尔在判断通胀形势时强调，前期通胀回落主要归功于供应链和就业市场的修复；后续，预计商品通胀可能（由负）回归到0附近，预计服务通胀会继续改善，但仍需观察。住房租金虽然仍高，但美联储关注的是更广泛的通胀，住房供给问题是美联储不能掌控的。有记者问，华尔街担心如果不及时降息，通胀会低于2%目标，对此怎么看？鲍威尔称，政策不希望通胀预期在2%以下。
- 3) **关于就业。**不少记者提到雇佣成本指数（ECI）数据（美国时间1月31日最新公布，2023年第四季度环比增长0.9%，低于预期的1.0%，创2021年以来最小升幅）。有记者问，美国就业市场是否已经回到疫情前。鲍威尔强调，过去一年就业市场走向更好的平衡；预计就业市场会接近疫情前水平，但可能不会完全回归。
- 4) **关于经济增长。**记者们关心，美国经济增长强劲会否影响政策选择。鲍威尔强调，经济增长强劲是一件好事；美联储紧盯就业和通胀双目标，要看经济增长会否影响二者；存在经济增长令通胀反弹风险，这也是为什么美联储保持利率不变；但其不是很担心这一问题。有记者问，如果不说已经实现“软着陆”，**是否可以说“硬着陆”已经能够避免？**鲍威尔没有**正面回答**，只强调失业率连续两年低于4%是五十年难遇的现象，尽管就业市场也在降温，但整体经济图景良好。
- 5) **关于缩表。**有记者询问美联储是否讨论了缩表（QT）问题；放缓QT的条件是什么？是否需要隔夜逆回购规模下降至0？鲍威尔称，本次会议确实讨论了缩表问题，但详细讨论会放到3月会议，届时将给出更多指引；隔夜逆回购规模未必需要下降至0，也可以是稳定在某个水平，即可放缓QT。

### 3. 政策逻辑：定力博弈

美联储在本次声明中，新增两处提到“平衡风险”，认为当前就业和通胀目标迈向更好的平衡，未来考虑降息时也将考虑双向风险的平衡情况。鲍威尔讲话时具体描述，如果降息过早过快，和降息太迟太少，都不好。但对于**首次降息的条件**，美联储则用了非常模糊的表述——需要“更大信心”。我们认为，**美联储首次降息的选择将具有较强主观性。**

如果仅从通胀走势看，尤其近六个月的通胀进展，美联储很可能已经接近达到降息条件。然而，**美联储选择不过早降息、保持耐心，或是一种“定力博弈”**：首先，美国经济增长较强，赋予美联储不急于降息的底气。更何况，经济韧性仍有可能阻碍后续通胀回落进展。其次，自12月议息会议以来，降息预期发酵令金融条件已经转松，进一步减弱了3月开启降息的必要性。最后，美联储与市场预期的博弈仍在进行。如果美联储3月降息，那么市场很容易猜测美联储在之后的会议上会持续降息、全年大幅降息，美联储引导市场预期的难度会加大。同时，美联储也可能有意推迟降息，以隔离降息与缩表决策，防止市场对“流动性危机”的过度担忧。此外，美联储保持定力，可以传递货币政策独立性的信号。

### 4. 市场展望：“宽松交易”面临反复

对市场而言，美联储年内降息的方向仍然明确，近期博弈点仍在首次降息节点与全年降息幅度。**我们倾向认为，当前市场降息预期仍有些“抢跑”，尤其对于全年降息幅度的判断。后续预期修正方向或是，美联储全年降息由5-6次减少至3次左右。**

在此背景下，市场“宽松交易”可能经历一定反复，但也不至于上演“紧缩交易”。若后续降息预期修正，预计10年美债收益率在4%左右震荡；美元指数保持相对稳定，但也取决于非美经济和政策变化，尤其关注日银会否进一步释放退出负利率的信号；美股估值环境相对稳定，但4%左右的10年美债利率，意味着标普500指数风险溢价接近0，美股表现整体将更受盈利驱动。

**风险提示：**美国经济金融风险超预期，全球供应链稳定性不及预期，美国政治前景不确定等。

## 平安证券研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）
- 推 荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）
- 中 性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）
- 中 性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司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。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2024 版权所有。保留一切权利。

## 平安证券

### 平安证券研究所

电话：4008866338

#### 深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层  
邮编：518033

#### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼  
邮编：200120

#### 北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层  
邮编：100033