

美国 1 月 FOMC 会议点评

美联储打压三月降息预期

◆ 经济研究 · 宏观快评

证券分析师：董德志 021-60933158 dongdz@guosen.com.cn 执证编码：S0980513100001
 证券分析师：季家辉 021-61761056 jijiahui@guosen.com.cn 执证编码：S0980522010002

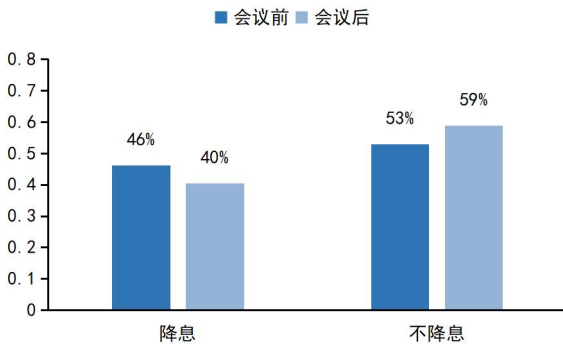
事项：

美东时间 1 月 31 日，美联储在 FOMC 会议后宣布暂停加息，将联邦基金利率目标区间维持在 5.25-5.5% 的水平，连续四次会议按兵不动。

评论：美联储打压 3 月降息预期

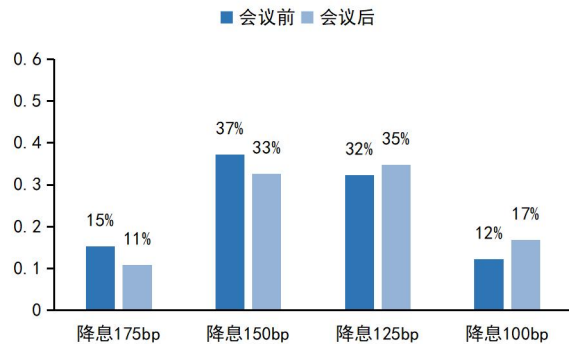
自美联储 12 月会议以来，市场对美联储于今年三月开始降息的乐观预期持续升温，但本次会后鲍威尔明确表态“3 月降息可能性不大”。美联储会议后市场降息预期明显受到打击，3 月降息概率由会议前 46% 降至 40%。全年最大概率的降息幅度由会议前 150bp 调整至 125bp。

图1：美联储会议前后三月降息概率明显变化



资料来源：Macrobond，国信证券经济研究所整理

图2：美联储会议前后全年降息概率明显变化



资料来源：Macrobond，国信证券经济研究所整理

经济基本面：经济稳步扩张，通胀依旧偏高

与 2023 年 12 月会议相比，本次会议声明中对经济增长的表述出现了较大改变：美联储认为近期经济活动一直在稳步扩张 (expanding at a solid pace)。2023 年美国四季度 GDP 环比增长 3.3%，全年 GDP 增长 3.1%，消费需求和供应条件改善刺激经济稳步复苏。从经济景气度来看，2024 年 1 月份，美国制造业和服务业景气度分别为 50.7 和 52.9，均有明显改善。其中制造业景气度升至 2022 年 10 月以来的最高水平。

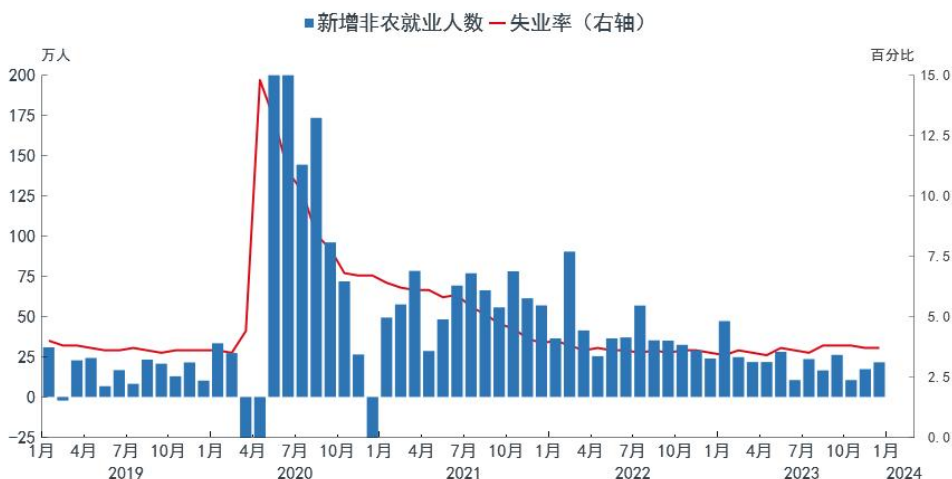
图3: 1月份美国经济景气度明显改善



资料来源: Macrobond, 国信证券经济研究所整理

从美联储“双目标”来看，就业方面，美联储对就业状况的表述暂无变化，认为当前劳动力市场边际放缓 (moderated) 但韧性较强 (remains strong)。总量上，美国新增非农就业人数逐渐企稳，过去三个月，平均每月新增就业岗位 16.5 万个，增速已基本回落至疫情前 (2019 年月均) 16.3 万个的水平，失业率依旧保持在 3.7% 的较低水平。劳动力市场供需失衡的状况有所缓解，但供给缺口仍然较阔，截至 2023 年 12 月底，美国劳动力市场相比疫情前仍存在 24 万人的缺口。

图4: 美国劳动力市场边际放缓



资料来源: Macrobond, 国信证券经济研究所整理

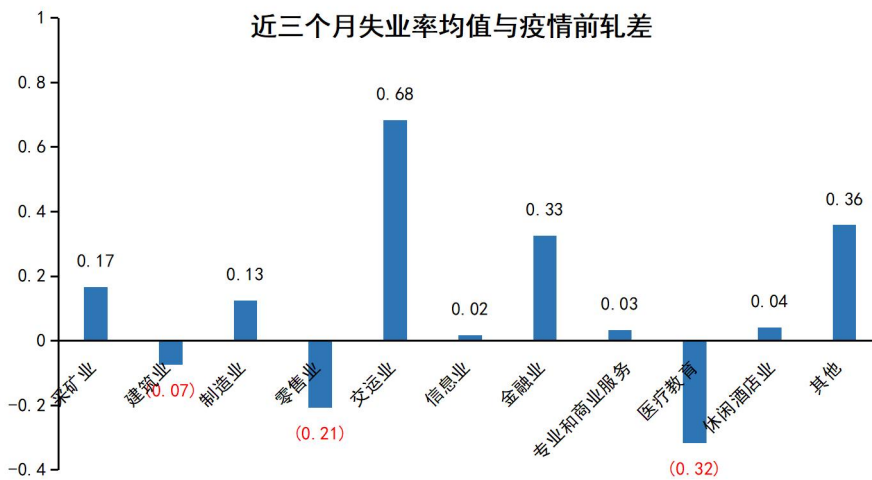
图5: 与疫情前相比, 美国劳动力缺口依旧明显



资料来源: Macrobond, 国信证券经济研究所整理

但结构上就业表现不平衡, 多个行业失业率水平显著高于疫情前, 其中挖掘采矿、制造业、交运公用事业、信息业、休闲酒店业失业率较疫情前有所抬升。

图6: 与疫情前相比, 美国多个行业失业率有所抬升



资料来源: Macrobond, 国信证券经济研究所整理

通胀方面, 美联储声明中指出通胀显著放缓 (eased notably), 但仍高于 2% 的长期目标。尽管 2023 年 PCE 通胀指数整体上涨 2.6%、核心 PCE 指数上涨 2.9%, 较 2022 年已有明显改善, 但鲍威尔依旧表示对通胀降至目标水平缺乏信心 (looking for greater confidence)。我们认为通胀下降的结构性失衡或为美联储缺乏信心的主要原因: 疫情后, 供应链修复对通胀降温的贡献增强, 主要表现为商品通胀快速下降。近六个月 PCE 商品价格下跌 0.5%, 较疫情前 0% 左右的水平明显偏低。而劳动力供给修复对通胀降温的贡献不明显, 主要表现为服务通胀降温缓慢。近六个月 PCE 服务价格上涨 1.8%, 仍远高于疫情前 1% 左右水平。随着供应链修复接近尾声, 商品价格回升将增加通胀反弹的风险。

图7: 美国 PCE 通胀降温出现结构性变化



资料来源: Macrobond, 国信证券经济研究所整理

货币政策：“鹰派”的预期引导

美联储修改“政策前瞻指引”

本次 FOMC 会议声明在政策前瞻指引部分作出调整。1 月会议声明中删除了“美联储将考虑‘货币政策累计紧缩程度’、‘货币政策对经济、通胀和金融市场的滞后影响’来进行政策调整”的措辞，并调整为“在获得对通胀持续接近 2% 的信心之前 (until gain greater confidence)，降低目标区间是不合适的”。鲍威尔在媒体会上对此作出进一步解释：最近 6 个月的通胀数据表现良好，但不足以推断通胀会进一步降至 2% 的目标水平，美联储需要看到更多通胀稳定下降的证据之后，才会决定降息操作。同时鲍威尔表示“不太可能在 3 月会议前达到一定的信心”，这意味着市场“美联储三月降息”的预期太过乐观。

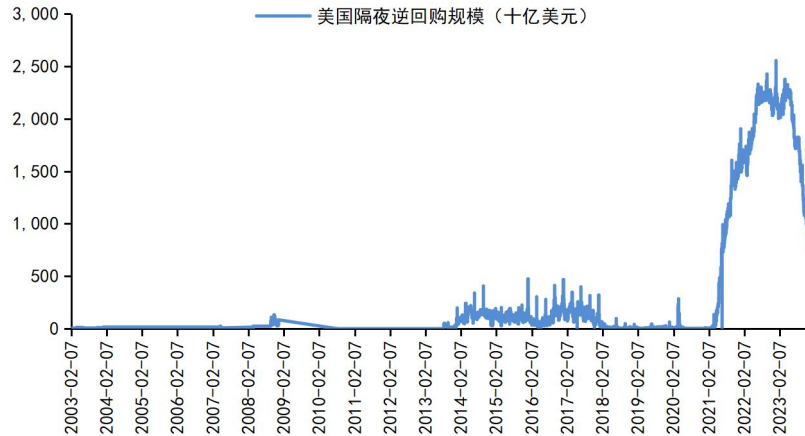
一次降息并不意味着降息周期开始

鲍威尔在媒体发布会上表示“一次降息操作并不意味着降息周期的开始”。他认为，任何货币政策调整均是基于经济数据。这一表述表现出美联储货币政策的不确定性将会增加，市场“美联储今年开启降息周期”的情绪的可能过于乐观。

停止缩表时点大概率滞后于降息

鲍威尔在媒体会上提及缩表，他表示“继续缩表和货币政策正常化并不冲突，美联储或在降息的同时继续进行缩表操作”。我们认为当前美国隔夜逆回购规模 5000 亿左右的水平显著高于疫情前，并且本次美联储声明中删除信贷和金融环境相关的措辞，这意味着当下美国金融环境较“银行业危机时期”相对宽松，相比利率调整，美联储缩表对经济的影响偏弱，停止缩表时点大概率滞后于降息操作。

图8: 美国隔夜逆回购规模仍远高于疫情前



资料来源: Macrobond, 国信证券经济研究所整理

前瞻:

考虑到美联储货币政策进入平衡“紧缩不足”和“紧缩过度”的阶段，政策调整将更为谨慎，美联储会议的态度（鸽/鹰）或都将基于数据发生变化，政策前瞻性偏弱。我们认为不宜过度解读美联储本次释放的“鹰派信号”，接下来经济数据发布对市场的影响或强于美联储表态。

◆ 风险提示

大选年美国政治环境变化超预期；国际地缘政治形势紧张超预期；

相关研究报告:

- 《1月PMI数据解读-企业“节前备货”带动超季节性企稳》——2024-01-31
- 《央行2月降准解读-降准的“预期内”与“预期外”》——2024-01-24
- 《青年失业率统计口径调整快评-如何理解青年失业率统计口径调整?》——2024-01-18
- 《宏观经济数据前瞻-2023年12月宏观经济指标预期一览》——2024-01-02
- 《12月PMI数据解读-建筑带动非制造业景气回升》——2023-12-31

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032