



从“抗通胀”到“双目标”

——美联储 2024 年 1 月议息会议点评

美东时间 1 月 31 日，美联储宣布将利率水平维持在 5.25-5.5% 区间，缩表节奏维持在 \$950 亿/月。

一方面，美联储政策逻辑正式从聚焦“抗通胀”转换至聚焦“双目标”，明确表态年内大概率降息，下一次议息会议可能会降低缩表速度；另一方面，为抑制“再通胀”风险，避免金融条件大起大落，美联储明确打压了市场过激的降息预期。前瞻地看，劳动力市场和住房市场“供不应求”的格局均难以改变，通胀粘性和经济韧性均有支撑，降息幅度仍可能不及市场预期。

一、经济：稳步扩张

美联储认可经济正在稳步扩张，但认为“软着陆”不确定性仍存。美联储将议息会议声明中对经济状况的判断由“见顶回落”恢复为“稳步扩张”，认为经济在 2023 年下半年冲高回落后仍然保持了较强韧性。鲍威尔在新闻发布会上表示，美国经济的韧性表现来自于居民部门的强劲需求和供给侧的持续修复，而私人投资已在高利率影响下显著承压，认为后续随着供给修复影响退潮，高利率的限制性作用会进一步发酵。

美联储肯定了抗通胀的阶段性进展，但仍未宣告最终胜利。美联储在议息会议声明中沿用了“通胀在过去一年间显著回落，但仍处高位”的表述。鲍威尔在新闻发布会上强调，通胀仍有反弹风险，核心 PCE 通胀仍然高达 2.9%，过去六个月环比读数的大幅回落很大程度上来自于商品通缩的暂时性贡献。如若要将通胀水平长期稳定在 2% 附近，服务通胀必须进一步回落。

美联储认为劳动力市场正在强劲表现中走向供求平衡。美联储在议息会议声明中沿用了“有所放缓但仍然强劲”的表述。鲍威尔在新闻发布会上表示，大量新增就业来自于劳动力供给的扩张，过去一年间劳动参与率持续上



行，25-54岁人口劳动参与率已经修复至疫前水平。劳动力市场供需缺口正在持续收窄，但仍然供不应求。

美联储降低了对金融风险问题的关注度。美联储在议息会议声明中删除了与金融条件、信用条件和银行体系相关的表述，鲍威尔亦未在议息会议中继续强调与金融条件相关的问题。但与此同时，受商业地产下行冲击，纽约社区银行业绩不及预期引发股价大幅下跌，并带动美国十年期国债利率大幅走低，或使得美联储再度聚焦金融风险。

二、政策：兼顾“双目标”

美联储宣布维持现行货币政策不变。政策利率维持在5.25-5.5%区间，缩表计划维持\$950亿/月，包括\$600亿中长期美国国债和\$350亿抵押支持证券（MBS）。

从议息会议声明看，美联储开始强调会在充分就业和稳定通胀之间“做好平衡”，并明确表示降息已纳入美联储的政策考量。从新闻发布会看，鲍威尔首次明确“在年内降息是合适的”，但仍需确定通胀能稳定在2%的水平，并表示3月议息会议开启降息为时过早，但可能会放缓缩表节奏。

值得注意的是，鲍威尔在新闻发布会上明确打压了市场过激的降息预期。尽管政策逻辑已经转换，但美联储仍然高度重视预期引导的谨慎性和连续性，以避免通胀预期反弹和金融条件大起大落。

三、市场：银行风险再起波澜

议息会议打压提前降息预期，叠加部分科技公司业绩不及预期，美股三大指数全面收跌。标普500指数收跌1.61%，纳斯达克指数收跌2.23%，道琼斯指数收跌0.82%。纽约社区银行出险，美国国债收益率全面下行。2年期下行13bp至4.21%，5年期下行13bp到3.84%，10年期下行12bp到3.91%，30年期下行8.4bp至4.17%。收益率曲线下移导致美元小幅走弱。美元指数从103.40下行至103.27，美元兑换离岸人民币汇率从7.184微幅上涨至7.185。境外美元流动性相对宽松。根据今日境外银行间美元拆借加权成交利率，隔夜5.32%左右，1w5.40%，1m5.55%，3m5.50%，6m5.45%。



四、影响及前瞻：年中降息

随着美联储政策逻辑的转换，叠加中小银行风险再起波澜，年中开启降息的概率进一步提升。美元隔夜利率曲线（OIS）暗示美联储大概率将于5月议息会议开启首次降息，全年合计降息156bp（超过6次）。

前瞻地看，美联储全年降息幅度可能不及预期。就业市场和住房市场均可能延续“供不应求”的状态，继续支撑服务通胀粘性和经济韧性，核心通胀稳定在2%水平仍有难度。

（评论员：谭卓 王天程 李芸 陈诚）

附录

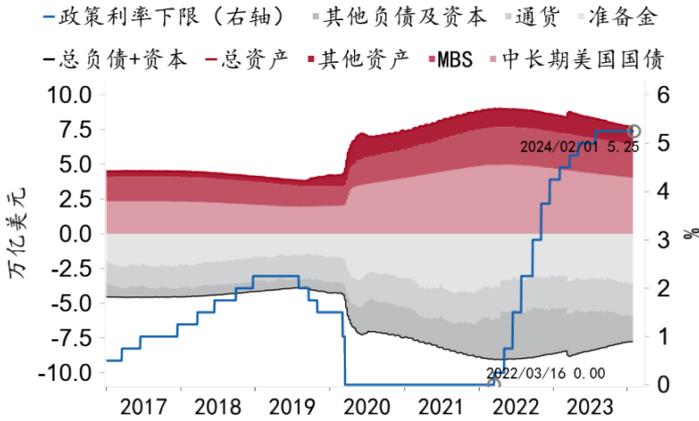
表 1: 美联储议息会议声明文本对比

类型	2024年1月31日	2023年12月13日
经济表现	经济稳步 (solid) 扩张。	经济继三季度强劲增长后见顶回落 (slow)。
	去年初至今就业有所放缓 (moderate), 但仍然保持强劲, 失业率维持低位。 通胀在过去 1 年间显著回落 (ease), 但仍处高位。	近几个月就业有所放缓 (moderate), 但仍然保持强劲, 失业率维持低位。 通胀在过去 1 年间显著回落 (ease), 但仍处高位。
	金融条件、信用条件、银行系统相关表述均已删除。 委员会持续高度关注通胀风险。	金融条件和信用条件收紧可能令经济承压, 幅度尚不确定, 银行系统仍然安全有韧性。 委员会持续高度关注通胀风险。
货币政策	委员会坚定致力于将通胀率恢复到 2% 的目标。 委员会将在就业和通胀目标之间做好平衡。	委员会坚定致力于将通胀率恢复到 2% 的目标。
	委员会决定将联邦基金利率的目标范围维持在 5.25 至 5.5%。	委员会决定将联邦基金利率的目标范围维持在 5.25 至 5.5%。
	为确定对政策利率的任何调整是适当的, 委员会将密切跟踪最新数据、未来展望和各类风险之间的平衡问题。	为确定多大力度的任何“增量巩固性政策”是适当的, 委员会将考虑货币政策的累计紧缩效果、货币政策的滞后性、经济和金融情况的后续发展。
投票情况	全票通过。	全票通过。

资料来源: 美联储、招商银行研究院

图1：美联储保持货币政策不变

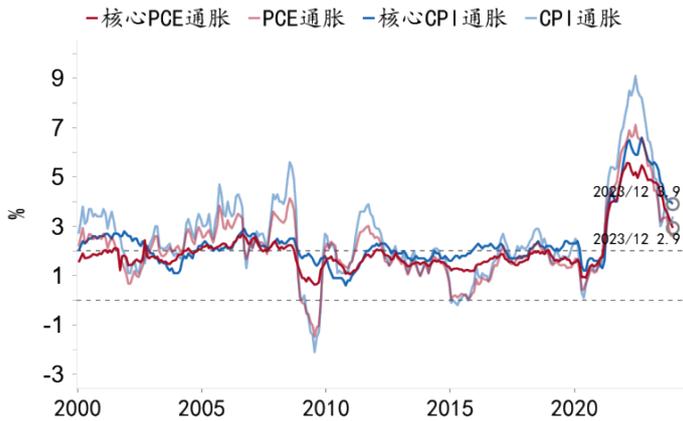
美联储资产负债表及政策利率下限



资料来源：MACROBOND、招商银行研究院

图3：核心通胀仍然显著高于目标水平

美国CPI及PCE通胀走势



资料来源：MACROBOND、招商银行研究院

图5：就业表现持续强劲

美国失业率与劳动参与率



资料来源：MACROBOND、招商银行研究院

图2：美国经济逆势稳步扩张

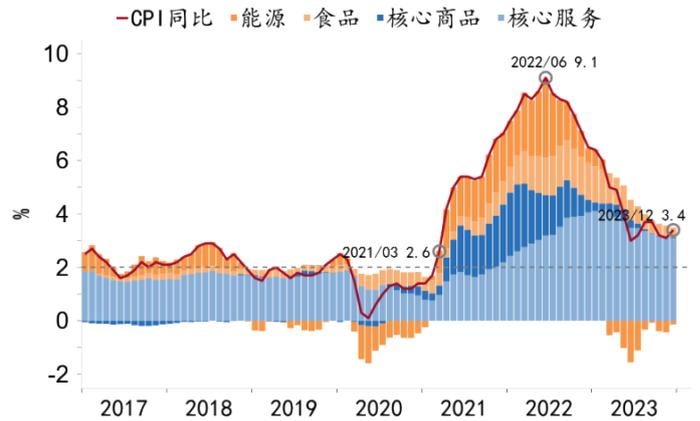
美国经济增长与实际利率



资料来源：MACROBOND、招商银行研究院

图4：服务通胀仍具粘性

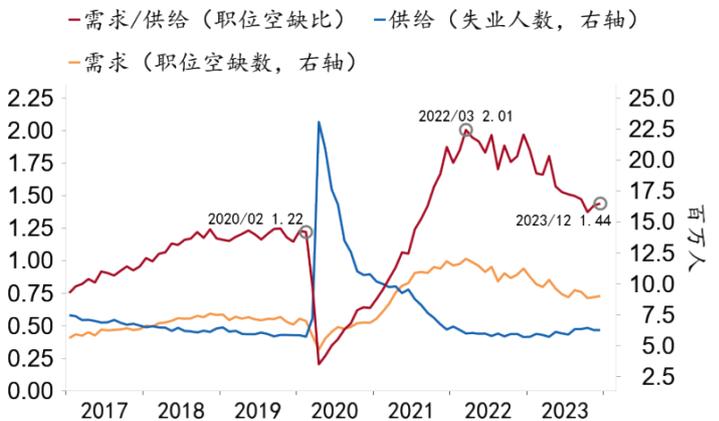
美国CPI同比增速及构成



资料来源：MACROBOND、招商银行研究院

图6：劳动力市场仍然供不应求

美国劳动力市场供求关系



资料来源：MACROBOND、招商银行研究院