

金晓雯, PhD, CFA
首席宏观分析师
xiaowen_jin@spdbi.com
(852) 2808 6437

2024年2月1日

美联储1月会议基本打消3月降息预期，首次降息或在5月

1月美联储会议不出意外地决定继续按兵不动。此前，我们就在[报告](#)中明确表示3月降息为时过早，此次会议基本排除3月降息的做法符合我们的预期但对市场而言偏鹰派，导致美股下跌、美元上涨。由于从之前的主要讨论加息可能转到讨论降息，本次[会议声明](#)改动较大。具体地说：

- 1. 在利率指引上，删除了加息相关措辞，为降息做铺垫，但或不在3月**——声明表示“在考虑对联邦基金利率目标范围的任何调整时，美联储官员会都将仔细评估未来的数据、不断变化的经济前景和风险平衡。在对通胀持续向2%迈进更有信心以前，不适合降低利率目标范围。”鲍威尔在之后的[新闻发布会](#)上也明确表示：“从理论上讲，美国正处于‘熬过新冠疫情经济’的阶段。至少从周三的会议情况看，目前美联储尚未达到3月就启动降息的信心水平”。不过他同时表示“最终是否降息将取决于经济形势的演变”，并未100%排除3月降息可能。然而我们认为只有在经济和通胀急速下滑的情况下，降息才有可能提前到3月。
- 2. 在经济评估上仍较为正面**——形容经济活动“正在以稳健的步伐在扩张”（has been expanding at a solid pace），而12月会议表示为“相比第三季度的强劲步伐已放缓”（has slowed from its strong pace in the third quarter）。
- 3. 在实现就业和通胀目标上，美联储承认两者“正在趋向更好的平衡”，却亦表明“经济前景不明朗”**——此次声明删除了上次所有涉及金融系统的评价（包括“美国银行体系健全且有韧性”以及“对家庭和企业更为收紧的金融和信用环境可能对经济活动、招聘和通胀造成压力”），暗示美联储对金融系统稳定性的担忧有所下降。不过美联储重申“仍将高度关注通胀风险”。
- 4. 在停止缩表问题上稍有眉目**——鲍威尔表示，“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”。按照此前放缓缩表的进程，我们预计美联储或5月公布减半缩表规模，6月开始执行，而后在三季度结束缩表。

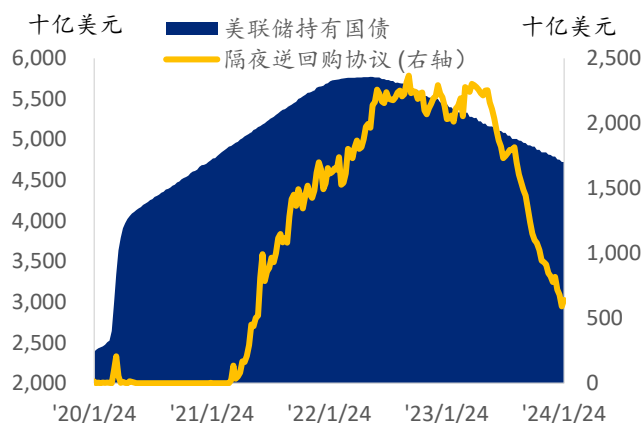


扫码关注浦银国际研究

当前美国经济走到十字路口，我们将预计首次降息的时间提前到5月（此前为7月）。虽然近期核心PCE迅速下滑，缓解了美联储对通胀问题的担忧，但是必须注意到核心CPI环比增速和新增非农就业连续两个月上升，实体经济数据韧性仍强。表面上来看经济似乎无限接近软着陆，然而实际上美国经济正处在一个十字路口——经济过热或过冷均有可能发生。在这样的背景下，美联储的货币政策抉择显得尤为重要。这也是为什么美联储认为经济前景不明朗。尽管美联储基本排除3月降息的做法符合我们“3月降息或为时尚早”的论断，不过基于核心PCE下滑快于预期，本次会议开始为降息做铺垫，我们预测降息的时间点将提前至5月（此前为7月），全年降息幅度或在100-150个基点之间（此前为100个基点）。3月份美联储会议公布的季度经济预测或对全年降息幅度提供更多线索。在降息提前到二季度的情况下，我们认为此轮紧缩周期导致美国经济衰退的可能性也有所下降（目前概率：30%，此前：60%）。

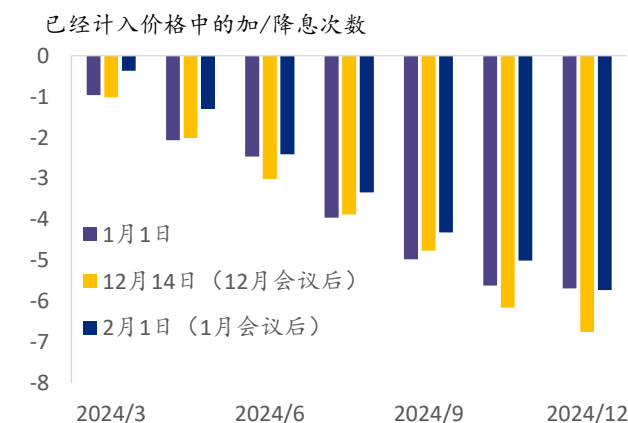
风险提示：美国经济突然恶化、金融条件的放松导致经济过热和再通胀。

图表 1：伴随着每月美联储以 600 亿美元为上限减持国债，隔夜逆回购存量锐减



资料来源：CEIC，浦银国际

图表 2：1月美联储会议后，市场预期3月降息概率大跌



资料来源：CEIC，浦银国际

图表 3：近期相关报告列表

| 日期 | 报告标题和链接 |
|------------------|--|
| 2024 年 1 月 12 日 | 美国 12 月通胀继续走强，拉低 3 月开启降息可能性 |
| 2024 年 1 月 5 日 | 月度宏观洞察：静候佳音 |
| 2023 年 12 月 15 日 | 12 月美联储会议体现鸽派转向，降息要来了吗？ |
| 2023 年 12 月 15 日 | 美国 11 月环比通胀率反弹，论降息或言之尚早 |
| 2023 年 12 月 1 日 | 2024 年宏观经济展望：中美经济周期错位进入下半场 |
| 2023 年 11 月 15 日 | 美国 10 月通胀超预期放缓，加息周期或已结束 |
| 2023 年 11 月 7 日 | 月度宏观洞察：渐入佳境 |
| 2023 年 11 月 2 日 | 美联储 11 月再次暂停加息，加息结束了吗？ |
| 2023 年 10 月 13 日 | 美国 9 月核心通胀环比微升，判断“加息周期已经结束”或为时过早 |
| 2023 年 9 月 26 日 | 月度宏观洞察：中国政策成效初显，美国降息预期大减 |
| 2023 年 9 月 21 日 | 美联储暗示今年还有一次加息，高利率可能会持续更久 |
| 2023 年 9 月 14 日 | 美国 8 月核心通胀环比反弹，四季度或还有一次加息 |
| 2023 年 9 月 1 日 | 月度宏观洞察：中国期待政策继续发力，美国加息周期未完待续 |
| 2023 年 8 月 11 日 | 美国 7 月通胀数据或支持跳过 9 月加息，但并不意味着结束加息 |
| 2023 年 7 月 31 日 | 月度宏观洞察：政治局会议后看下半年经济形势，美国向软着陆继续迈进 |
| 2023 年 7 月 27 日 | 美联储 7 月如期加息，加息周期未必已结束 |
| 2023 年 7 月 13 日 | 美国核心通胀下跌或不会动摇 7 月加息决议 |
| 2023 年 7 月 6 日 | 美联储 6 月会议纪要点评——至少还有两次加息 |
| 2023 年 6 月 28 日 | 月度宏观洞察：中国静待政策支持，美国警惕信贷紧缩 |
| 2023 年 6 月 5 日 | 2023 年中期宏观经济展望：美国渐入衰退，中国复苏再起 |

资料来源：浦银国际

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),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,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。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/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。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦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。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和人士不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和人士不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

周文硕

tallan_zhou@spdbi.com

852-2808 6476

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com

852-2808 6468

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

