

美联储 1 月会议纪要后的三个问题

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 2 月 21 日，美联储公布 1 月议息会议纪要。市场降息预期继续降温，10 年美债收益率上升 5BP 至 4.32%，刷新年内新高；美股纳斯达克指数小幅收跌；美元指数震荡下跌，收于 104 下方。

平安观点：

- 会议纪要基本维持 2 月以来的政策基调，谨慎对待降息，仍较关注通胀风险。具体来看：1) 利率方面，参会者判断政策利率可能已经达峰；参会者强调限制性货币政策利率需要维持多久具有不确定性；在对通胀持续回落到 2% 更有信心之前，不合适降息。2) 经济方面，参会者认为实现充分就业和降低通胀两大目标的风险趋于平衡，但仍高度关注通胀风险；参会者指出，价格稳定的进展可能会停滞，过快放松政策立场有风险；也有几名参会者指出，长期维持限制性立场或带来经济下行风险。3) 缩表方面，参会者指出，缩表是美联储实现目标的重要组成，适合在下次会议上深入讨论相关问题；放慢缩表可能有助于平稳过渡到充裕的准备金水平，或者可以将缩表持续得更久；即使开始降息后，缩表也可能持续一段时间。4) 其他风险方面，参会者提到金融环境限制性不足可能导致通胀进展停滞、资产估值相比基本面偏高、地缘政治等经济金融风险。

■ 一问：没有太多增量的纪要，为何打击降息预期？

2 月 21 日会议纪要公布后，市场降息预期仍受打击，CME 数据显示，3 月降息概率仍然维持在 6.5%，而 5 月和 6 月降息预期分别下降 7.5 和 8.2 个百分点，全年降息超过 3 次的概率由 60.1% 下降至 50.1%。当日，2 年和 10 年美债收益率均上升 5BP，分别至 4.64% 和 4.32%，均持平或刷新年内新高。回顾三周前（1 月 31 日）美联储会议声明公布后，市场的“鹰派”感受并不强烈，当日，CME 显示的全年降息预期甚至小幅升温，10 年美债收益率日内大跌 12BP 至 3.92%。

在降息方面，鲍威尔此前在记者会中已经明确表示 3 月降息非基准情形；其在 2 月 4 日的采访中进一步表示，通胀未必像前六个月那般快速回落，过早降息的风险在于通胀难以回归 2%。我们认为，在传递谨慎降息的信号上，美联储之前已经做得比较充分了，本次会议纪要并没有明显的增量信息。那么，为何市场降息预期仍在降温？我们理解，在最新通胀数据超预期后，当前市场维持“紧缩交易”惯性，投资者容易放大鹰派信号。

图表1 会议纪要后，市场降息预期降温

CME FedWatch	2024.2.21 (会议纪要公布前)	2024.2.22 (会议纪要公布后)
3月降息概率	6.5%	6.5%
5月降息概率	37.2%	29.7%
6月降息概率	78.0%	69.8%
全年降息超过3次的概率	60.1%	50.1%

资料来源: CME, 平安证券研究所

图表2 美债利率持平或刷新年内新高



资料来源: Wind, 平安证券研究所

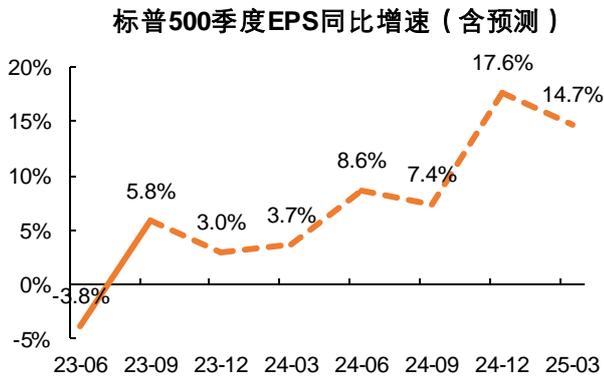
■ 二问：降息预期还会调整多久？

目前，CME 利率期货市场的主流预期是全年降息 3-4 次，已经基本接近我们的基准预期。不过，市场对利率走向的分歧也在加大。譬如，美国前财长萨默斯以及部分华尔街机构，开始评估美联储年内不降息、甚至再加息的风险。我们认为这一风险无需过忧。我们在报告《“类紧缩交易”何时休？》中指出，目前市场担忧的需求过热风险和供应链扰动，可能都不足以令通胀明显反弹，而且稳定的通胀预期也有利于通胀切实回归 2%。我们观察到，近期市场主要博弈的是年中乃至全年的降息决策，但仅仅根据个别单次通胀数据以及议息会议，很难保证“远眺”的准确率。往近看一些，美联 3 月会议前后是比较关键的观察窗口，如果新一期的就业和通胀数据有所降温，加上美联储最新经济预测将进一步明确降息路径，市场风格有可能再度回到“宽松交易”。

■ 三问：除降息预期波动，近期还有哪些因素或影响资产价格？

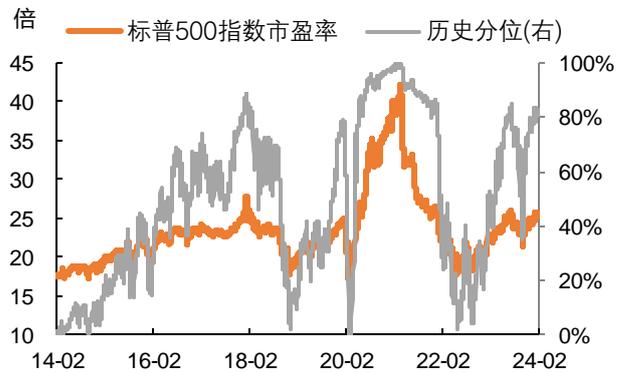
美股方面，标普 500 指数年内（截至 2 月 21 日）已累涨 4.4%，但 2 月中旬开始涨势减弱、波动加大。由于美国经济增长势头更足，但降息预期也在修正，投资者更需在乐观的盈利前景与上升的估值压力中寻求平衡。盈利方面，据 FactSet 数据，截至 2 月 16 日，市场预计 2024 年标普 500 公司盈利增长 11%，且盈利增速呈现逐季上升。估值方面，截至 2 月 21 日，标普 500 指数市盈率为 25.5 倍，历史分位水平处于近十年的 82%、1928 年以来的 93%。此外，随着视频生成模型 Sora 问世，英伟达业绩“不负众望”地大超预期等，目前“人工智能”主题投资热情仍高，这也意味着投资者在判断相关股票的“合理估值”时很可能陷入主观。然而，美股集中度过高引发市场波动的风险，在未来一段时间值得警惕。我们认为，在估值压力与“科技泡沫”风险下，美股短期或出现波动调整；待美联储确认开启降息后，或具备更好的上涨环境。

图表3 2024年美股盈利预期逐季加快增长



资料来源: FactSet(2024.2.16) 平安证券研究所

图表4 标普500估值水平处于近十年80%分位以上

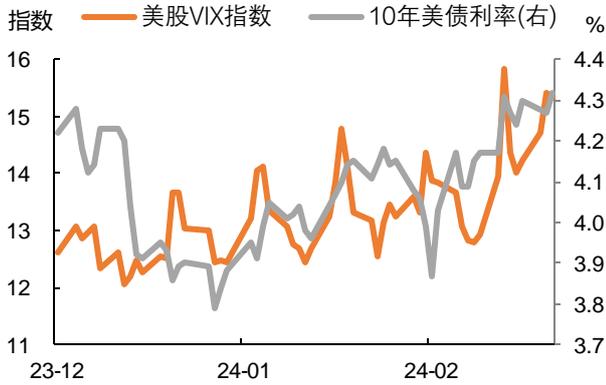


资料来源: Wind, 平安证券研究所

美债方面，近期美债利率较快反弹，2月以来（截至21日），10年美债利率已累涨33BP，其中实际利率贡献25BP，隐含通胀预期贡献8BP。除了降息预期的修正外，**美债供需前景**，以及**“股债跷跷板”**效应，可能也在推升美债利率。美债供需方面，1月31日公布的财政部再融资方案提高了季度长债发行规模，可能持续引发美债供给过剩担忧。2月21日，美国财政部进行的20年期美债拍卖结果“惨淡”，得标利率为4.595%，大幅高于预发行利率3.3个基点，创2020年以来最大尾部利差。此外，近期市场也在展望特朗普当选新总统的可能，这或意味着2017年减税法案延期，但或也意味着美国财政继续走在不可持续的道路。股债影响方面，近期美股波动加大，VIX指数（七日均值）已经处于年内最高水平，股市避险情绪的波动或引发“股债跷跷板”效应。譬如，2月20日美股在英伟达业绩公布前下跌，VIX指数走高至15.42，美债利率出现回落；一日后，积极的业绩表现令股市风险偏好上升，美债利率也随之走高。但无论如何，我们认为政策利率走向仍是今年美债的核心定价因素，美债利率有望在降息预期稳定后逐步回落。

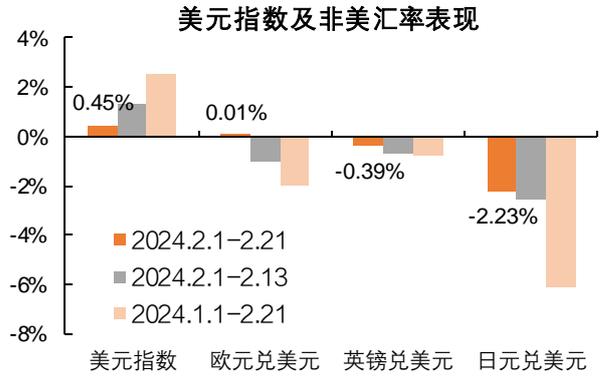
美元方面，2月以来（截至21日），美元指数上升0.45%，但非美货币表现分化，欧元兑美元几乎不变，英镑兑美元跌0.39%，而日元兑美元大跌2.23%，美元兑日元重回150大关。**欧洲方面**，欧元区经济疲弱似乎已在市场预期内，而英国GDP和通胀数据均弱于预期，引发英镑走贬。**日本方面**，日本2023年四季度GDP意外萎缩、陷入技术性衰退，令市场开始重新评估日银转向的节奏。此前，市场预期日银可能在4月就尝试退出负利率，但目前这一预期可能正在推迟。目前，日元汇率又处于150的阻力位，或意味着市场对未来一段时间日银的“鹰派”信号可能更加敏感。同时我们也提示，当前美联储降息路径模糊，可能也是日银不愿“轻举妄动”的考量，但在美联储开启降息后，日银转向与日元升值风险或加大。

图表5 近期美股波动率与美债利率多呈负相关性



资料来源: FactSet(2024.2.16) 平安证券研究所

图表6 2月以来美元指数上升, 日元贬值幅度较大



资料来源: Wind, 平安证券研究所

风险提示: 美国经济和通胀超预期, 美联储紧缩推迟, 国际金融风险上升, 地缘政治局势不确定等。

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：100071