

1月FOMC纪要与“更慢更久”的缩表

核心要点:

美联储2月21日公布了1月FOMC会议纪要，3个核心内容与早先发布会上传达的信息较为一致。(1) 达成就业和通胀目标的风险正在更好的平衡，尽管经济前景面临不确定性且通胀风险不容忽视，这意味着在不显著冲击就业下的“软着陆”概率正在上行；(2) 鲍威尔曾1月FOMC新闻发布会上明确表示3月进行首次降息的概率很低，并非基准情形，而本次纪要中大多(most)的与会者也提示了过快放松货币政策的风险。(3) 缩表方面，许多(many)与会者认为应在3月会议进行深度讨论以指导最终缩表的节奏，即下次会议可能对“更慢更久”的缩表进行更明确的指引；其次，一些(some)与会者认为在估计充足准备金水平面临的不确定性下，放缓缩表规模可以缓和达到充足准备金水平的过程，也可以让缩表持续更久；最后，个别(a few)与会者表示缩表可以在降息开始后继续进行一段时间。

美联储对经济前景评估相对乐观，倾向于控制通胀不必然导致失业人数显著上行和经济下滑。工作人员展望一方面判断货币政策的滞后效应下2024年的产出增速可能高于潜在水平，另一方面认为名义和核心PCE通胀将继续下降，并最终在2026年接近2%，此外工作人员也对通胀上行和经济下行两种风险更加警惕。对整体情况的乐观评估表明美联储有充足的空间实现“数据依赖”式的调整，市场纠正此前过于激进的6次或以上降息预期是合适的，但通胀的降低也意味着保持当前“限制性”的实际利率也需要降息，重新开启加息的概率极低，无需过度担忧。

3月降息概率很低的核心因素依然是美联储需要更长时间观察通胀数据以确保“二次通胀”的趋势难以形成，但降息也不会延后太久，二季度末概率不低。名义通胀回落之下，维持5.25%-5.5%的联邦基金利率不变意味着实际利率上行，对经济和流动性的压制进一步加大，这并不是美联储希望看到的。我们的通胀预测和多种泰勒规则测算均显示75BP-100BP的降息幅度是较为合适的，将利于实际利率保持相对稳定而非继续提高。只要通胀和其他经济数据在一季度不持续超过预期，美联储仍可以在二季度未开启降息，且可以灵活的控制降息节奏和数量型工具。

缩表的路径是货币政策的另一重点，本次FOMC纪要暗示认为有必要缩减QT规模的官员不在少数，并显示个别官员支持缩表和降息的同时进行。从充足准备金角度测算，假设其在RRP于4月恢复正常水平后，按2022年3月至2023年硅谷银行事件前的水平降低，则准备金占银行总资产的比例将在2024年三季度末达到13%左右，届时可以考虑显著缩减QT的月度规模；而如果进一步考虑BTFP的逐步到期，则美联储在5月或6月的FOMC会议上宣布放缓QT规模(QT taper)，达成“更慢更久”(slower for longer)，而且缩表可能贯穿2024全年。

市场方面，美联储纪要表露出3月难以降息或缩减QT的态度并不意外，冲击相对有限。10年期美国国债上行3.9BP至4.319%，美元指数震荡下行至103.986，标普和道指小幅上涨，纳指略跌。CME数据显示联邦基金利率期货交易者维持6月首次降息、全年降息4次的预期。1月末的财政部发行计划(QRA)显示债务发行总量虽然降低，但长端债务净发行并未显著减少，这意味着即使未来数月劳动数据和通胀环比回归正常区间，长端美债的收益率在QT和通胀忧虑的压力下也不易显著回落。虽然如此，我们倾向于降息在二季度末开启、经济增长边际降速后，10年期美债阶段性下探3.8%或更低水平，但考虑到偏强的财政力度和美国经济动能，美债2024年的中枢可能维持在4%以上。

分析师

章俊

☎: 010-8092 8096

✉: zhangjun_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130523070003

研究助理: 于金潼

市场的降息预期进入合理范围

CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES										
MEETING DATE	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	
2024/3/20				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	6.5%	93.5%	
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.6%	27.5%	71.0%	
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	17.1%	53.5%	28.5%	
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	11.3%	40.4%	37.5%	10.2%	
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	8.6%	33.1%	38.2%	17.1%	2.6%	
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.3%	5.0%	22.4%	36.0%	26.3%	8.9%	1.1%	
2024/12/18	0.0%	0.2%	3.4%	16.5%	31.4%	29.6%	14.8%	3.8%	0.4%	
2025/1/29	0.1%	2.1%	11.1%	25.2%	30.3%	20.9%	8.3%	1.8%	0.2%	
2025/3/12	0.8%	5.3%	16.1%	27.0%	27.0%	16.4%	6.0%	1.2%	0.1%	

资料来源: CME, 中国银河证券研究院整理

风险提示:

1. 美国经济韧性超预期的风险
2. 美国通胀反弹的风险
3. 美国出现突发流动性危机的风险

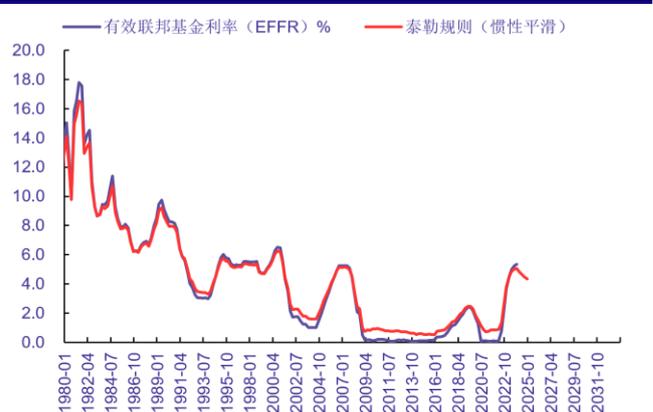
美联储2月21日公布了1月FOMC会议纪要，核心内容与早先发布会上传达的信息较为一致：（1）达成就业和通胀目标的风险正在更好的平衡，尽管经济前景面临不确定性且通胀风险不容忽视，这意味着在不显著冲击就业下的“软着陆”概率正在上行；（2）鲍威尔曾1月FOMC新闻发布会上明确表示3月进行首次降息的概率很低，并非基准情形，而本次纪要中大多（most）的与会者也提示了过快放松货币政策的风险，因此美联储在经济稳定的情况下有更长时间观察通胀的进程和其他数据的变化以预防“二次通胀”。

（3）缩表方面，鲍威尔曾在发布会中表示对于量化紧缩（QT）的调整会在3月会议上进行，而纪要提供了一定增量信息：首先，许多（many）与会者认为应在3月会议进行深度讨论以指导最终缩表的节奏，即下次会议可能对“更慢更久”的缩表进行更明确的指引；其次，一些（some）与会者认为在估计充足准备金水平面临的不确定性下，放缓缩表规模可以缓和达到充足准备金水平的过程，也可以让缩表持续更久；最后，个别（a few）与会者表示缩表可以在降息开始后继续进行一段时间。

总体上，美联储在较高的“软着陆”预期下有着充足的政策空间，因此并不急于在3月份过早开启货币政策转向。在劳动数据和CPI高于预期后，市场已经降首次降息时点推迟至6月份，全年频率降低为4次，处于相对合理的范畴。我们从实际利率的角度出发仍认为首次降息时点在5、6月份的概率最高，而缩表也可能在同期宣布缩减规模，在下半年进入“更慢更久”的状态并贯穿全年。而上述预测需要警惕的风险包括未来的价格数据由于需求偏强而持续超预期、中小银行流动性出现明显问题，前者将导致降息时点推后和降息幅度收窄，后者则可能导致QT的提前停止。下面将对纪要的三个核心内容做进一步分析。

图 1: 传统泰勒规则显示 2024 年至少有 100BP 的降息空间 (%)

图 2: 惯性泰勒规则显示 2024 年底的合适利率水平在 4.3%左右

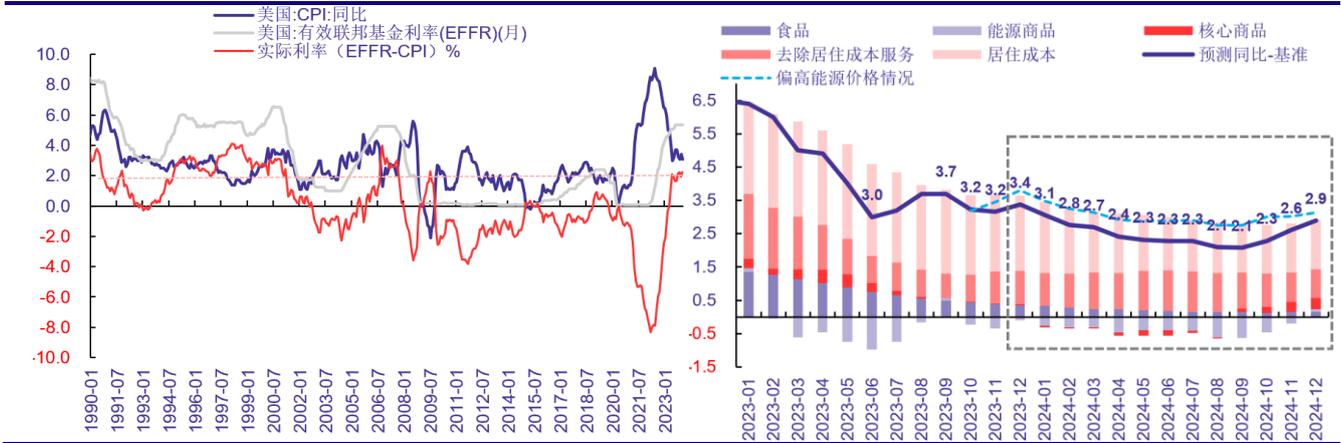


资料来源: Wind、FRB、中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind、FRB、中国银河证券研究院整理

（1）美联储对经济前景评估相对乐观，倾向于控制通胀不必然导致失业人数显著上行和经济下滑。工作人员展望基本支持这一结论，其一方面判断货币政策的滞后效应仍可能导致2024年的产出增速高于潜在水平（好于上一次的预测），另一方面认为名义和核心PCE通胀都将继续下降，并最终在2026年接近2%，此外工作人员也对通胀上行和经济下行两种风险更加警惕。对整体情况的乐观评估表明美联储有充足的空间实现“数据依赖”式的调整，市场纠正此前过于激进的6次或以上降息预期是合适的，但通胀的降低也意味着保持当前“限制性”的实际利率也需要降息，重新开启加息的概率极低，无需过度担忧。

图 3: 实际利率水平处于历史较高位置, 不降息未来会进一步压制增长 图 4: 通胀在前第三季度的下行趋势较为确定



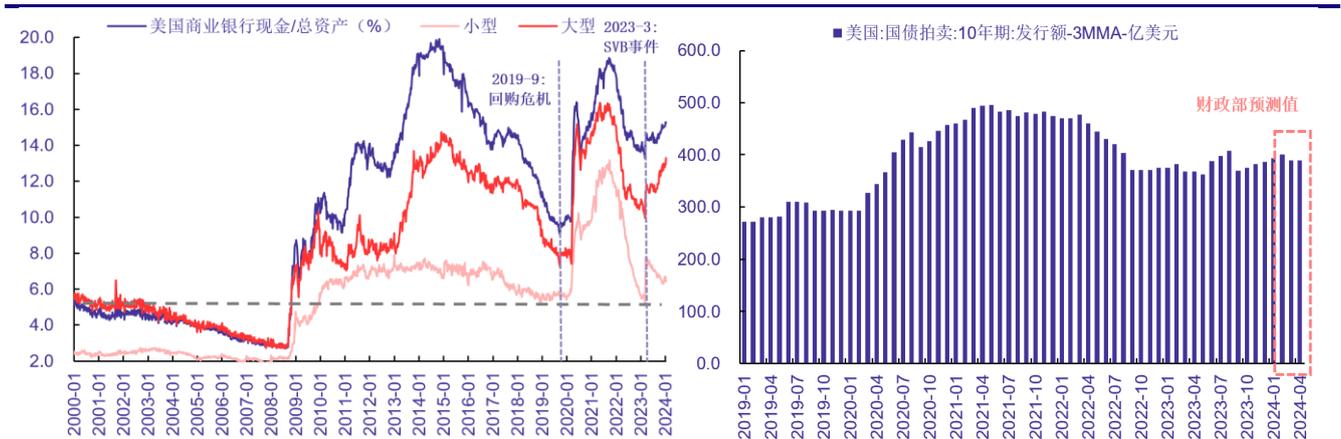
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

(2) 3 月降息概率很低的核心因素依然是美联储需要更长时间观察通胀数据以确保“二次通胀”的趋势难以形成, 但降息也不会延后太久, 二季度末概率不低。虽然纪要显示大多 (most) 的与会者提示了过快放松货币政策的风险, 但也有少数 (a couple) 与会者指出维持紧缩姿态过久可能导致的经济下行风险。在通胀下行的趋势在前三季度有较高概率保持的情况下, 偏重关注经济风险的美联储官员降增加。名义通胀回落之下, 维持 5.25%-5.5% 的联邦基金利率不变意味着实际利率上行, 对经济和流动性的压制将进一步加大, 这并不是美联储希望看到的。我们的通胀预测和多种泰勒规则测算均显示 75BP-100BP 的降息幅度是较为合适的, 且利于实际利率保持相对稳定而非继续提高。尽管 1 月的 CPI 由于居住成本和其他核心服务项的意外反弹而明显高于预期, 我们倾向于这种趋势不可持续, 商品的弱势、劳动市场缓慢缓和的大方向和劳动生产率的提升目前均显示通胀不具备大幅反弹的基础; 只要通胀和其他经济数据在一季度不持续超过预期, 美联储仍可以在二季度末开启降息, 且可以灵活的控制降息节奏和数量型工具。

图 5: 美国银行准备金水平在 RRP 耗尽后将直接承压

图 6: 长端发行量仍在高位, 可能对收益率形成支撑



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

(3) 缩表的路径和其对银行流动性的消耗是货币政策的另一重点, 本次 FOMC 纪要暗示认为有必要缩减 QT 规模的官员不在少数, 并显示个别官员支持缩表和降息的同时进行。我们在前期报告《“更慢更久”的缩表? 来自流动性和财政的制约》中的测算显示,

美联储可能在 5、6 月宣布缩减 QT 的规模。按当前的消耗速度，RRP 将在 2024 年 4 月中至 5 月初回到 2000 亿美元左右的历史正常水平，而银行准备金也将受到更直接的消耗。从充足准备金角度测算，假设其在 RRP 于 4 月恢复正常水平后，按 2022 年 3 月至 2023 年硅谷银行事件前的水平降低，则准备金占银行总资产的比例将在 2024 年三季度末达到 13% 左右，届时可以考虑显著缩减 QT 的月度规模；而如果进一步考虑 BTFP 的逐步到期，则美联储在 5 月或 6 月的 FOMC 会议上宣布放缓 QT 规模（QT taper），达成“更慢更久”（slower for longer），而缩表可能贯穿 2024 全年。

市场方面，美联储纪要表露出 3 月难以降息或缩减 QT 的态度并不意外，增量信息也不算多，冲击相对有限。10 年期美国国债上行 3.9BP 至 4.319%，美元指数震荡下行至 103.986，标普和道指小幅上涨，纳指略跌。CME 数据显示联邦基金利率期货交易者维持 6 月首次降息、全年降息 4 次的预期，我们认为这一预测较为合理。1 月末的财政部发行计划（QRA）显示债务发行总量虽然降低，但长端债务净发行并未显著减少，这意味着即使未来数月劳动数据和通胀环比回归正常区间，长端美债的收益率在 QT 和通胀忧虑的压力下也不易显著回落。虽然如此，我们仍倾向于降息在二季度末开启、经济增长边际降速后，10 年期美债阶段性下探 3.8% 或更低水平，但考虑到偏强的财政力度和美国经济动能，美债 2024 年的中枢可能维持在 4% 上方。

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

章俊 中国银河证券首席经济学家。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上
公司评级		推荐：相对基准指数涨幅 20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
	回避：相对基准指数跌幅 5%以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn