

美联储会议纪要简评：描述重于分析

2024/2/23

肇越

zhaoyue@chiefgroup.com.hkzhaoyue.cic@hotmail.com

昨晚美联储公布了1月议息会议的纪要。根据会议纪要披露的一些细节内容，可以对于美联储未来货币政策走向做出一些预判。

一、美联储会议对于美国经济形势的观点

美联储认为，目前美国经济形势好于去年12月会议做出的预测。第四季度美国经济在净出口和库存投资的推动下，环比年化增速超过市场预期，就业市场也相对稳定，通货膨胀虽然有所缓解，但是依旧处于相对高位。

首先，整体经济增速有所下降，但是依旧高于潜在经济增长。去年实施的紧缩货币政策，由于存在时间滞后效应，目前阶段主要体现在对于金融市场和信贷市场的影响上，对于实体经济的抑制作用还没有充分体现，因此判断2024年美国的经济仍然会高于经济的潜在增长；2025年受到紧缩政策的遏制，实际经济增长率会出现超调低于潜在增长，2026年经济增速将恢复到潜在增长附近。当前的紧缩性货币政策，一方面将导致金融条件收紧，继续对经济活动和通货膨胀施加下行压力；另一方面，家庭资产负债表的恶化可能导致消费减速超过预期。

其次，通货膨胀继续放慢。无论是PCE，还是核心PCE都低于一年前水平，尤其是去年下半年通货膨胀明显下降。一方面由于新签租约的租金下降，住房服务价格将进一步下降（详细内容，请见2024年2月21日报告《对于美国1月份CPI数据的结构解读》）；另一方面由于消费市场逐渐降温，企业很难将价格上涨的压力转嫁给消费者。据此判断2024年PCE和核心PCE还将逐渐下降。

二、美联储会议对于美国金融形势的观点

受国债收益率下降的驱动，各种固收产品的收益率出现普遍下降。股票市场



在大市值科技公司强劲上涨的带动下创出新高；信贷市场由于借贷成本的大幅上升，逐渐出现降温。由于商业地产、信用卡透支、购车贷款的违约率有所上升，所以这些贷款的规模出现紧缩；对于高信用评分的借款人，住房抵押贷款、消费贷款市场还是相对宽松。

由于资产价格明显高于其基本面因素，因此金融系统稳定性值得关注。相对于租金和国债收益率而言，目前房屋价格处于历史波动区间的上沿。同时，商业不动产（尤其是公寓和写字楼）的价格正在持续下降，从交易量萎缩的情况看目前的市场价格还没有充分反映这个行业基本面的疲弱。

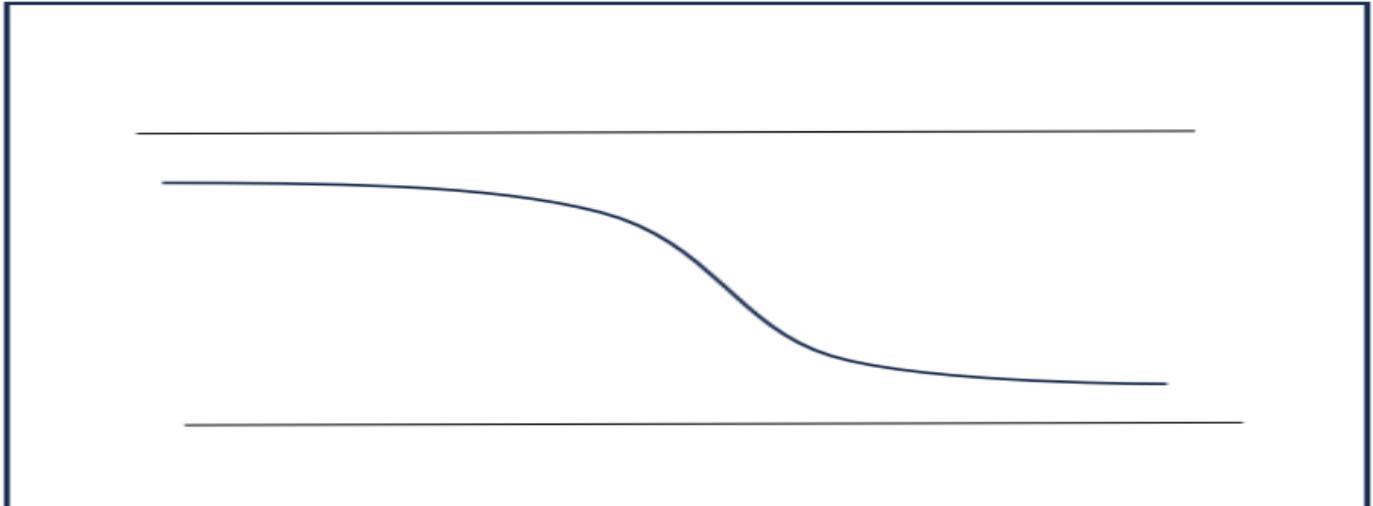
三、对于此次美联储议息会议纪要的分析

1、把握美国货币政策时间滞后进程是判断今年美国经济形势和货币政策调整的关键。

在今年年初的报告中，我们就提出今年分析美国经济和判断货币政策的关键是对于货币政策时间滞后进程的判断。目前阶段美国经济数据的表象上的混乱正是货币政策时间滞后的表现。时间滞后期相对较短的信贷市场、私人投资和房地产市场最先显露迹象，明显出现降温；时间滞后期相对较长的消费数据、就业数据和通货膨胀数据表现相对较慢，依旧处于强势区间。因此，这种看似昏乱、矛盾的经济数据，不仅底层逻辑是非常清晰的，而且恰恰反映出货币政策滞后性的规律。值得深入研究。

2、由于货币政策时间滞后性的影响，今年美国宏观经济将出现类似逻辑 S 曲线形状的走势。第一季度货币政策时间滞后效应较弱，信贷紧缩和借款成本上升迫使私人投资出现下降，居民消费相对稳定，因此经济下行速度较慢，就业市场稳定，通货膨胀率保持在相对较高的位置。

图表 1：2024 年美国经济增长示意图



资料来源：致富研究院自行绘制

在第二、三季度货币政策时间滞后效应将传导到消费市场和房地产市场，进而冲击宏观经济增速下降，就业市场出现降温，通货膨胀加速下行。为了稳定经济增速和就业市场，这个阶段美联储将会开始采取降息的宽松货币政策手段。

研究员声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析员在此声明：(1) 该研究员以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映了该研究员的研究观点；(2) 该研究员所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在还是将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

一般声明

本报告由香港致富证券有限公司（以下简称“致富证券”）制作，报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本报告版权归致富证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

本报告内的所有意见均可在不作另行通知之下作出更改。本报告的作用纯粹为提供信息，并不应视为对本报告内提及的任何产品买卖或交易的专业推介、建议、邀请或要约。

香港	北京	上海	深圳
香港致富证券有限公司	香港致富证券有限公司北京代表处	香港致富证券有限公司上海代表处	香港致富证券有限公司深圳代表处
香港德辅道中 308 号 富衛金融中心 11 樓	北京市朝阳区建国门外大街 1 号 国贸大厦 1 期 608 室	上海市陆家嘴东路 161 号 招商局大厦 1309 室	深圳福田区福华路 399 号 中海大厦 6 樓
电话：(852) 25009228 传真：(852) 25216893	电话：(8610) 66555862 传真：(8610) 66555102	电话：(8621) 38870772 传真：(8621) 58799185	电话：(86755) 33339666 传真：(86755) 33339665

