

2024年2月22日

## 全球宏观

### 降息偏鹰，缩表偏鸽—美联储1月会议纪要点评

美联储1月会议纪要再次强调了其审慎立场，即降息需审慎，不宜过早。美联储在本次会议纪要中也再次强调了通胀上行的风险，包括总需求强劲、核心商品价格反弹、地缘政治因素对供应链造成的压力，以及工资增速强劲等因素。我们在市场降息最乐观之时，对美国、经济、就业以及通胀判断上均予以详尽分析和风险提示，强调我们降息审慎的立场，而今美联储降息立场、美国通胀走势均符合我们此前的判断（如：《降息判断仍需审慎—美联储12月会议纪要点评》）。同时，美联储也强调了当前金融系统流动性较为充足，银行业风险已基本消除，因而停止缩表的迫切性不足。但美联储仍计划于3月会议讨论缩表节奏，或给出放缓缩表的信号，以避免剩余流动性耗尽。与此同时，此前乐观的降息预期已大幅修正，当前市场预期降息的时点已由此前的3月后移至6月，全年降息的次数也由5-6次降至3-4次。

蔡瑞, CFA

Carl.Cai@bocomgroup.com  
(852) 3766 1808

李少金

Evan.Li@bocomgroup.com  
(852) 3766 1849

#### 降息偏“鹰”：不宜过早，通胀上行风险不容忽视

- ⊕ **美联储对于降息仍较为审慎，总体认为降息不宜过早。**1月会议纪要指出多数（“most”）官员强调了过早降息的风险，而仅有一些（“a couple of”）官员提示持续维持高利率的风险，反映了美联储当前整体基调仍是继续观察数据，不宜过早降息，亦符合我们一直以来对降息审慎的判断。（... Most participants noted the risks of moving too quickly to ease the stance of policy ... A couple of participants, however, pointed to downside risks to the economy associated with maintaining an overly restrictive stance for too long...）。
- ⊕ **通胀仍有反复，上行风险不容忽视。**美联储在会议纪要中指出当前强劲的需求是通胀上行的一个重要的风险源，此外，近期金融条件的放缓可能加剧通胀上行的风险，其他因素如地缘政治对供应链造成的扰动、核心商品价格反弹以及工资增长强劲均给通胀造成了上行风险，因而仍需要维持高利率，不宜过早降息。（...participants noted that momentum in aggregate demand may be stronger than currently assessed...the risk that financial conditions were or could become less restrictive than appropriate... some other sources of upside risks to inflation, including possible disruptions to supply chains from geopolitical developments, a potential rebound in core goods prices as the effects of supply-side improvements dissipate, or the possibility that wage growth remains elevated...）

#### 缩表偏“鸽”：仍有缓冲，但可能即将释放转向信号

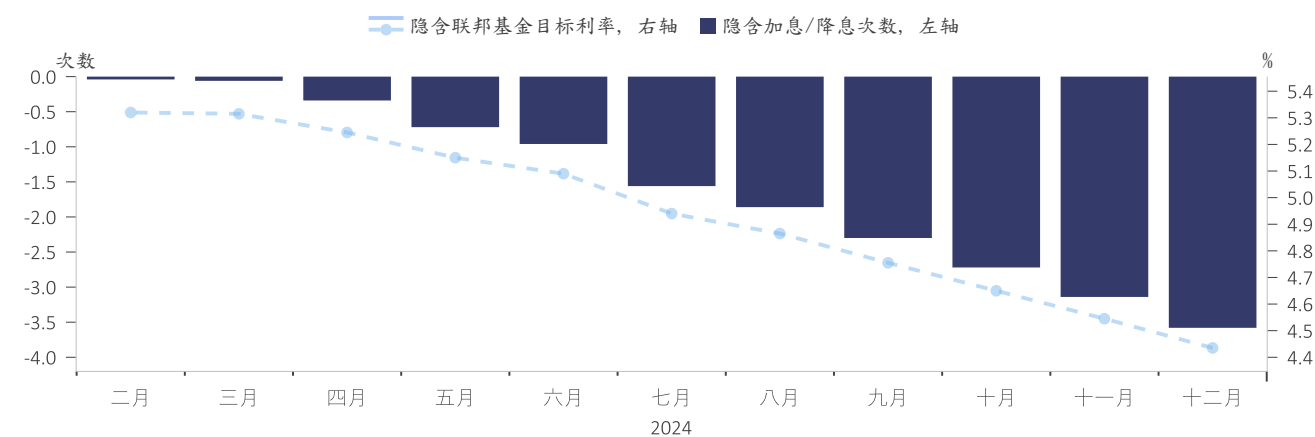
- ⊕ **金融系统稳健，且流动性仍较为充足。**美联储在会议纪要补充到1月FOMC声明中删去了美国银行体系韧性的措辞，因其判断银行业的压力已然消退，同时金融系统流动性仍相对充足。因此，即使在隔夜逆回购规模快速下降的情况下，美联储仍可不至于停止缩表。（... the stresses that emerged at some banks early last year have subsided...Participants judged that liquidity in the financial system remained more than ample and discussed the importance of considering liquidity conditions as the Federal Reserve's balance sheet continues to normalize...）。

④ **3 月会议讨论缩表节奏，美联储或释放放缓缩表的信号。**尽管当前美国金融系统剩余流动性（隔夜逆回购仍有 6000 亿美金，以及超过疫情前水平的银行准备金规模）仍可对缩表进行缓冲，但美联储已准备在 3 月会议上讨论缩表节奏，或有望给出逐步放缓缩表的信号，避免金融系统剩余流动性耗尽。（... In light of ongoing reductions in usage of the ONRRP facility, many participants suggested that it would be appropriate to begin in-depth discussions of balance sheet issues at the Committee’s next meeting to guide an eventual decision to slow the pace of runoff. ...）。

**市场降息预期已大幅修正。**1 月会议纪要总体再次强调了美联储对降息审慎的态度。利率市场隐含的加息概率显示，2024 年 3 月、5 月维持利率不变的概率分别为 94% 和 71.4%，与会议纪要公布前相差不大，市场在强于预期的 1 月通胀数据公布后已逐渐修正了降息预期。对 2024 年全年降息的幅度也已修正至 3-4 次，逐渐与美联储 12 月会议 SEP 中的预测利率路径收敛。

**通胀风险仍偏上行，仍需密切追踪后续就业、通胀数据。**短期来看，我们认为基于美国总需求依然强劲，且核心通胀粘性仍存，美联储将通胀降至 2% 的“最后一英里”仍存挑战，通胀二次上行的风险不容忽视，仍需紧密追踪就业市场再平衡、通胀回落的进展；**中长期维度**，美国 2024 年大选之际，前总统特朗普仍有一定概率重返白宫，其在移民（限制非法移民、不利于就业市场的供给端）、关税（大幅加征商品关税）方面的主张，可能也会令美国长期通胀风险大幅上升，因而也需密切追踪大选进展。与此同时，当前乐观的市场降息预期也亦大幅修正，意味着风险资产压力将有望逐渐缓和。

**图表 1: 联邦基金利率期货显示，市场预期首次降息在 6 月，全年降息区间在 3-4 次**



资料来源: Macrobond, 交银国际



## 交銀國際

香港中环德辅道中68号万宜大厦10楼

总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

### 评级定义

#### 分析员个股评级定义：

**买入**：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

**中性**：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

**沽出**：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

**无评级**：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

#### 分析员行业评级定义：

**领先**：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

**同步**：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

**落后**：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

2024年2月22日

## 全球宏观



### 分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i)发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii)他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii)对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i)他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii)他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii)他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份。

### 有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、青岛控股国际有限公司、Edding Group Company Limited、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、兴源动力控股有限公司、佳捷康创新集团有限公司、武汉有机控股有限公司、乐透互娱有限公司、步阳国际控股有限公司、阳光保险集团股份有限公司、康洋生物科技(上海)股份有限公司、冠泽医疗资讯产业(控股)有限公司、澳亚集团有限公司、粉笔有限公司、润华生活服务集团控股有限公司、淮北绿金产业投资股份有限公司、洲际船务集团控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、北京绿竹生物技术股份有限公司、中天建设(湖南)集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、怡俊集团控股有限公司、宏信建设发展有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、四川科伦博泰生物医药股份有限公司、新传企划有限公司、乐舱物流股份有限公司、途虎养车股份有限公司、北京第四范式智慧技术股份有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、迈越科技股份有限公司、极兔速递环球有限公司、山西省安装集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份有限公司及长久股份有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及Interra Acquisition Corp的已发行股本逾1%。

### 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)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并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。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/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、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受递送延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交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。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

**交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。**