



美联储何时开启下次降息？

——1月 FOMC 会议

2024年1月30日

- **美联储在 12 月的鹰派预期管理后，如期暂停降息，增量信息有限：**1月29日，美联储在 FOMC 会议上宣布保持联邦基金利率不变并继续缩表，利率水平维持在 4.25%-4.50%，基本符合市场预期。由于 12 月 FOMC 会议上的偏鹰派预期管理以及特朗普不确定性的来临，1 月 FOMC 并无明显的意外之处。美联储短期大概率继续观察经济数据的变动，以及特朗普政府政策落地的规模 and 影响，进而寻找年内进一步温和降息的时机。仍然维持 2025 年有望降息 50-75BP 的判断，2025 年首次降息可能出现在二季度。
- **FOMC 声明中对劳动市场和通胀评估显得超预期鹰派，但鲍威尔在发布会中解释措辞调整只是为了简化语言，并无特殊的引导方向：**关于劳动市场的描述由 12 月的“就业增长自年初以来有所放缓，但保持强劲，失业率也维持在低位”修改为“失业率近月来在较低水平稳定”；关于通胀的表述从“过去一年中，通胀有所缓解”改为“通胀仍相对较高”。修改的措辞似乎更加鹰派，一方面暗示失业率低位下没有降息必要，另一方面也未强调通胀有所缓和。市场在声明公布后一度将其理解为美联储进一步释放鹰派信号，美债收益率和美元指数随之上行。不过，鲍威尔在稍后的发布会中解释到措辞调整只是简化语言 (language cleanup)，并表示会议前的劳动市场和通胀数据是与 2% 目标较为符合的，调整并不是释放新信号，这显然打消了市场对美联储进一步转鹰的担忧。本次降息暂停只是 12 月鹰派预期管理的延续，美联储对通胀回落的进程并未表现出不满，只是因为担忧特朗普不确定性而选择进一步观望。
- **美联储目前并不急于在 3 月降息，一季度大概率按兵不动，观测特朗普冲击对数据的影响：**在答记者问中，鲍威尔关于 3 月降息选择是否仍在的回答是“货币政策委员会的普遍看法是我们目前并不需要急于调整政策立场”。(The broad sense of the committee is that we don't need to be in a hurry to adjust our policy stance.) 这似乎表明美联储在一季度倾向于保持利率不变并等待政策和数据的变化。
- **市场流动性水平仍然处于充足区间，美联储倾向于让量化紧缩再持续一段时间：**在回答关于量化紧缩 (QT) 的问题时，鲍威尔念了一段早已准备好的声明，称近期数据显示流动性依然充足 (abundant)，准备金水平几乎和缩表开始前一样高，联邦基金利率在目标区间保持稳定。总体上，美联储目前判断流动性依然可以支持缩表持续一段时间，我们认为缩表进一步调整的信号可能至少要等到 2025 年中。
- **美联储对通胀回落进程尚且满意，且并不会调高 2% 的通胀目标：**鲍威尔在发布会中依然认为近期的通胀数据显示了向 2% 靠拢的迹象，并表示短期较好或较坏的数据不应被过分解读。而关于 2% 通胀目标是否会调整，鲍威尔态度坚决的表示目前没有委员有兴趣调整通胀目标：“如果我此前表述有任何不清楚的地方，我们不会调整通胀目标的”(If I'm being at all unclear, we are not going to change the inflation goal.)
- **市场继续在不确定性中震荡等待：**CME 数据显示，联邦基金利率期货交易者大致维持了降息预期，认为 2025 年有望降息 2 次。美元资产虽然因为措辞调整产生波动，但最终只是“虚惊一场”。美元指数一度升至 108.3 左右，但最终收 107.9555；10 年期美债收益率一度升至 4.589%，后回落至 4.528%；美国三大股指集体收跌；伦敦黄金价格小幅下行至 2758.615 美元/盎司。整体上，市场在相对平淡的 1 月会议后呈震荡状态。我们依然认为目前市场对于特朗普政府具体实行关税和驱逐移民等关键政策的能力和影响有所高估，对应着对美联储降息路径偏紧的预测，未来有进一步调整的空间。短期来看，“加关税+控移民+降赤字”可能难以快速大幅推进。

分析师

张迪

☎: 010-8092-7737

✉: zhangdi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130524060001

于金潼

✉: yujintong_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130524080003

风险提示

1. 美国劳动市场和经济数据超预期上行的风险
2. 美国银行系统意外出现流动性问题的风险
3. 特朗普政策超预期刺激通胀的风险

美债收益率方面，10 年期美债收益率近期的回落主要反映了美联储降息预期快速压缩后的小幅反弹，而期限溢价依然因为短期不确定性和中期财政扩张担忧而处于偏高水平。虽然难以判断收益率是否已经短期见顶，但长端美债年内存在交易性机会，4.5%-4.6%的 10 年期美债依然具备配置价值和较高的胜率。美元指数方面，美国与其他美元指数一篮子国家的经济差和利差难以大幅收窄，支持其继续偏强。美股方面，虽然估值偏高，整体在基本面稳固，企业利润增速大致符合预期的情况下暂无持续大幅回调的风险，但 AI 叙事相关的技术发展可能造成短期的波动。

(1) 美联储如期暂停降息但并不鹰派，声明措辞调只是语言简化

1月29日，美联储在FOMC会议上宣布保持联邦基金利率不变并继续缩表，利率水平维持在4.25%-4.50%，基本符合市场预期。由于12月FOMC会议上的偏鹰派预期管理以及特朗普不确定性的来临，1月FOMC并无明显的意外之处；尽管声明中关于就业和通胀的调整显得超预期鹰派，但随后鲍威尔在发布会上的说明让市场认识到措辞调整只是“虚惊一场”。本次会议相对平淡，在12月会后，投资者已经显著压降了2025年一季度出现降息的概率，鲍威尔也在本次会议中释放了3月仍不急于降息的信号。美联储短期大概率继续观察经济数据的变动，以及特朗普政府政策落地的规模和影响，进而寻找年内进一步温和降息的时机。

目前来看，虽然美联储对通胀缓和进程和劳动市场情况仍相对满意，但一季度降息并无迫切性。我们仍认为市场对全年累计降息幅度有所低估，50-75BP的降息还在视野之内，除非特朗普立即全面大幅加征关税和驱逐非法移民。美联储短期偏鹰的姿态更多是预期管理而非不希望降息，而关键变量还是特朗普的政策以及经济数据的方向。本次会议有以下5个方面可以关注：

(1) FOMC声明中对劳动市场和通胀评估显得超预期鹰派，但鲍威尔在发布会中解释措辞调整只是为了简化语言，并无特殊的引导方向，市场在“虚惊一场”后稳定。声明中，关于劳动市场的描述由12月的“就业增长自年初以来有所放缓，但保持强劲，失业率也维持在低位”修改为“失业率近月来在较低水平稳定”；关于通胀的表述从“过去一年中，通胀有所缓解”改为“通胀仍相对较高”。修改的措辞似乎更加鹰派，一方面暗示失业率低位下没有降息必要，另一方面也未强调通胀有所缓和。市场在声明公布后一度将其理解为美联储进一步释放鹰派信号，美债收益率和美元指数随之上行。不过，鲍威尔在稍后的发布会中解释到措辞调整只是简化语言（language cleanup），并表示会议前的劳动市场和通胀数据是与2%目标较为符合的，调整并不是释放新信号。这显然打消了市场对美联储进一步转鹰的担忧，美债收益率和美元指数向会议前的水平回落。本次降息暂停只是12月鹰派预期管理的延续，美联储对通胀回落的进程并未表现出不满，只是因为担忧特朗普不确定性而选择进一步观望。

(2) 鲍威尔目前并不倾向于3月出现降息，一季度美联储大概率按兵不动，观测特朗普冲击对数据的影响。在1月中，地位重要的理事沃勒曾表示3月降息的可能性没有被排除，其言论助力了当时美债收益率的回落。不过在答记者问中，鲍威尔关于3月降息选择是否仍在的回答是“货币政策委员会的普遍看法是我们目前并不需要急于调整政策立场”。（The broad sense of the committee is that we don't need to be in a hurry to adjust our policy stance.）这似乎表明美联储在一季度倾向于保持利率不变并等待政策和数据的变化。

(3) 市场流动性水平仍然处于充足区间，美联储倾向于让量化紧缩再持续一段时间。在回答关于量化紧缩（QT）的问题时，鲍威尔念了一段早已准备好的声明，称近期数据显示流动性依然充足（abundant），准备金水平几乎和缩表开始前一样高，联邦基金利率在目标区间保持稳定。总体上，美联储目前判断流动性依然可以支持缩表持续一段时间，我们认为缩表进一步调整的信号可能至少要等到2025年中。

(4) 美联储对通胀回落进程尚且满意，且并不会调高2%的通胀目标。鲍威尔在发布会中依然认为近期的通胀数据显示了向2%靠拢的迹象，并表示短期较好或较坏的数据不应被过分解读。而关于2%通胀目标是否会调整，鲍威尔态度坚决的表示目前没有委员有兴趣调整通胀目标：“如果我此前表述有任何不清楚的地方，我们不会调整通胀目标的”（If I'm being at all unclear, we are not going to change the inflation goal.）

(5) 美联储依然没有公开讨论对特朗普政策的看法，但已经开始着手评估。发布会中，鲍威尔仍然尽量在撇清美联储政策调整和新任政府之间的关系。比如在讨论退出“央行与监管机构绿色金融网络”（NGFS）时，他表示这与特朗普并无关系，该网络与美联储的法定目标没有关联，早已计划退出，只是时间上的巧合。近期美联储官员们也并未对新政府的政策发表看法，不过种种迹象表明，美联储对关税等焦点政策都在2017-2019年的经验上进行进一步的评估和观测。

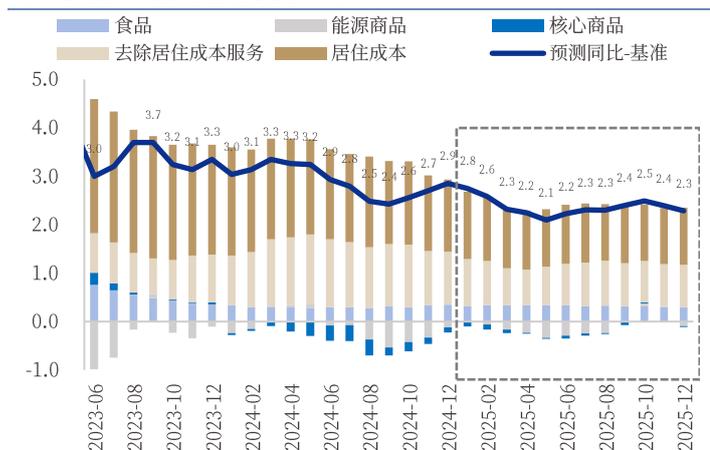
(2) 市场虚惊一场，继续在不确定性中等待

市场与资产方面：CME 数据显示，联邦基金利率期货交易者大致维持了降息预期，认为 2025 年有望降息 2 次，和美联储 2024 年 12 月的指引一致。美元资产虽然因为措辞调整产生波动，但最终只是“虚惊一场”。美元指数一度升至 108.3 左右，但最终收 107.9555；10 年期美债收益率一度升至 4.589%，后回落至 4.528%；美国三大股指集体收跌；伦敦黄金价格小幅下行至 2758.615 美元/盎司。整体上，市场在相对平淡的 1 月会议后呈震荡状态。

我们依然认为目前市场对于特朗普政府具体实行关税和驱逐移民等关键政策的能力和影响有所高估，对应着对美联储降息路径偏紧的预测，未来有进一步调整的空间；仍然维持 2025 年有望降息 50-75BP 的判断，2025 年首次降息可能出现在二季度。短期来看，“加关税+控移民+降赤字”可能难以快速大幅推进。

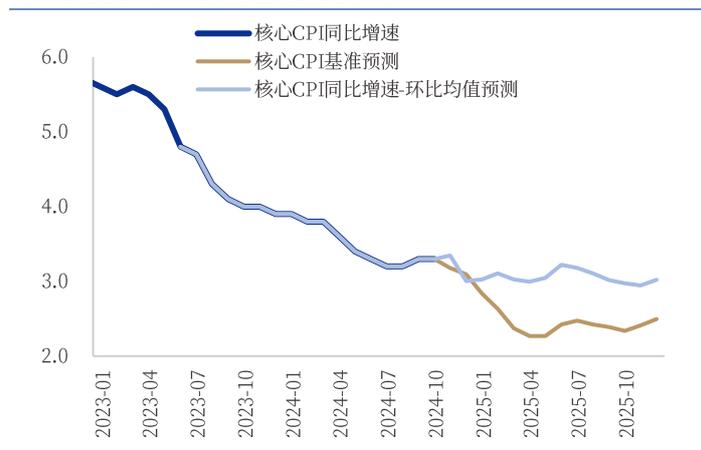
美债收益率方面，10 年期美债收益率近期的回落主要反映了美联储降息预期快速压缩后的小幅反弹，而期限溢价依然因为短期不确定性和中期财政扩张担忧而处于偏高水平。虽然难以判断收益率是否已经短期见顶，但长端美债年内存在交易性机会，4.5%-4.6% 的 10 年期美债依然具备配置价值和较高的胜率。美元指数方面，美国与其他美元指数一篮子国家的经济差和利差难以大幅收窄，支持其继续偏强。美股虽然估值偏高，整体在基本面稳固，企业利润增速大致符合预期的情况下暂无持续大幅回调的风险，但 AI 叙事相关的技术发展可能造成短期的波动。

图1：美国 CPI 同比增速预测 (%)



资料来源：BLS、Fred、Wind，中国银河证券研究院

图2：美国核心 CPI 同比增速预测 (%)



资料来源：BLS、Fred、Wind，中国银河证券研究院

图3: 美元指数依然维持强势 (%)



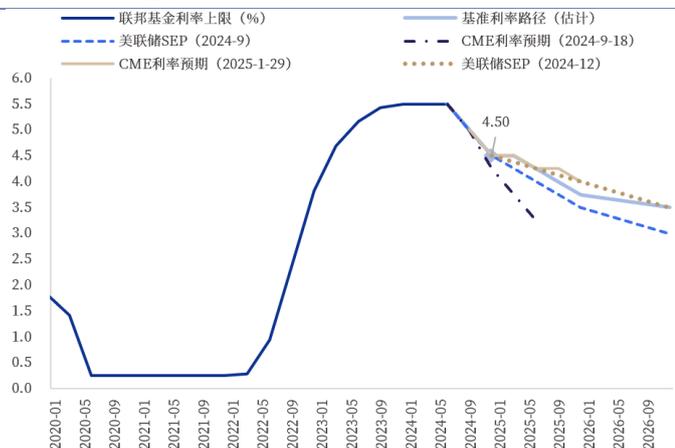
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图4: 偏高的美债收益率短期压制权益市场表现, 近期有所缓和



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图5: 美联储降息预期稍有恢复, 目前与 12 月指引一致 (%)



资料来源: Fred, CME, 中国银河证券研究院

图6: CME 数据显示交易者认为年内降息 2 次的概率有所增加

CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES											
MEETING DATE	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500
2025/3/19					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	18.0%	82.0%	0.0%
2025/5/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	6.1%	39.8%	54.0%	0.0%	0.0%
2025/6/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.9%	22.0%	46.5%	28.5%	0.0%	0.0%
2025/7/30	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	7.1%	27.4%	42.6%	22.3%	0.0%	0.0%
2025/9/17	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	2.5%	13.1%	31.9%	36.6%	15.7%	0.0%	0.0%
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	4.5%	16.5%	32.8%	32.8%	12.8%	0.0%	0.0%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.1%	1.4%	6.8%	19.7%	32.8%	28.9%	10.3%	0.0%	0.0%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.2%	1.7%	7.7%	20.5%	32.5%	27.7%	9.7%	0.0%	0.0%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.3%	2.1%	8.5%	21.4%	32.2%	26.4%	9.0%	0.0%	0.0%
2026/4/29	0.0%	0.0%	0.4%	2.3%	8.8%	21.6%	32.1%	26.1%	8.8%	0.0%	0.0%
2026/6/17	0.0%	0.0%	0.4%	2.2%	8.5%	21.0%	31.6%	26.3%	9.5%	0.4%	0.0%
2026/7/29	0.0%	0.0%	0.3%	2.0%	7.9%	19.7%	30.5%	26.9%	11.3%	1.4%	0.0%
2026/9/16	0.0%	0.0%	0.4%	2.2%	8.2%	20.0%	30.4%	26.4%	11.1%	1.3%	0.0%
2026/10/28	0.0%	0.0%	0.3%	2.0%	7.7%	19.0%	29.5%	26.8%	12.4%	2.2%	0.2%
2026/12/9	0.1%	0.8%	3.6%	10.8%	21.9%	28.7%	22.7%	9.5%	1.6%	0.1%	0.0%

资料来源: CME, 中国银河证券研究院

风险提示

- (1)美国劳动市场数据和经济超预期上行的风险
- (2)美国银行系统意外出现流动性问题的风险
- (3)特朗普政策超预期刺激通胀的风险

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。

张迪：宏观经济分析师

于金潼：宏观经济分析师

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，香港市场以恒生指数为基准。	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

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn