

美联储明确年内降息方向，首次降息可能在年中前后开启

——美联储 1 月货币政策会议点评与展望

研究发展部分析师 白雪 李晓峰

事件：北京时间 2 月 1 日周四凌晨，美联储货币政策委员会宣布将联邦基金利率目标区间维持在 5.25%-5.5% 不变，并暗示暂时不会降息。这是美联储连续第四次维持这一利率区间不变。美联储在会议声明中表示，近期指标显示美国经济活动持续稳步扩张。自 2023 年初以来，就业增长有所放缓，但依然强劲，失业率保持在低位。通货膨胀水平在过去一年有所缓解，但仍处于高位。声明强调，在考虑对联邦基金利率目标区间进行任何调整时，制定货币政策的联邦公开市场委员会将仔细评估未来的数据、不断变化的前景和风险平衡。在更有信心确定通胀率持续向 2% 的目标迈进之前，降低利率“是不合适的”。声明还重申，在评估适当的货币政策立场时，美联储将继续监测即将发布的信息对经济前景的影响。如果出现可能阻碍目标实现的风险，美联储将准备酌情调整货币政策立场。

美联储主席鲍威尔在当天会后举行的新闻发布会上表示，联邦基金利率很可能处于本轮紧缩周期峰值。如果经济发展与预期大体一致，美联储将开始调整政策力度。但他同时表示，根据本次会议，联邦公开市场委员会“不太可能在 3 月达到信心水平，并确定 3 月是采取行动（降息）的时机”。

对此，东方金诚解读如下：

一、整体来看，本次会议美联储政策立场转向中性。一方面，确定加息周期已经结束，暗示政策将向正常化转向，为年内降息打下铺垫；另一方面，明确反驳了 3 月降息的可能性，表示降息并不具备紧迫性。

本次美联储会议政策立场整体转向中性，为后续货币政策正常化打下铺垫，但降息并不急迫。本次会议声明相较以往做出了多出重大改动，体现出美联储在政策立场上发生转变：一方面，删除了此前“额外紧缩”的说法，转为对利率考虑使用“任何调整”，暗示政策向正常化转向，可以开始考虑降息，这为年内降息打下了铺垫；而另一方面，在描述经济增长时，将“经济活动放缓”的表述改为“保持稳健的速度扩张”，并删除了有关银行体系风险及其影响的描述，强调双向风险正走向更好的平衡，强调在降息前美联储还需要获得更多信心，暗示降息并不具备紧迫性。同时，鲍威尔也在会后发言中明确驳斥了 3 月降息的可能性。

我们认为，美联储这一政策立场背后的原因在于，一方面，自去年12月会议以来的经济与通胀数据来看，通胀、经济延续下行的趋势较为确定，为年内降息打开了空间。通胀方面延续了温和降温趋势，其中美联储看重的核心PCE通胀环比年化已经回落到2%以下——3个月环比年化为1.5%，6个月环比年化为1.9%，通胀下行取得明显成效为后续政策转向宽松打开了空间；另一方面，GDP、消费、就业、投资数据边际下行格局仍在延续，其中涉及未来经济景气度预期的ISM制造业与非制造业PMI等前瞻性数据持续回落，就业分项明显走弱，指向美国经济下行趋势并未扭转。考虑到支撑去年经济增长的要素将在2024年弱化，包括美国财政支出退坡对经济的支撑力度减弱、劳动力市场降温，以及高利率对经济的压制作用还进一步显现等，美国经济增长动能将在今年进一步走弱的趋势较为确定。

另一方面，核心通胀放缓至政策目标仍需时间、金融风险不大，降低了短期内降息的必要性和紧迫性。本次会议虽然承认了“通胀持续缓解”，但考虑到住房外的核心通胀尚未提供更多放缓证据，至少需要看到薪资通胀拉动更多下行，才能让美联储“有信心”地认为通胀会稳定地回落至2%。此外，金融风险也尚不构成提前降息的理由。近期金融条件的大幅宽松缓解了美联储对宏观经济影响的担心，这体现在会议中完全删除了对金融及信贷的看法。除此之外，会议上不再提及“美国银行保持稳健和韧性”的说法，暗示去年一系列地区性银行倒闭事件构成的风险已经得到缓解。由此来看，美联储认为，短期内并不具备降息的必要性与紧迫性。近期美国经济表现强于预期，也为美联储留出了足够的时间窗口，观察后续几个月的通胀与经济数据，再做出降息决策将更加稳妥。

二、通胀将是触发今年降息时点的主要决定因素，预计美联储在二季度（5月或6月）开启“预防式降息”的可能性较大，下半年可能再降息两次左右，全年累计降息75bp左右。

从会议声明及鲍威尔会后发言表态来看，均强调了对于控制通胀的决心。这意味着，通胀可能将是触发今年降息时点的主要决定因素。鲍威尔认为，前期通胀的回落主要归功于供应链和就业市场的修复；后续预计商品通胀可能（由负）回归到0附近，服务通胀会继续改善，但仍需观察。不过，鲍威尔曾在去年12月会议上表示，可能在通胀回落至2%以前就降息，以避免紧缩过度。

结合当前经济数据与本次会议的信息来看，我们预计，美联储在二季度（5月或6月）开启“预防式降息”的可能性较大：一是届时通胀水平有望进一步降低——过去一年内，核心PCE环比增速6个月移动值平均维持在0.2%-0.3%这一良性放缓的趋势上，根据这一趋势，并结合住房通胀前瞻性指标以及劳动力市场走势来测算，年中前后核心PCE增速才能开始稳定回落至美联储合意的水平上。且年中前后，美联储也可以观察到更多更全面的数据，从而进一步强化政策决策的数据基础；二是通胀下行意味着实际政策利率也将进一步上行，经济压力会加大，触发美联储开启预防式降息。我们预

计，考虑到美国实际消费支出增速已从去年下半年连续回落，而支撑消费的主要因素——超额储蓄、劳动力市场、薪资增速也将在今年上半年逐步走弱，同时，企业投资环比折年率当前已接近 0% 的阈值、企业利润持续下滑、企业债到期规模在今年上半年较高，均可能触发美联储在二季度前后实施预防式降息。在降息的具体节奏上，我们认为美联储可能会非常灵活，若经济出现快速变化，降息的节奏也将相应变化，但基准情形下，下半年可能再降息两次左右，全年累计降息 75bp 左右，这意味着降息节奏可能并不连贯。

三、缩表方面，考虑到目前各项指标显示流动性仍较为充裕，美联储宣布 taper 或仍有时间。预计今年二季度后美联储可能讨论并宣布 taper，下半年可能正式放缓缩表，并可能在 2025 年上半年停止缩表。不过，缩表相关决策对市场利率，尤其是短端利率，以及市场流动性的影响总体可控。

12 月以来，美联储开始讨论减缓缩表的背景，可能是近期隔夜逆回购规模持续回落，且银行期限资金计划（BTFP）将于 3 月到期，将边际降低对银行体系流动性的支持。此外，当前美国政府财政压力仍然较大，随着财政部开始减少发债规模，放缓缩表也可能成为缓解财政压力的重要举措之一。但我们判断，考虑到短期内市场流动性尚可，美联储不会很快宣布放缓缩表计划。截至上周，美国隔夜逆回购工具规模仍有 6300 亿美元，银行体系准备金约占银行总资产的 15%，高于纽约联储估计的阈值水平（12-13%）；资金价格方面，有效联邦基金利率（FFR）与存款准备金利率（IORB）利差仍然维持在 -7bp，且担保隔夜融资利率（SOFR）仍低于 IORB，显示货币市场尚未出现明显的流动性压力。因此，流动性压力不大，尚不足以触发美联储在短期内放缓缩表。往后看，我们判断，随着隔夜逆回购规模不断下降，美联储可能在二季度后宣布 taper。由于联储希望尽可能多地削减资产规模，不排除分多步骤、逐步“减量”，基准情形下，2025 年上半年可能停止缩表，但具体时点仍有不确定性。考虑到美联储密切关注市场环境，且今年美国国债的净发行将主要集中在长端，因此，基准情形下，缩表相关决策对市场利率，尤其是短端利率，以及市场流动性的影响总体可控。

权利及免责声明:

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、研究观点等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以其他方式传播。未获书面授权的机构及人士不应获取或以其他方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方或/及发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

本研究报告的结论，是在最初发表本报告日期当日按照东方金诚的研究流程及标准做出的独立判断，遵循了客观、公正的原则，未受第三方组织或个人的干预和影响。东方金诚可能不时补充、修订或更新有关信息，也可能发出其他与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但没有义务和责任更新本报告并通知报告使用者。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本声明为本研究报告不可分割的内容，任何使用者使用或引用本报告，应转载本声明。并且，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。