

美联储 1 月暂不降息，关注风险

——美联储系列十六

研究院 宏观组

徐闻宇

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号：F0299877

投资咨询号：Z0011454

高聪

✉ gaocong@htfc.com

从业资格号：F3063338

投资咨询号：Z0016648

投资咨询业务资格：
证监许可【2011】1289 号

宏观事件

北京时间 2024 年 1 月 30 日凌晨 3 点，美联储公布 1 月利率决议，维持联邦基金利率目标区间在 4.25%-4.5% 之间。

- 1) 继续强调就业和通胀的风险大致平衡，坚定支持充分就业目标，缩表计划保持不变；
- 2) 美联储将根据最新经济数据和前景变化，灵活评估未来利率调整的幅度和时机。

核心观点

■ 美联储 1 月维持利率不变

继美联储 2024 连续三次降息后，2025 年 1 月利率维持不变。本次暂停降息得到决策者全票赞成；删除通胀朝目标 2%取得进展的内容，重申通胀有所高企，被认为是鹰派的信号；继续声称就业和通胀的风险大体均衡。

近期的经济数据显示，美国经济持续稳步扩张，失业率保持在低位，劳动力市场稳定。然而，通胀水平依然高于长期目标。美联储委员会致力于实现长期的最大就业和 2% 的通胀目标，并表示当前在实现这两个目标的风险大致平衡。虽然经济前景存在不确定性，但委员会将继续密切关注相关风险。同时，资产负债表缩减计划（QT）将继续执行，减持国债和机构债务。委员会强调，若出现可能妨碍政策目标实现的风险，将适时调整货币政策立场。

委员会认为，劳动力市场并非通胀压力的主要来源，尽管通胀有所缓解，但依然高于 2% 的目标。未来的政策调整将取决于通胀的进展和劳动力市场的状况。美联储的决策将继续关注经济的多维度指标，确保政策立场与经济形势的变化相适应。

■ 继续关注市场调整风险

如预期的暂不降息和全球宏观环境的不确定性上升，增加了金融市场的不确定性。我们维持对短期风险情景下波动率多头（+VIX）的判断；预计美债收益率曲线继续扁平化（-2s10s），工业品的消费需求预期短期承压。

■ 风险

经济数据短期波动风险，流动性快速收紧风险

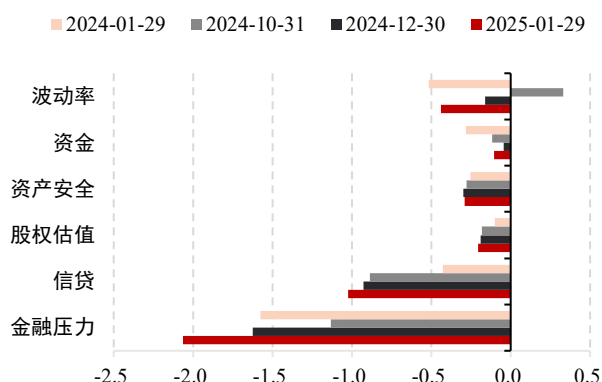
货币条件：处在阶段性宽松

金融条件仍保持宽松，12月服务业PMI回落。自2023年10月美联储将利率维持在5.25%-5.50%后，进入加息暂停期，并于2024年9月开始降息。截止2025年1月，联邦基金利率先后下调50个基点、25个基点和25个基点，降至4.25%-4.50%。这一系列降息措施导致货币条件更加宽松。美国实体经济依然面临增长放缓的压力，PMI的回落可能预示着经济增长放缓的风险，并促使市场对政策调整的预期增强。同时，可能导致市场对经济增速的担忧，进一步加强对宽货币政策的需求，推动金融条件的进一步宽松。

在当前的经济环境下，美国面临一定的调整风险。尽管市场加大了对“特朗普交易”或“特朗普大循环”推动长期利率上行的预期，但随着12月经济数据初步显示经济存在不稳定因素，金融条件虽然依旧宽松，但由于美联储采取了鹰派降息策略，货币政策的进一步宽松空间有限。尽管市场波动率处于历史低位，美股的增长势头相比2024年初已有所放缓，特别是在美股指数持续刷新历史新高的情况下。10年期国债与3个月期国债的利差结束了倒挂，暗示经济增长放缓的潜在风险。增速的放缓可能意味着市场的乐观情绪已接近极限，盈利预期的变化可能导致未来出现一定的调整压力。

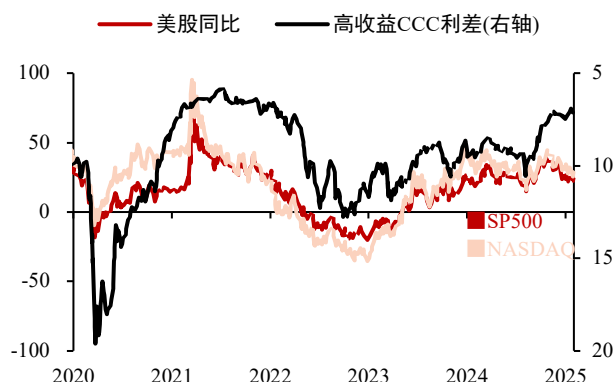
因此，金融条件的宽松虽然有助于支撑市场，但由于美联储鹰派降息，未来宽松的货币政策将受限，调整风险可能来自盈利预期的变化，以及市场对未来增长的预期出现调整。在这种情况下，投资者需谨慎对待美股在当前环境下的持续上涨。

图1：美国金融压力分项指数维持宽松 | 单位：指数点



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图2：持续关注美国金融资产调整压力 | 单位：%



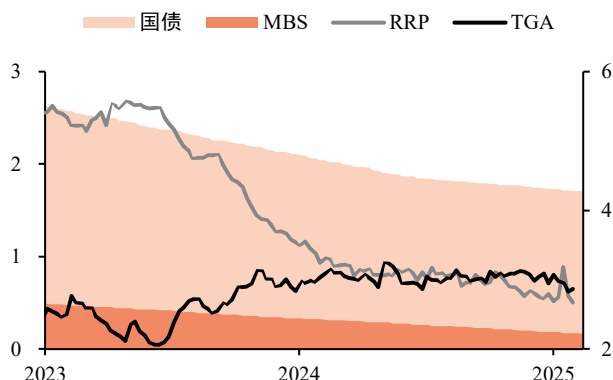
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

流动性：金融暂宽松，实体难扩张

金融：关注市场流动性压力。从美国内部来看，2023 年以来美联储逆回购账户（RRP）余额进一步收缩，截止 1 月 29 日已经降至 4964 亿美元，在美联储减债计划（QT）不变的情况下，超额流动性仍面临快速收敛风险。从美国以外来看，欧洲央行、加拿大央行等降息、日本央行等加息应对资金压力，2025 年初央行间流动性互换工具使用量突破 1 亿美元后快速回落，建议持续关注全球金融系统的流动性压力变化。

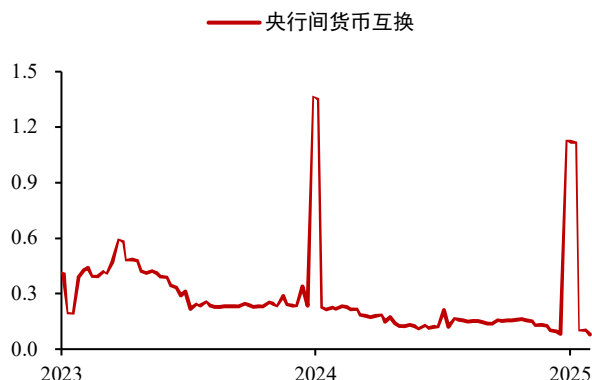
实体：流动性仍未实质性宽松。自美联储 2022 年开启快速加息路径以来，美国信贷扩张速度从近 10% 的高位快速回落至 2023 年底的 2.5% 低位；2024 年增速在暂停加息后虽有所反弹，但暂未有效逆转整体下降的趋势。随着联邦政府付息压力的进一步上升，下半年以来财政再融资继续保持谨慎，政府杠杆率缺乏进一步扩张动能。

图 3：美联储 ONRRP 继续降至低位 | 单位：万亿美元



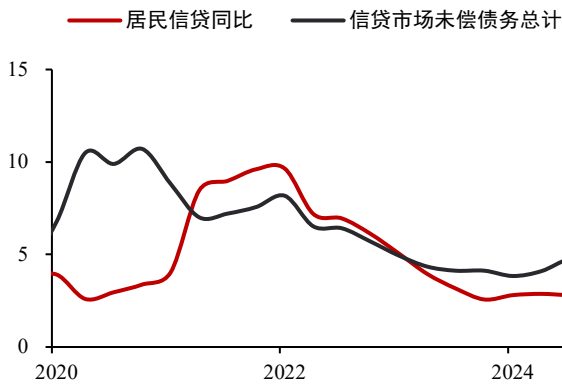
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 4：央行流动性工具近期波动较大需求位于低位 | 单位：亿美元



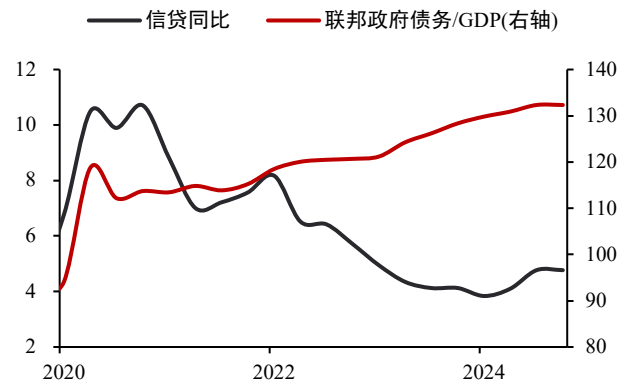
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图5：居民信贷同步继续放缓 | 单位：%YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图6：政府维持继续加杠杆的状况 | 单位：%，%GDP



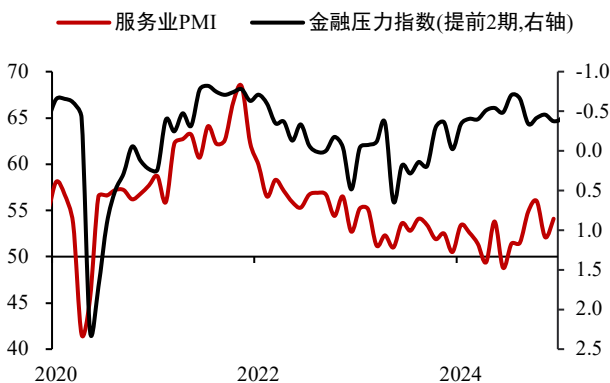
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

实体：关注信用环境的可能变化

2024 经济放缓，12 月失业率下降。同步指标美国四季度 GDP 环比折年+2.3%（三季度+3.1%）。同时 12 月核心 PCE 物价指数同比增速增长至+2.79%，与预期一致，12 月 CPI 同比增速回升至 2.9%。滞后指标显示 12 月新增非农就业继续回升至 25.6 万人，失业率下降至 4.1%，劳动力市场有所好转。

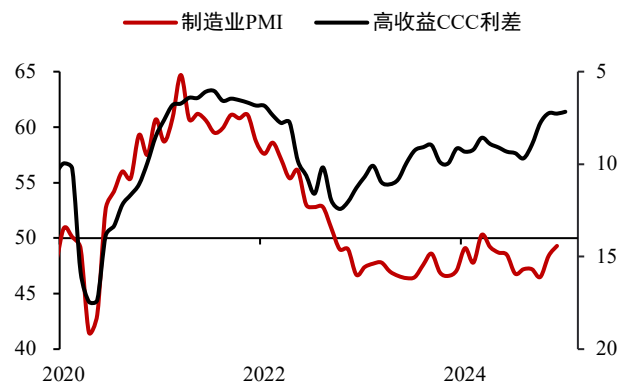
实体经济制造业和服务业景气度有所好转。在金融条件暂时宽松的状况下，12 月份美国制造业和非制造业 PMI 指数有所改善（服务业 PMI 回升至 54.1 制造业 PMI 回升至 49.3），同时信用利差的继续走低似乎接近“尾声”，市场进入到了方向的选择上。

图7：货币条件和实体景气收敛 | 单位：指数点



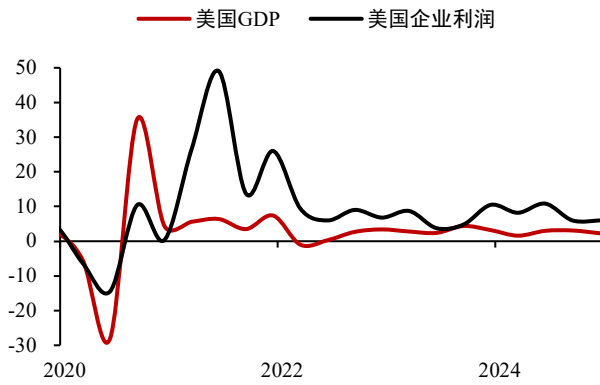
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图8：高利率的放缓改善信用环境 | 单位：指数点，BP



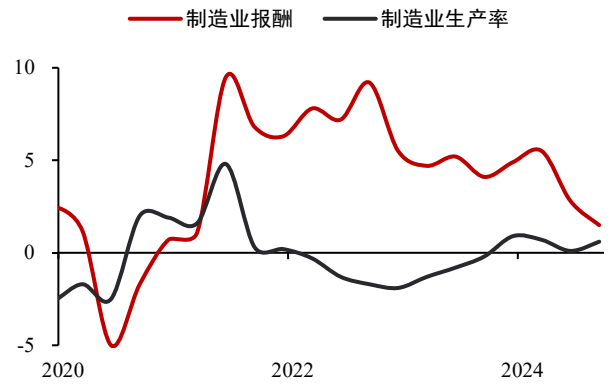
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图9：GDP 未着陆但四季度略放缓 | 单位：%YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图10：生产斜率放缓但与成本差收敛 | 单位：%YoY



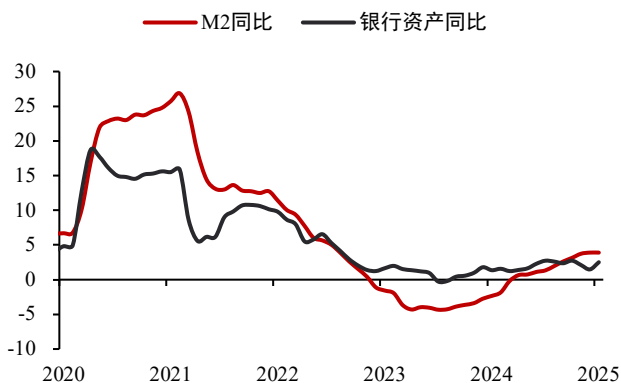
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

货币：关注对 2025 年的预期

继续关注收益率曲线陡峭化。自 9 月美联储开启降息“50BP”政策以来，美债收益率曲线呈现出持续的陡峭化特征——短端的降息周期和长端的经济表现暂时“不错”——截止 12 月，美债 10 年期和 3 个月期利差倒挂结束。从微观结构上来看，短期债券的增量发行和长期债券的限制发行，为收益率曲线的陡峭化提供天然的条件。

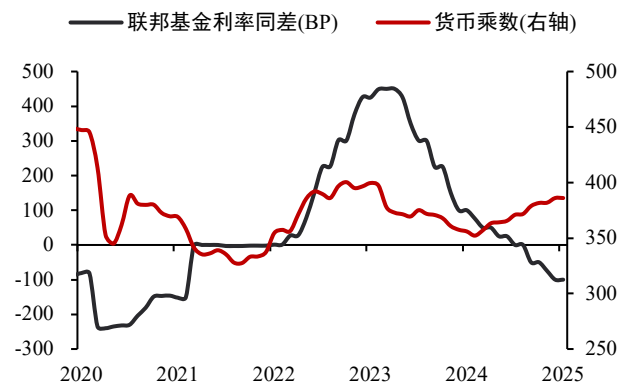
12 月经济数据初步显示出经济的不稳定性，市场普遍预期“特朗普交易”或“特朗普大循环”可能推动长期利率上行。在这种经济背景下，尽管货币条件仍保持宽松，美联储面临着很大的政策约束，难以做出超出预期的货币政策调整。因此，财政政策能否有效扩张并缓解实体需求的压力，成为影响经济走向的关键因素，并对货币政策的协调提出了新的挑战。

图 11：M2 和银行总资产对比 | 单位：%YoY



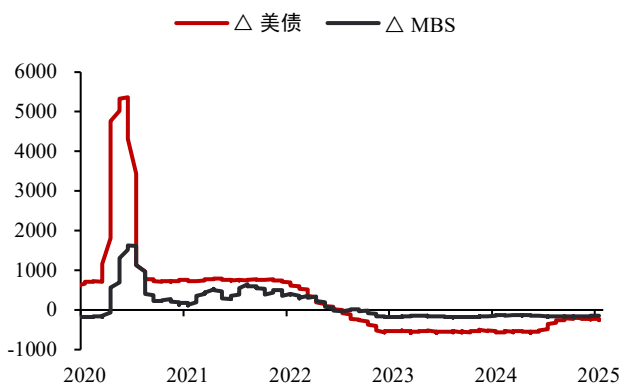
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 12：美联储利率和货币乘数对比 | 单位：BP



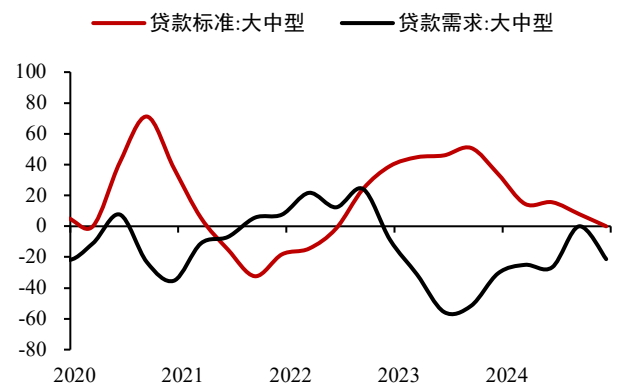
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 13：美联储资产端环比变动 | 单位：亿美元



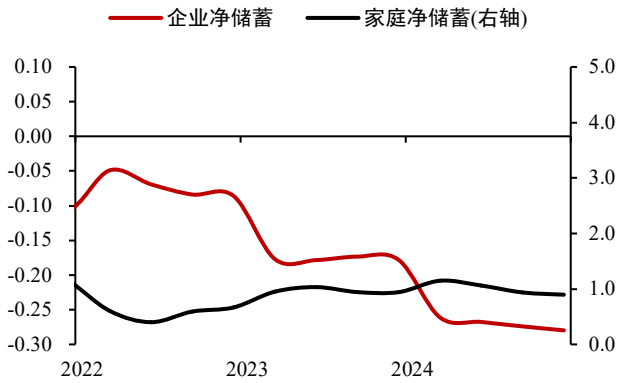
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 14：银行信贷标准和信贷需求对比 | 单位：%pct



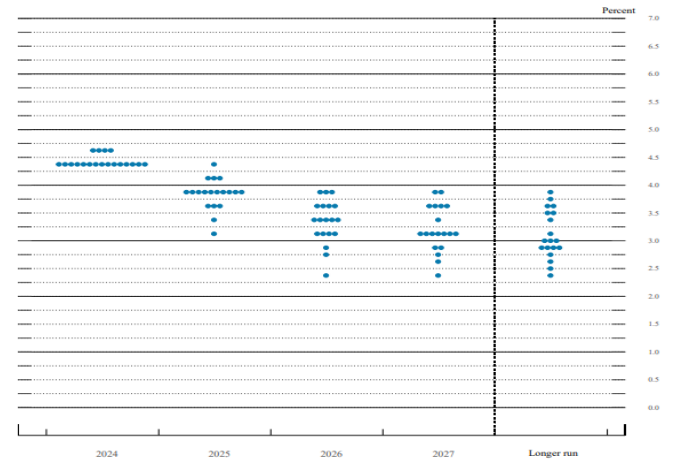
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 15：家庭部门储蓄增长放缓 | 单位：%YoY



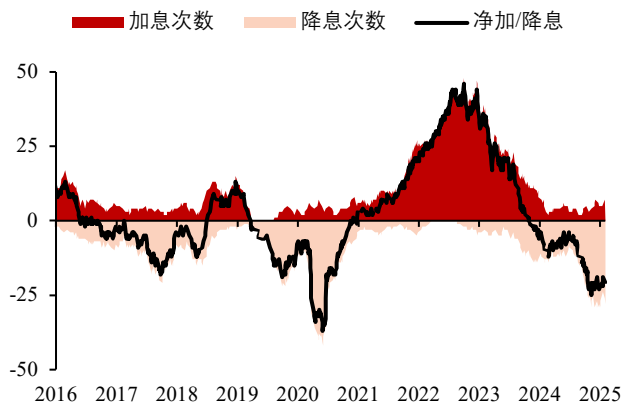
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 16：美联储 12 月点阵图 | 单位：%



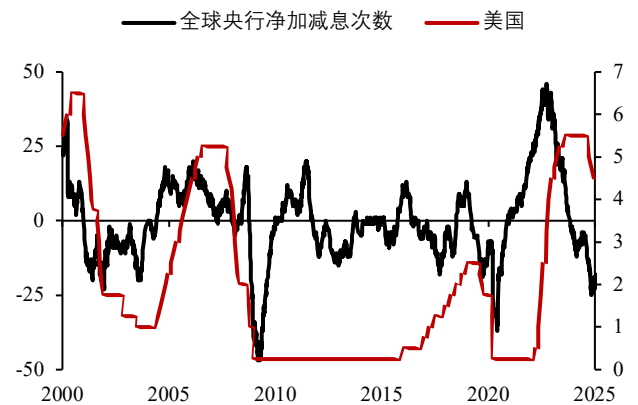
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 17：全球净降息 12 月以来有所反弹 | 单位：次数



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 18：全球央行和美国净加降息次数 | 单位：次



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com