



1月FOMC会议点评

股票投资策略简报

证券研究报告

策略组

分析师：张弛（执业 S1130523070003）

zhangchi1@gjq.com.cn

联系人：王超特

wangchaote@gjq.com.cn

美联储货币路径或优先治“胀”而后抑“滞”

当地时间1月29日，美联储宣布将联邦基金目标利率区间维持在4.25%-4.50%，这是自2024年9月本轮降息周期开启以来的首次“暂停”。在此之前，美联储连续三次会议分别降息50/25/25bps，累计幅度达100bps。

美联储进入“观望模式”，通胀进程和特朗普政策兑现程度将成为关键变量

美联储2025年1月会议将联邦基金目标利率区间维持在4.25%-4.50%，符合市场预期。此次会议声明上调了对就业市场的评级，同时淡化了最新通胀降温的数据，进而传递了相对“鹰派”的信号，声明的主要变动如下：1）增强了对劳动力市场状况“稳健”的信心，删除了“总体放缓”（have general eased）的表述，取而代之的是“保持稳健”（remain solid）；2）进一步表达了对通胀上行风险的担忧，删除了“通胀已经朝着委员会2%目标取得进展”的措辞，仅保留了“通胀依然略高”（remains somewhat elevated）的描述。

鲍威尔再次强调“不急于降息”，通胀在利率决策中的权重上升进一步被确认，美联储对特朗普一揽子经济政策的响应或同样按照“数据依赖型”的思路，并不会“先发制人”。12月FOMC偏鹰派的会议纪要，加之各官员对特朗普新政府政策不确定性担忧的表态，此次会议的“暂停”已经被市场充分预期，值得关注的要点如下：1）通胀对未来利率路径的影响继续被放大，尽管发布会上鲍威尔声称，会议声明中关于通胀措辞的变化只是为了文本的精简，并未动摇美联储致力于实现2%的通胀目标，但考虑到其多次强调，期待看到通胀方面进一步的实际进展，同时也提及了居民短期通胀预期的上升（或是受即将到来的新政策的影响），这意味着未来“去通胀进程”顺利，是联储继续推进降息的重要前提之一；2）美联储对特朗普新政的响应将取决于具体政策落地，不会采取“先发制人”，鲍威尔直言“需要等到政策被阐述（let those policies be articulated），然后才能开始对其经济影响做出合理的评估”、“在看到‘比我们现在看到的更多的东西’之前，不要轻举妄动”、“政策带来不同结果的可能性非常宽泛，我们拭目以待（wait and see）”，或暗示潜在的政策不确定性加大了当下给出较为清晰的利率路径指引的难度，本次会议前，市场较为关注鲍威尔会否对特朗普的政策有更多的公开评价和讨论，事实是前者极力避免涉足上述问题；3）近期劳动力市场的状况相对良好，推动美联储的决策重心从先前的“倾向就业市场”向“关注通胀”继续回摆。12月会议以来的一系列数据支撑了联储当下不急于降息的立场，增长仍有韧性（最新标普制造业PMI重回至50.1的扩张区间）、就业保持稳健（12月失业率回落至4.1%、新增非农反弹至25.6万人）、通胀缓慢放缓（核心CPI环比+0.23%）。向后看，我们维持判断，一方面，特朗普2.0的政策主张或带来“滞胀风险”，进而加大美联储的利率决策难度，短期内2月1日是一个重要的观察窗口，比预期激进的关税政策会推动市场定价更少的降息次数（尤其上半年）；但另一方面，我们依旧倾向于美国经济存在“硬着陆”的风险，甚至可能熬不过“上半年”（最新的标普服务业PMI超预期降温至52.8、密歇根消费者信心指数1月71.1亦低于预期），这也就意味着包括增长下行、就业走弱等在内的美国经济“非线性恶化”风险一旦暴露，美联储推进降息周期甚至更大幅度的降息仍是基准情形。

配置建议

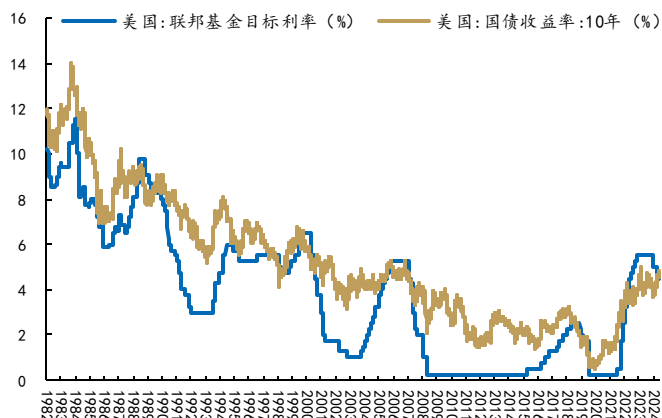
（一）黄金：调整是配置机会，更大涨幅等待海外风险再升温，无论美国经济“滞胀”还是“硬着陆”，两种情形下黄金均占优，特朗普的政策不确定性也强化了黄金的避险优势，甚至后续黄金还将受益于实际利率下行及美元走弱的“双向”驱动（前提是特朗普政策的兑现程度低于市场预期）；（二）医药（尤其创新药）：美联储降息周期下，A股、港股创新药均存在上涨机会且具备超额收益；（三）美债：冲高是配置机会，但短期下行空间亦有限，4.5%的十债利率仍接近加息周期时的高位水平，或意味着对特朗普上任、美国增长偏强的计价相对充分，继续冲高提供配置机会，不过通胀预期的上升、短期降息预期受阻，加之赤字扩张、债务风险隐忧等推动下的期限溢价回升，或也意味着下行空间有限；（四）美股：若海外风险再升温，叠加当下有些“极端”的估值和集中度（近期AI叙事引发的回调佐证了这一脆弱性），美股大概率开启调整。

风险提示

美国通胀二次反弹风险，令美联储加息力度再次超预期。

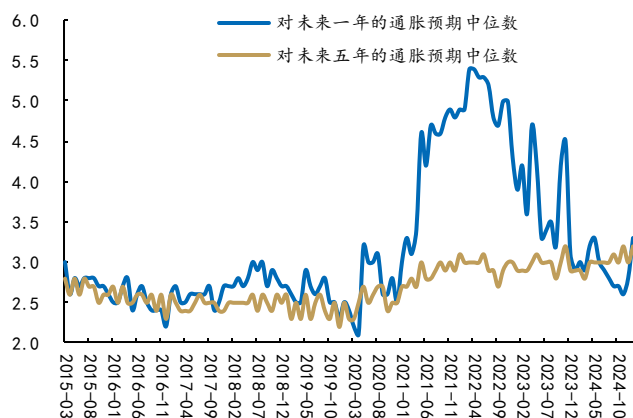


图表1: 9月至今, 美联储累计下调政策利率 100bps



来源: Wind, 国金证券研究所

图表2: 近期短端的通胀预期出现连续回升



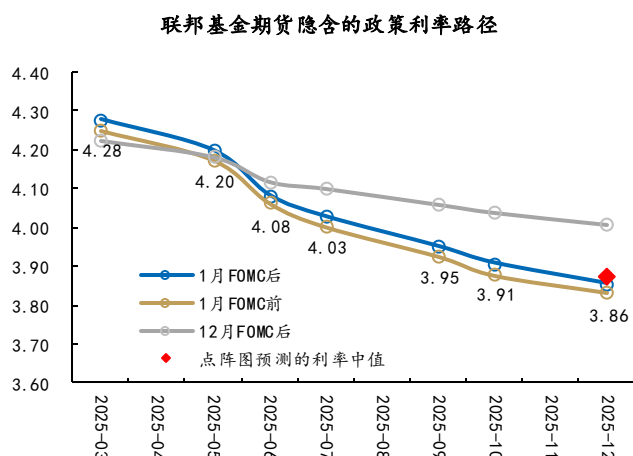
来源: Wind、Bloomberg, 国金证券研究所 (注: 来自密歇根大学消费者调查)

图表3: 近期美国经济意外指数再度走弱



来源: Wind、Bloomberg, 国金证券研究所

图表4: 最新市场继续定价年内有两次降息



来源: Wind、Bloomberg, 国金证券研究所



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究