

## 美联储会议纪要简评之如何解局美联储紧缩之路？

### 往期精彩研报

- 《分析人民币汇率必须吃下的四碗面》
- 《外汇持仓如何过春节？看这篇就够了》
- 《市场关心的缩表问题，美联储怎么看？》

### 主要观点

由于本次会议纪要公布的增量信息并不多，内容主要维持今年 2 月以来的整体政策基调，因此我们看到大多数金融资产价格对此的反应并不强烈，但市场小幅下调了对美联储降息预期。对于“金融资产价格反应平静+降息预期回落”的组合，我们认为或是通胀数据后遗症的表现，即市场依旧在交易紧缩中。

通过逐字解读本次会议纪要，我们认为年内美联储降息仍可期，但仅从本次会议纪要内容很难看到市场预期的年内降息 150BPs 的预期落地。以史为鉴，美联储从谈论降息到真正落地，一般相隔 3 次美联储 FOMC 会议左右的时间。按照本轮首次提及降息的时间点为 2023 年 12 月会议算起，那么美联储最快将在今年 5 月的会议上启动降息。但若从当前美国通胀和经济状况的角度来看，我们认为，基准情形下，美联储不会选择在 2024 年上半年开启第一次降息，大概率发生在今年下半年。虽然目前美国经济的韧性（银行体系面临的风险有所回落）在一定程度上推迟了降息的时机。然而，我们认为，随着维持高利率的时间增加，一旦达到临界点，美联储降息的频率和幅度或存在超预期的可能。正如与会者在本次纪要中所提示的，美国经济前景仍然存在不确定性，并且认为经济衰退的风险正在上升。

基准情形下，我们预计美联储可能会在今年三、四季度放缓缩表，并于 2025 年一、二季度停止缩表。

**风险点：美国经济和通胀超预期、美联储货币政策进程超预期、金融风险上升、地缘政治风险**

**重要声明：本报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议**

南华研究院  
投资咨询业务资格：  
证监许可【2011】1290 号

周骥  
投资咨询证号：Z0017101

请务必阅读正文之后的免责条款部分

# 目录

## 章节

1. 会议纪要解读：增量信息不多，但仍有看点.....	1
1.1 市场反映：较为平淡，但微幅调整降息预期 .....	1
1.2 会议纪要：美联储对降息的态度依然偏谨慎 .....	3
2. 后市展望：年内美联储降息仍可期 .....	5

## 目录

### 图表

图 1.1.1:由于本次会议纪要增量信息不多，因此市场反应平平 .....	1
图 1.1.2:会议纪要公布前（上图）后（下图）市场对美联储的加/降息预期 .....	2
图 1.1.3:美国 PCE 和核心 PCE 走势（%） .....	3

# 1. 会议纪要解读：增量信息不多，但仍有看点

## 1.1 市场反映：较为平淡，但微幅调整降息预期

北京时间2月22日凌晨，美联储发布了2024年首份会议纪要（minutes）。我们认为本次纪要的重要看点及主要关注点依旧在于美联储官员们对降息的态度，以便把握接下来美联储开启降息条件和降息时点的选择。

整体来看，由于本次会议纪要公布的增量信息并不多，维持今年2月以来的政策基调，因此我们看到金融资产价格的反应并不强烈。会议内容公布后，10年期美债收益率维持高位运行状态，与前期水平大致持平，美元指数则微幅回落。但市场小幅下调了对美联储降息概率的预期。截至2月22日，CME显示的市场对美联储的降息预期延后至6月启动降息。交易员预期美联储在2024年3月降息25BPs的概率为6.5%，维持利率不变的概率为93.5%；5月较3月维持利率不变的概率为72.9%，降息25BPs的概率为25.6%；6月维持利率不变的概率上行至29.2%，降息25BPs及以上的概率下行至70.9%。

对于“金融资产价格反应平静，但降息预期回落”的组合，我们认为或是春节期间公布的美国CPI和PPI通胀数据超预期后的后遗症表现，即市场依旧在交易紧缩中。

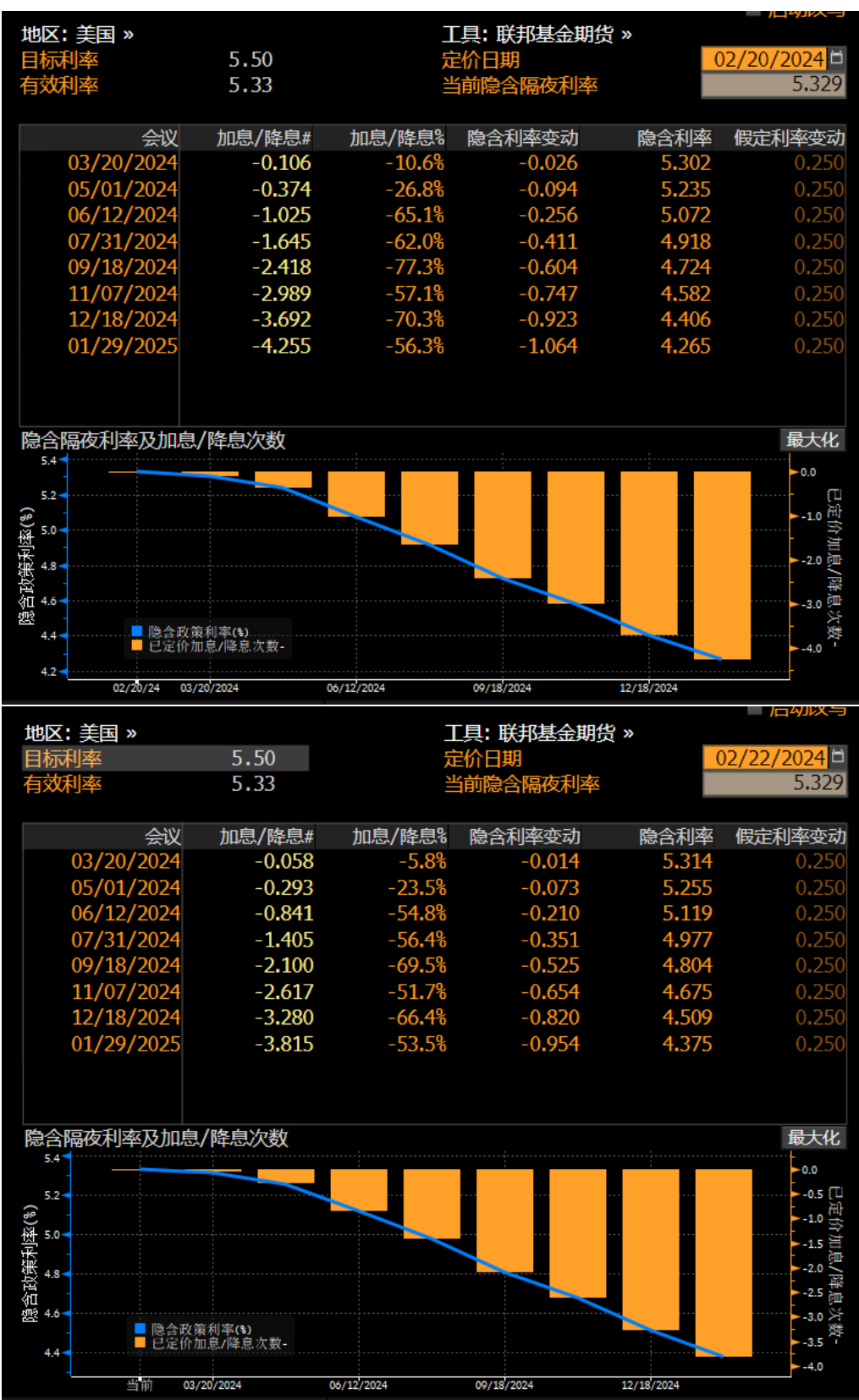
图 1.1.1: 由于本次会议纪要增量信息不多，因此市场反应平平



注：白线为 10 年期国债收益率（右轴）、蓝线为美元指数

资料来源：Bloomberg 南华研究

图 1.1.2:会议纪要公布前（上图）、后（下图）市场对美联储的加/降息预期



资料来源: Bloomberg 南华研究

## 1.2 会议纪要：美联储对降息的态度依然偏谨慎

通过逐字解读本次会议纪要，总的来说，美联储在本次会议纪要整体表达出的态度为中性偏鹰。我们认为年内降息仍可期，但仅从本次会议纪要内容很难看到市场预期的年内降息150BPs的预期落地。

虽然本次会议纪要公布的增量信息并不多，但仍有看点，具体表现为：

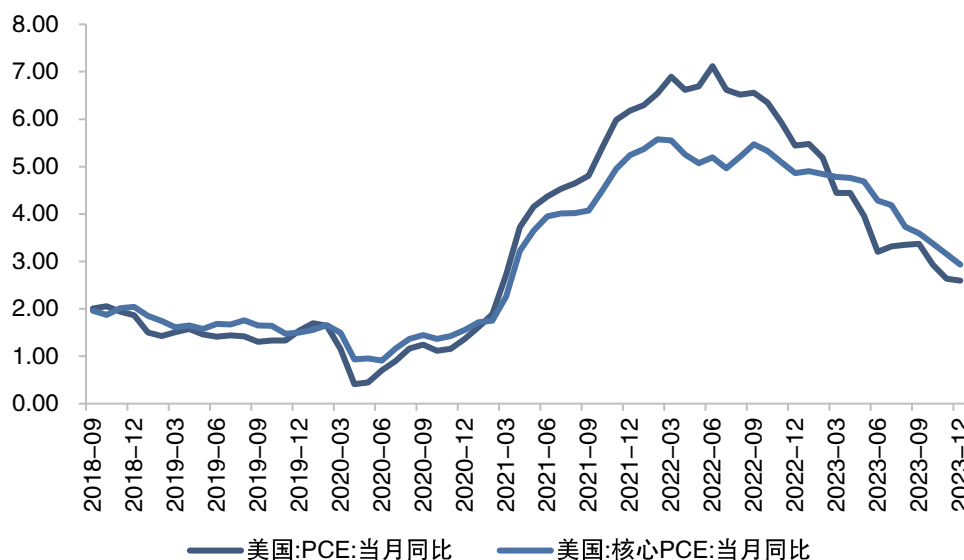
### 1. 与会者们仅在“利率可能见顶”达成共识，但对于何时降息仍有分歧。

根据本次会议纪要显示，大多数与会者指出，太快将政策转向或会引起风险，并强调了仔细评估即将到来的数据的重要性，以判断通胀是否持续下降到2%。认为在通胀持续回落到2%前，不合适降息。少数与会者指出，长期保持高利率或给经济带来下行风险。

### 2. 对通胀进程和供需状况的平衡改善较为满意，但仍会小心评估未来的经济数据，从而决定货币政策进展。

对于通胀，大部分与会者对目前通胀回落的速度表示认可，认为核心非住房通胀会继续随着劳动力市场趋于平衡而放缓，住房服务通胀或会进一步下行。但部分与会者表示整体需求可能比之前估计的要更为有韧性；同时表明，在通胀持续回落到2%获得“更强的信心（wording）”前，不太可能降低利率。

图 1.1.3:美国 PCE 和核心 PCE 走势（%）



数据来源：iFinD 南华研究

### 3. 表达了对“经济活动与通胀风险并存”的担忧

多名与会者指出，当前金融环境下限制性的降低存在风险，他们认为限制性不足可能会支撑总需求，从而导致通胀上行的风险。与此同时，他们也提到美国经济前景仍然存在不确定性，经济衰退的风险正在上升。

#### 4. 市场关心的缩表问题，美联储对此并没有展现出过分担忧。

最近市场开始高度关注缩表减速，原因是ONRRP工具流动性的降低以及美国新财年一季度赤字高于预期。然而，根据本次会议纪要，部分与会者表示可能可以开始放缓缩表，但大多数与会者则暗示将在3月的议息会议上对这一问题进行更深入的讨论。因此，总体来看，上述问题并未引起美联储的过度关注。基准情形下，我们预计美联储可能会在今年三、四季度放缓缩表，并于2025年一、二季度停止缩表。

## 2. 后市展望：年内美联储降息仍可期

以史为鉴，美联储从谈论降息到真正落地，一般相隔3次美联储FOMC会议左右的时间。按照本轮首次提及降息的时间点为2023年12月会议算起，那么美联储最快将在今年5月的会议上启动降息。但若从当前美国通胀和经济状况的角度来看，我们认为，基准情形下，美联储不会选择在2024年上半年开启第一次降息，大概率发生在今年下半年。虽然目前美国经济的韧性（银行体系面临的风险有所回落）在一定程度上推迟了降息的时机。然而，我们认为，随着维持高利率的时间增加，一旦达到临界点，美联储降息的频率和幅度或存在超预期的可能。正如与会者在本次纪要中所提示的，美国经济前景仍然存在不确定性，并且认为经济衰退的风险正在上升。



## 免责声明

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，本报告所载资料、意见及推测仅反映在本报告载明的日期的判断，期货市场存在潜在市场变化及交易风险，本报告观点可能随时根据该等变化及风险产生变化。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不应作为您进行相关交易的依据。本公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

本公司的销售人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、涉及相应业务内容的子公司可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

未经本公司允许，不得以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。经过本公司同意的转发应遵循原文本意并注明出处“南华期货股份有限公司”。未经授权的转载本公司不承担任何责任。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

---

公司总部地址：	浙江省杭州市上城区富春路 136 号横店大厦
邮编：	310008
全国统一客服热线：	400 8888 910
网址：	<a href="http://www.nanhua.net">www.nanhua.net</a>
股票简称：	南华期货
股票代码：	603093

---



南华期货 APP

