

相关研究

《汇率的波动：利差的视角》2023.09.01

《存量房贷利率：怎么调？影响多大》

2023.08.10

《与“货币”的赛跑——海通宏观研究框架》

2023.08.06

分析师:梁中华

Tel:(021)23219820

Email:lzh13508@haitong.com

证书:S0850520120001

分析师:李俊

Tel:(021)23154149

Email:lj13766@haitong.com

证书: S0850521090002

大转向，待降息

——美联储12月议息会议点评

投资要点:

- **美联储明显转向。**在经济现状方面，美联储认为，经济已经开始走弱；通胀也在过去一年有所缓解。在经济预测方面，美联储上调今年经济增长，下调明年经济增长，对明年经济有担忧；不过全面下调了通胀预期。在点阵图方面，大幅下调明年利率中枢，从5.1%下调至4.6%，9成的成员认为明年要降息，超8成的成员认为至少降息2次，至少降息3次的比重也有约6成。
- 美联储主席鲍威尔表态，利率已经进入限制性水平，不需要通胀降至2.0%才开始行动，会在之前降息；美联储已经开始讨论降息。明年有经济衰退可能性，不过预计可以避免。
- 根据CME观察显示，截至12月14日，市场预期美联储在3月大概率降息，概率超过80%；预期明年有5次左右降息可能。
- 在美联储降息预期的发酵下，我们继续看好海外资产中美债、欧债、黄金、日元和国内利率类债券资产的投资机会。

风险提示：美国货币政策调整超预期。

目 录

1. 如期暂停加息	4
2. 声明变化：经济开始走弱	4
3. 点阵图：降息预期大幅提升	5
4. 美联储展望：后面怎么走？	7

图目录

图 1	美联储联邦基金目标利率水平 (%)	4
图 2	本轮加息周期是 1983 年以来最快、最多的一次 (%)	4
图 3	美国 PMI 指数持续放缓	5
图 4	美国通胀中位数和 16% 截尾通胀平均数 (%)	5
图 5	美联储点阵图 (2023 年 12 月)	6
图 6	市场降息预期提前到明年 3 月	7

1. 如期暂停加息

如期暂停加息。2023年12月13日，美联储12月FOMC会议决定暂停加息，将联邦基金利率区间维持在5.25%-5.50%，全票通过。

按计划缩表，美联储将继续减持美国国债、机构债务和机构抵押贷款支持证券，每月上限为950亿美元（600亿美元国债和350亿美元MBS）。

图1 美联储联邦基金目标利率水平（%）

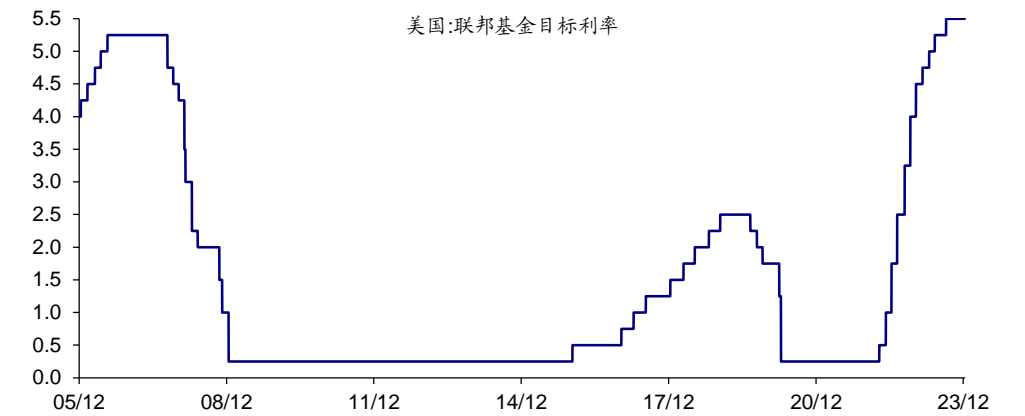
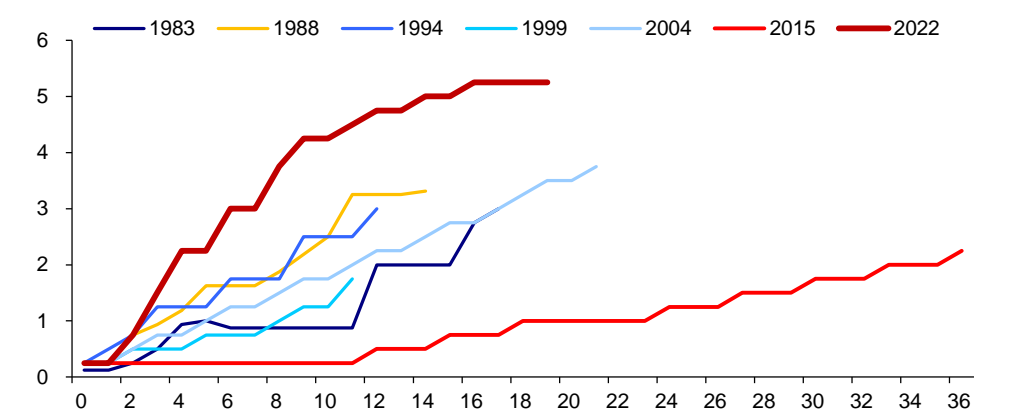
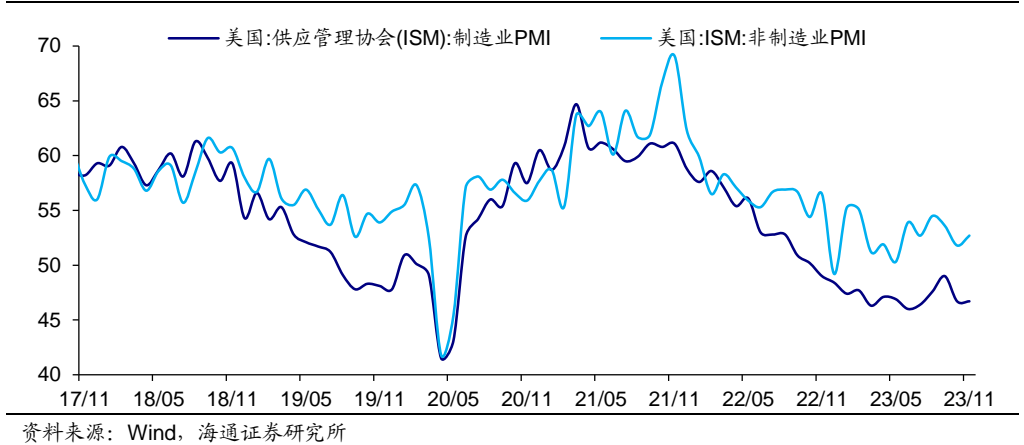


图2 本轮加息周期是1983年以来最快、最多的一次（%）

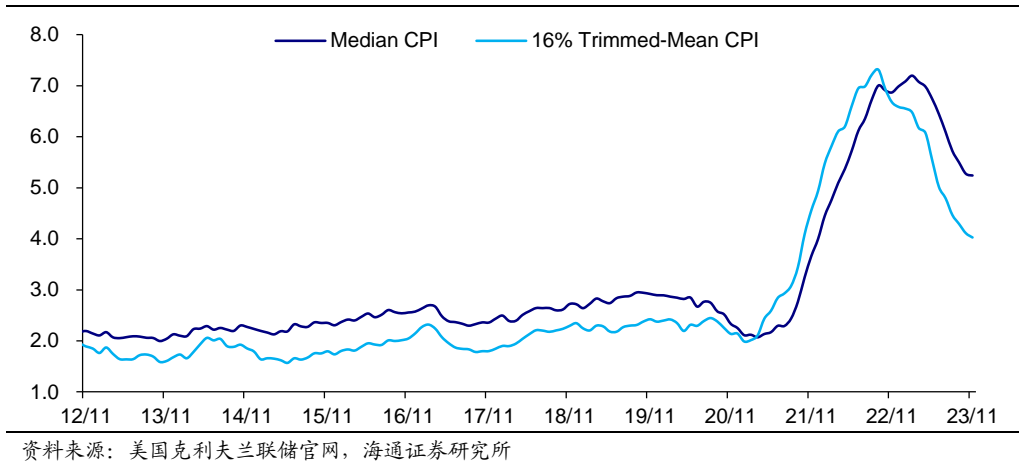


2. 声明变化：经济开始走弱

与2023年11月相比声明有明显变化。关于经济方面，强调经济开始走弱。由“第三季度经济活动以强劲的速度扩张”修改为“经济活动的增长已经从第三季度的强劲速度放缓”。维持“最近几个月，就业增长有所放缓，但仍然强劲，失业率也保持在较低水平”的表述。

图3 美国 PMI 指数持续放缓


关于通胀方面，强调通胀仍有压力，但有所缓解。例如，“通胀仍居高不下”，“委员会仍然高度关注通货膨胀风险”、“坚决致力于将通货膨胀率恢复到 2% 的目标”。不过，强调“通货膨胀在过去一年有所缓解”。

图4 美国通胀中位数和 16% 截尾通胀平均数 (%)


关于货币政策，重申委员会将评估货币政策的滞后影响。“委员会将继续评估更多信息及其对货币政策的影响”；“在确定任何额外的政策紧缩的程度时，委员会将考虑货币政策的累积紧缩，货币政策影响经济活动和通货膨胀的滞后，以及经济和金融发展”。

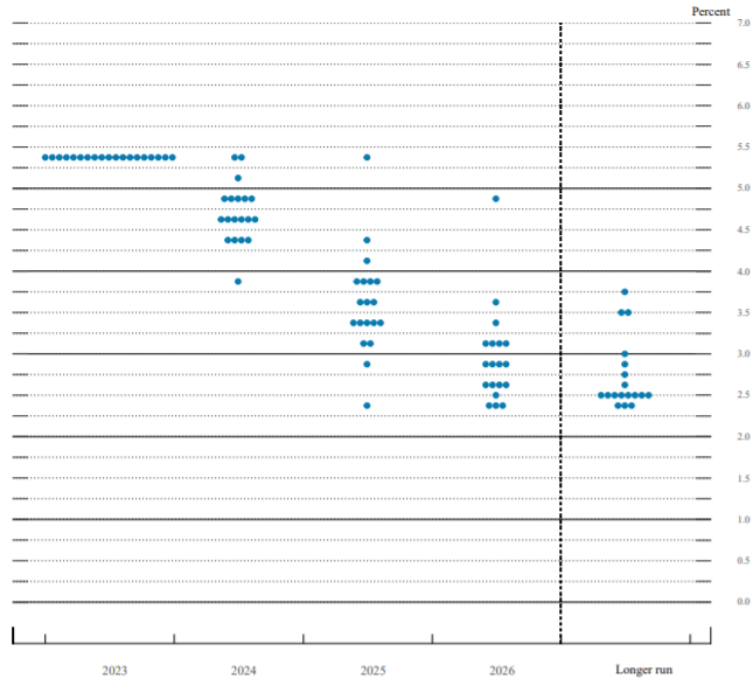
关于银行风险，重申美国银行稳健。“美国银行体系稳健且富有弹性”，“家庭和企业信贷条件收紧可能会拖累经济活动、就业和通胀，这些影响的程度仍不确定。”

3. 点阵图：降息预期大幅提升

明年终点利率中枢大幅下调 50BP。美联储将明年的利率中枢从 5.1% 下调至 4.6%，相比 9 月的预期下调了 50BP，2025 年利率中枢也下调 30BP 至 3.6%，2026 年的利率中枢为 2.9%，长期的利率中枢依然维持在 2.5% 不变。

美联储的点阵图显示，近 9 成以上成员认为 2024 年至少降息 25 个 BP，仅有 2 名成员预期明年维持利率水平。超过 8 成的成员认为 2024 年至少降息 2 次，高于 9 月时的 6 成；接近 6 成的成员认为明年要降息 3 次，高于 9 月时的不足 5 成。不过，认为 2024 年降息 4 次的比例不足 3 成。

整体来看，美联储在本次点阵图中大幅转向，释放了明确的降息预期。

图5 美联储点阵图（2023年12月）


资料来源：美联储官网，海通证券研究所

美联储的经济预期概要显示，继续上调今年经济预期，下调明年经济预期。美联储将今年的GDP增速预期从2.1%继续上调到2.6%，这很大程度上或与今年以来美国消费韧性较强以及制造业投资有所提升有关。

不过，将明年经济预期小幅下调0.1个百分点至1.4%，表明美联储对明年经济的担忧有所加大；而2025年的经济预期维持在1.8%，与长期经济预期水平一致。

通胀预期全面下调。将今年通胀预期下调0.5个百分点至2.8%，今年以来首次降至3.0%以下；2024年和2025年通胀预期均下调0.1个百分点至2.4%和2.1%。

将今年核心通胀预期下调0.5个百分点至3.2%，2024年核心通胀预期下调0.2个百分点至2.4%，2025年核心通胀预期下调至2.2%。尽管通胀预期仍高于美联储2.0%的通胀目标，但在朝向2.0%的方向持续移动。

失业率预期维持不变。今年失业率预期为3.8%，2024年和2025年失业率预期均为4.1%，与9月预期持平，长期失业率预期也维持在4.0%不变。

表 1 美联储经济预测表 (%)

项目	时间	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	长期
GDP	12 月预测	2.6	1.4	1.8	1.9	1.8
	9 月预测	2.1	1.5	1.8	1.8	1.8
	6 月预测	1.0	1.1	1.8		1.8
	3 月预测	0.4	1.2	1.9		1.8
失业率	12 月预测	3.8	4.1	4.1	4.1	4.0
	9 月预测	3.8	4.1	4.1	4.0	4.0
	6 月预测	4.1	4.5	4.5		4.0
	3 月预测	4.5	4.6	4.6		4.0
PCE	12 月预测	2.8	2.4	2.1	2.0	2.0
	9 月预测	3.3	2.5	2.2	2.0	2.0
	6 月预测	3.2	2.5	2.1		2.0
	3 月预测	3.3	2.5	2.1		2.0
核心 PCE	12 月预测	3.2	2.4	2.2	2.0	
	9 月预测	3.7	2.6	2.3	2.0	
	6 月预测	3.9	2.6	2.2		
	3 月预测	3.6	2.6	2.1		

资料来源：美联储官网，海通证券研究所，备注：GDP 和通胀为每年第四季度同比，失业率为每年第四季度平均值。

4. 美联储展望：后面怎么走？

关于利率，已经进入限制性水平。美联储主席鲍威尔指出，利率水平已进入限制性领域，经济活动增长已大幅放缓；紧缩政策的全部影响可能尚未被感受到；美联储将根据全部数据、不断变化的前景和即将出现的风险做出未来的决策。

关于降息，已经开始讨论。鲍威尔指出，美联储已经开始讨论降息，降息问题已经进入考察。不需要等到通胀将至 2.0% 才降息，会在通胀降至 2% 之前就降息，从而减缓高利率对经济的限制。

关于经济，仍期待软着陆。美联储指出，目前没有什么根据认为经济正在衰退，明年总会存在出现经济衰退的可能性。不过，认为经济有可能避免衰退。

根据 CME 观察显示，截至 12 月 14 日，市场预期美联储在 3 月大概率降息，概率超过 80%；预期明年有 5 次左右降息可能。

在美联储降息预期的发酵下，我们继续看好海外资产中美债、欧债、黄金、日元和国内利率类债券资产的投资机会。

图6 市场降息预期提前到明年 3 月

CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES										
MEETING DATE	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/1/31					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	16.5%	83.5%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	12.7%	68.1%	19.2%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.4%	36.1%	47.4%	11.1%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.1%	17.2%	40.5%	33.4%	6.8%	0.0%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	1.4%	12.3%	32.8%	35.7%	15.5%	2.2%	0.0%
2024/9/18	0.0%	0.2%	2.6%	14.5%	33.2%	33.5%	14.1%	2.0%	0.0%	0.0%
2024/11/7	0.1%	1.1%	7.1%	21.6%	33.3%	26.1%	9.5%	1.2%	0.0%	0.0%
2024/12/18	1.2%	7.4%	21.8%	33.1%	25.8%	9.3%	1.2%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源：CME，海通证券研究所，截至 12 月 14 日。

风险提示：美国货币政策调整超预期。

信息披露 分析师声明

梁中华 宏观经济研究团队
李俊 宏观经济研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。