

相关研究

《出行链 CPI 明显回升——7月物价数据点评》2023.08.09

《出口表现如何？——2023年7月外贸数据点评》2023.08.09

《美联储转向或尚远——2023年7月美国非农数据点评》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

降息将在何时？

——美联储 2023 年 12 月议息会议纪要点评

投资要点：

- 2024年1月4日凌晨，美联储公布了2023年12月议息会议纪要，纪要释放了哪些信息？
- 其一，“去通胀”已取得明显进展，通胀上行风险减少。就通胀现状来看，当前通胀仍处于高位，但继续显示出明显的放缓迹象；在2023年实现委员会2%的通胀目标方面，已经取得了明显进展。就通胀前景来看，劳动力供求的再平衡将有助于降低核心服务通胀；降低通胀的持续进展可能需要来自产品和劳动力需求的进一步疲软，而限制性货币政策将继续发挥核心作用。此外，通胀的上行风险已经减少。
- 其二，经济增长放缓，前景高度不确定。就经济现状来看，最近的指标表明经济增长有所放缓。虽然就业增长仍然强劲，但自2023年初以来也有所放缓，失业率保持在低水平。就经济前景来看，2024年实际经济增长将降温，劳动力市场的再平衡将继续，失业率将从当前水平有所上升。经济的下行风险包括，过去政策紧缩的影响可能大于预期，家庭资产负债表明显疲软的风险；一些外国经济体增长放缓可能产生的负面溢出效应；地缘政治风险；以及银行信贷进一步紧缩的长期风险。
- 其三，政策利率或处于峰值，利率路径存在“不确定”。就货币政策现状来看，维持当前的政策立场有助于通胀继续向2%的目标迈进，劳动力市场继续向更好的平衡迈进。就货币政策前景来看，政策利率可能处于或接近本紧缩周期的峰值，不过，实际的政策路径将取决于经济如何演变。基于基准预测，2024年较低的政策利率是合适的。重申在通胀明显朝着委员会的目标可持续下降之前，政策在一段时间内保持限制性立场是合适的。此外，当储备余额略高于与充足储备相符的水平时，委员会将减缓然后停止缩表。
- 根据CME观察显示，截至1月4日，市场预期美联储在3月大概率降息，概率为68.3%；预期2024年有6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：美国经济超预期；美联储货币政策超预期。

图目录

图 1	美国 PCE 和核心 PCE 走势 (%)	3
图 2	美国领先经济指数 LEI 与实际 GDP 增速 (%)	4
图 3	美国货币政策代理变量利率已明显高于联邦基金利率 (%)	4
图 4	市场预期美联储大概率在 3 月降息 (%)	5

2024年1月4日凌晨，美联储公布了2023年12月议息会议纪要，纪要释放了哪些信息？

其一，“去通胀”已取得明显进展，通胀上行风险减少。

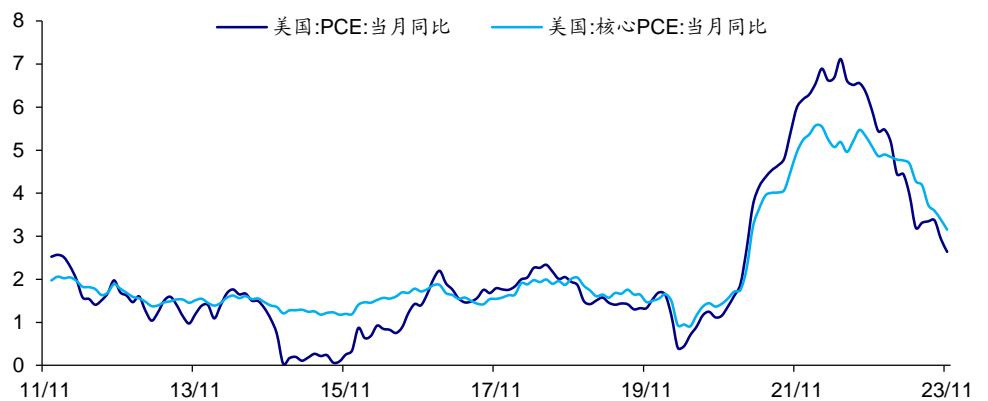
就通胀现状来看，与会者指出，当前通胀仍处于高位，但继续显示出明显的放缓迹象；在2023年实现委员会2%的通胀目标方面，已经取得了明显进展。例如，截至2023年10月的12个月内，PCE同比为3.0%，核心PCE同比为3.5%，低于6个月前的水平；2023年11月CPI同比和核心CPI同比远低于2022年同期的水平。

不过，与会者也指出，他们仍然担心高通胀会继续损害家庭，尤其是那些承受价格上涨能力有限的家庭。

就通胀前景来看，与会者指出，当前通货膨胀仍然高于委员会的目标，需要看到更多表明通货膨胀压力正在减轻的证据，才能对通货膨胀持续回到2%充满信心。并指出，劳动力供求的再平衡将有助于降低核心服务通胀；降低通胀的持续进展可能需要来自产品和劳动力需求的进一步疲软，而限制性货币政策将继续发挥核心作用。

此外，与会者认为，通胀的上行风险已经减少。不过，指出通胀仍远高于委员会的长期目标，价格稳定进展停滞的风险仍然存在。

图1 美国PCE和核心PCE走势（%）



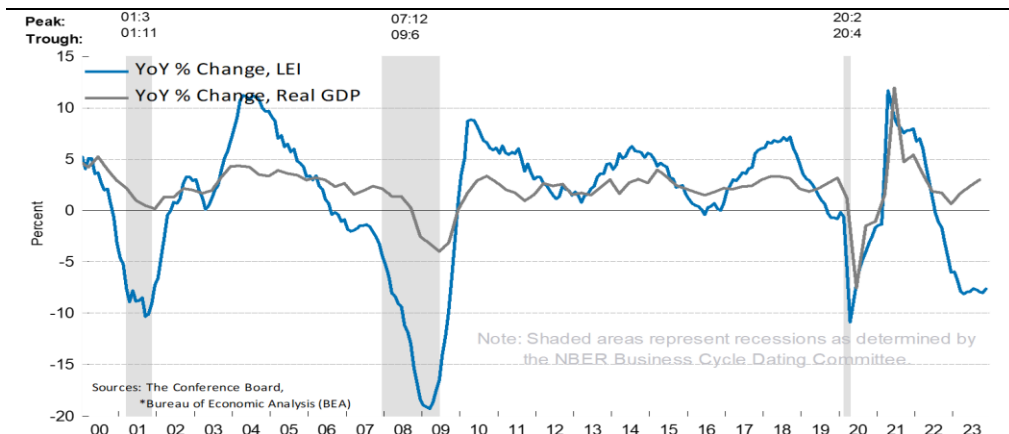
资料来源：Wind，海通证券研究所

其二，经济增长放缓，前景高度不确定。

就经济现状来看，与会者指出，在第3季度经济增长强于预期之后，最近的指标表明经济增长有所放缓。虽然就业增长仍然强劲，但自2023年初以来也有所放缓，失业率保持在低水平。

就经济前景来看，与会者指出，2024年实际经济增长将降温，劳动力市场的再平衡将继续，失业率将从当前水平有所上升。与会者普遍认为，经济前景存在高度不确定性。经济的下行风险包括，过去政策紧缩的影响可能大于预期，家庭资产负债表明显疲软的风险；一些外国经济体增长放缓可能产生的负面溢出效应；地缘政治风险；以及银行信贷进一步紧缩的长期风险。

此外，与会者还指出，家庭和企业面临的金融和信贷环境收紧，可能会拖累经济活动、就业和通胀。

图2 美国领先经济指数 LEI 与实际 GDP 增速 (%)


资料来源：美国经济咨商局官网，海通证券研究所

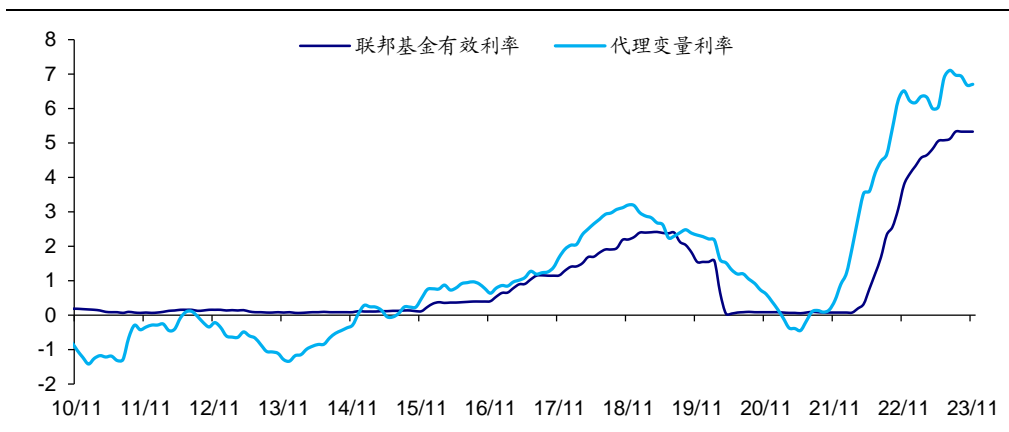
其三，政策利率或处于峰值，利率路径存在“不确定”。

就货币政策现状来看，与会者指出，维持当前的政策立场有助于通胀继续向 2% 的目标迈进，劳动力市场继续向更好的平衡迈进。在本次会议上维持利率水平有助于进一步实现委员会的目标，并让与会者有更多的时间来收集更多的信息来评估这一进展。

就货币政策前景来看，与会者指出，政策利率可能处于或接近本紧缩周期的峰值，不过，实际的政策路径将取决于经济如何演变。基于基准预测，与会者认为，2024 年较低的政策利率是合适的。

部分与会者表示，维持当前利率水平的有可能会比预期要久。与会者普遍强调了保持谨慎和基于数据的货币政策决策方法的重要性，并重申，在通胀明显朝着委员会的目标可持续下降之前，政策在一段时间内保持限制性立场是合适的。

此外，部分与会者指出，委员会的资产负债表计划表明，当储备余额略高于与充足储备相符的水平时，委员会将减缓然后停止缩表。这些与会者建议，委员会应该在做出减缓缩表速度的决定之前就开始讨论具体措施，并及时通知公众

图3 美国货币政策代理变量利率已明显高于联邦基金利率 (%)


资料来源：美国旧金山联储官网，海通证券研究所

根据 CME 观察显示，截至 1 月 4 日，市场预期美联储在 3 月大概率降息，概率为 68.3%；预期 2024 年有 6 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4 市场预期美联储大概率在3月降息(%)

CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	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%	6.7%	93.3%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.4%	63.9%	31.7%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.5%	51.9%	38.2%	6.4%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.2%	51.7%	37.8%	6.3%	0.0%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	3.7%	46.4%	39.3%	9.8%	0.7%	0.0%
2024/9/18	0.0%	0.0%	3.4%	43.0%	39.9%	12.2%	1.4%	0.1%	0.0%
2024/11/7	0.0%	2.2%	28.8%	41.0%	22.1%	5.3%	0.5%	0.0%	0.0%
2024/12/18	1.8%	24.5%	39.0%	25.2%	8.0%	1.3%	0.1%	0.0%	0.0%

资料来源：CME，海通证券研究所，截至1月4日。

风险提示：美国经济超预期；美联储货币政策超预期。

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。