

宏观点评 20231214

美联储 12 月会议：降息拷问

2023 年 12 月 14 日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书：S0600523010001

shaox@dwzq.com.cn

相关研究

《货币政策新导向下的 11 月金融数据》

2023-12-13

《11 月美国通胀: 3.1% 能否打开降息预期? 》

2023-12-13

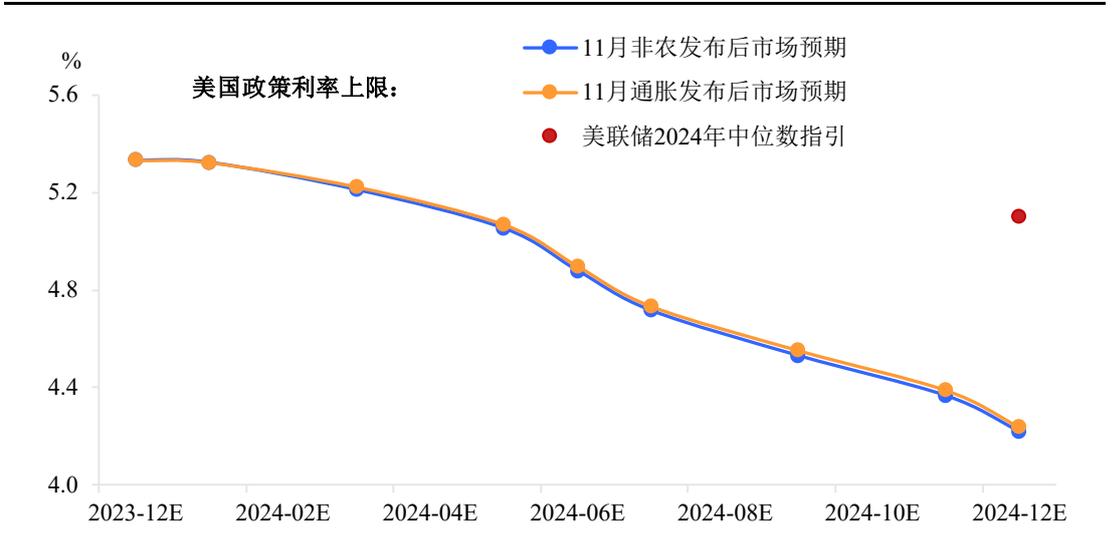
- 2023 年最后一次议息，预计美联储紧缩的手依然坚定，可能直接反驳市场对于明年 3 月降息的预期。强劲的就就业及年内“唯二”加速上涨的超级核心通胀也没能压制住市场迫切想要开始降息的共识，不过在美债利率超跌引导金融条件宽松的背景下，美联储在 12 月的会议上选择的“不作为”，态度明显是在继续为“鹰”派站台。
- 那么具体来看，本次会议主要有以下三点值得关注：
 - 一是预计维持对 2024 年利率指引，这可能是本次会议美联储对市场降息的最直接反驳。正如鲍威尔所说“现在就信心十足地断定政策利率已经足够限制还为时过早”，且“时机尚不成熟”，暗示短期内没有降息的可能。
 - 二是可能并未弱化通胀风险。虽然美联储对于 2023 年核心通胀的预测下降，但是对于 2024 年的调整幅度明显更克制。这意味着近期核心通胀环比增速的走高，使得美联储认为通胀缓解的证据尚不确凿。
 - 三是对经济韧性更有信心。美联储或上调 2024 年经济增速，但对同期失业率的维持和通胀的小幅下调表明美联储对“软着陆”前景的乐观。
- 对于市场定价明年 3 月就降息，美联储怎么看？对美联储而言，3 月开始降息的“底牌”是满足如下两个条件：一是美国经济“急转直下”陷入衰退；二是核心通胀在明年上半年快速降至 2%。
- 明年二季度开启对降息的讨论，是基于核心通胀的良性放缓。此前鲍威尔指出更加关心的是 6 个月年化核心通胀的变化。美国 11 月的六个月年化核心通胀，自 2021 年初以来首次降至了 3% 以下。倘若这一指标能够连续放缓至美联储合意的 2% 水平上，届时开启降息则更为合理。
- 但基准情形之外，如果美国经济在通胀较高的背景下实现了“软着陆”，降息时点将从二季度延后。美联储曾在去年年底误判通胀的走势，而如今考虑到房价企稳、商品价格的卷土重来很可能破坏降低通胀的努力。如果核心通胀打破良性放缓的趋势，那么到 2024 年年底，核心通胀都尚难回到 3%。
- 2024 年哪种降息情形实现的可能性更高？美国经济在上半年衰退概率低、核心通胀回落较为缓慢的情况下，达到在 2024 年 3 月就条件的概率极低。根据我们测算，明年上半年美国 6 个月年化核心通胀的很可能小幅上涨，转而在下半年才能回落至美联储合意的水平。那么这与第二种情形则更为接近，由此意味着下半年开始降息更加合理、可能性更大。对于投资者而言，美联储不急于在 2024 年提早开始降息，美债利率的超调将被“矫正”，市场与美联储分歧的进一步收敛，引导美债利率下行空间受限。美股短期内受制于分母端，其上行可能并不顺畅。
- 风险提示：全球通胀超预期上行，美国财政及货币政策超预期，美国经济提前进入显著衰退，俄乌及巴以冲突的局势失控。

图1: 长端美债收益率在转向预期下跌幅过大, 导致金融条件转向宽松



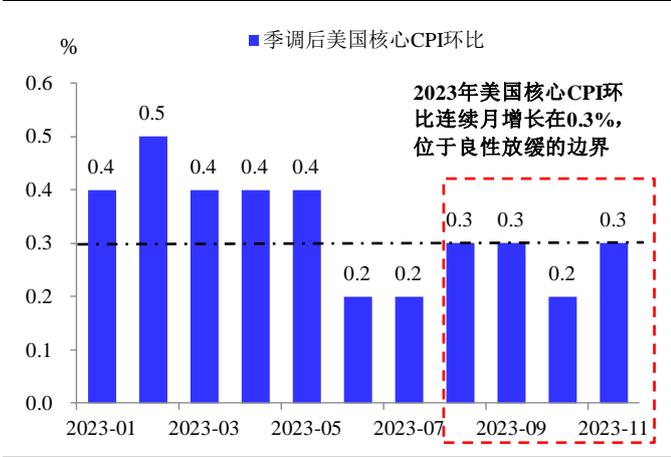
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 美联储与市场对于降息的路径存在较大分歧



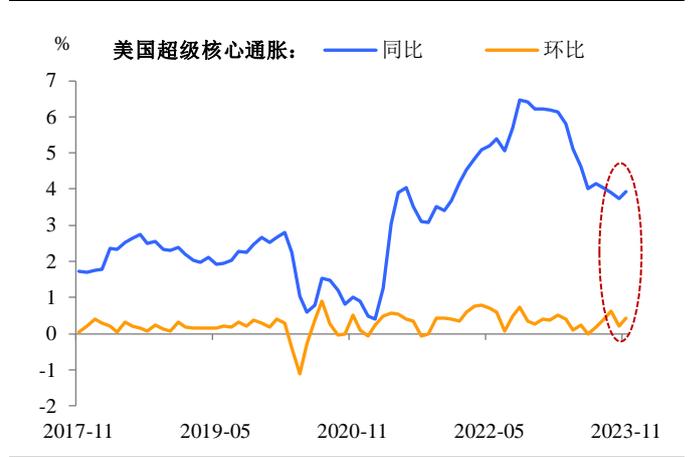
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 核心通胀连续沿着良性放缓的上沿下降



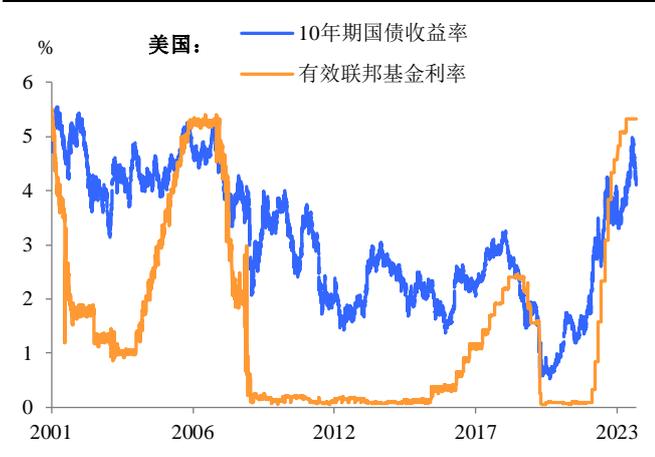
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 超级核心通胀出现加速



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图5: 美债收益率当前有所超调



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 美债利率回调压制美股估值



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>