

美联储洞察系列（九）

“鹰”与“鸽”的平衡——美联储2023年12月会议解读

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

范城恺 投资咨询资格编号
S1060523010001
FANCHENGKAI146@pingan.com.cn



事项：

美国时间2023年12月13日，美联储FOMC会议维持利率不变，经济预测和点阵图显示，2024年美国前景乐观，美联储或适度降息。声明公布及鲍威尔讲话后，市场交易宽松：10年美债利率日内跌15BP至4.02%，美元指数日内跌0.8%至103下方，美股三大指数收涨1.4%左右。

平安观点：

- **会议声明与经济预测：2024年美国前景乐观，仍有75BP降息。**本次会议维持利率不变，且基本确认利率达峰。经济预测显示，1) 经济增长：大幅上修2023年经济增长预测由2.1%至2.6%；小幅下修2024年经济增长预测0.1个百分点至1.4%。2) 通胀：大幅下修2023年PCE和核心PCE预测，分别至2.8%和3.2%；小幅下修2024年PCE和核心PCE预测，分别至2.4%和2.4%。3) 就业：维持2023-2025年失业率预测不变。4) 利率：2024年政策利率预测中值为4.5-4.75%，对应降息75BP。
- **鲍威尔讲话：暗示“完美去通胀”，不回避降息讨论。**整体来看，鲍威尔传递出很多市场喜闻乐见的信息：一方面，对经济和通胀的看法高度乐观。多次提及本轮通胀明显回落但失业率并未大幅上升（即“完美去通胀”），表明类似趋势有望延续，并不担忧美国经济超预期衰退。另一方面，没有刻意回避降息问题。在记者的频繁提问中，其透露的关键信息包括，美国经济走弱、甚至“弱于趋势的增长”都不是降息的必要条件，降息也可以仅仅是货币政策正常化，会在通胀回落至2%以前降息以避免紧缩过度。
- **政策逻辑：“鹰”与“鸽”的平衡。**本次会议前市场预计美联储口头上会进行“鹰派”引导、不愿讨论降息。但面对正在走弱的经济，美联储也需要表现出一定灵活性；过于僵化的政策立场可能徒增市场对经济的担忧，引发不必要的金融市场波动。我们倾向认为，美联储在2024年二季度就有可能讨论甚至实施降息。如果提早降息能够避免经济超预期下滑，那么本轮降息周期可以以更慢更平缓，令高利率维持较长时间，反而有益于遏制通胀；尽量避开大选关键时点降息，反而有益于货币政策保持独立性。
- **市场展望：关注“宽松交易”的节奏与边界。**一是，美国经济下行的节奏会否比主流预期得更慢。当前的“宽松交易”行情可能会经历一定反复。二是，美联储本轮降息节奏会否比预期更慢、“中性利率”水平会否长期上移。美国及全球资产的定价逻辑或需重新审视，例如10年美债利率下行的空间和节奏可能受限，美股在新的估值环境中或更看重“盈利”等。
- **风险提示：美国经济金融风险超预期，全球供应链稳定性不及预期，美国政治前景不确定等。**

美联储 2023 年 12 月会议维持利率不变，且基本确认利率达峰。经济预测显示，2024 年美国通胀继续回落，经济有望实现“软着陆”，同时美联储也有望开启降息周期，全年降息幅度在 0.75 个百分点左右。鲍威尔讲话对经济前景十分乐观，同时也没有刻意回避“降息”讨论，暗示降息前提未必需要经济走弱，也可以仅视为“货币政策正常化”。展望后市，市场虽有乐观的基础，但也值得思考“宽松交易”的节奏和边界。

1. 会议声明：维持利率不变

美联储 2023 年 12 月议息会议声明，维持联邦基金利率为 5.25-5.5% 目标区间，符合 11 月会议后的市场主流预期。同时，美联储维持其他政策利率：1) 将存款准备金利率维持在 5.4%；2) 将隔夜回购利率维持在 5.5%；3) 将隔夜逆回购利率维持在 5.3%；4) 将一级信贷利率维持在 5.5%。缩表方面，美联储将维持原有计划，每月被动缩减 600 亿美元国债和 350 亿美元机构债券和 MBS。

图表1 美联储 2023 年 12 月议息会议声明：货币政策部分

2023 年 12 月美联储 FOMC 声明
<p>美联储已做出以下决定，以实施联邦公开市场委员会在 2023 年 12 月 13 日的声明中宣布的货币政策立场：</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ 美联储系统理事会一致投票决定将准备金余额支付的利率维持在 5.4%，自 2023 年 12 月 14 日起生效。 ■ 作为其政策决定的一部分，联邦公开市场委员会投票授权和指示纽约联邦储备银行的公开市场服务台，除非另有指示，否则根据以下国内政策在系统公开市场账户中执行交易指示： <ul style="list-style-type: none"> ■ "自 2023 年 12 月 14 日起，联邦公开市场委员会指示： <ul style="list-style-type: none"> ● 必要时进行公开市场操作，以将联邦基金利率维持在 5.25% 至 5.5% 的目标范围内。 ● 进行隔夜回购协议操作，最低投标利率为 5.5%，总操作限额为 5000 亿美元。 ● 以 5.3% 的发行利率和每天 1600 亿美元的每个交易对手限额进行隔夜逆回购协议操作。 ● 在拍卖中展期美联储持有的每个日历月到期的美国国债的本金支付金额，只针对每月超过 600 亿美元的部分。赎回不超过此上限的国库券，以及在息票本金支付低于每月上限的情况下赎回国库券。 ● 将每个日历月收到的美联储持有的机构债务和机构 MBS 的本金支付金额再投资到机构 MBS，只针对每月超过 350 亿美元的部分。 ● 如果出于运营原因需要，允许适度偏离规定的再投资金额。 ● 必要时参与美元展期和息票掉期交易，以促进美联储机构 MBS 交易的结算。 ■ 在一项相关行动中，美联储系统理事会一致投票批准将初级信贷利率维持在 5.5%。

资料来源：美联储，平安证券研究所

经济和政策描述部分，12 月会议声明变化不大，主要变化包括：1) 在描述经济增长速度时，提到近期经济增长较三季度放缓。2) 在描述通胀时，新增了一句总结，即“过去一年（通胀）降温”（haseased over the past year）；3) 在货币政策部分，在“额外政策巩固”前多加了一个“任何（any）”。这些变化符合近一个月、以及近一年美国经济数据走势。

图表2 美联储 2023 年 12 月议息会议声明：经济和政策描述部分

2023 年 12 月美联储 FOMC 声明 (中文)	2023 年 12 月美联储 FOMC 声明 (英文)
<ul style="list-style-type: none"> ■ 近期指标显示经济活动在三季度经济强劲增长后出现放缓。今年以来就业增长有所放缓但仍保持强劲，失业率保持在较低水平。通胀在近一年出现缓和但仍然很高。 ■ 美国的银行体系是健全和有韧性的。家庭和企业的金融和信贷环境收紧可能拖累经济活动、就业和通胀。这些影响的程度仍不确定性。 ■ 该委员会的目标是在较长时期内以 2% 的增长率实现最大的就业率和通货膨胀率。为支持这些目标，委员会决定将联邦基金利率的目标范围维持在 5.25-5.5%。委员会将继续评估额外信息及其对货币政策的影响。在确定任何额外的政策巩固的程度上，委员会将考虑到货币政策的累积紧缩、货币政策对经济活动和通货膨胀的滞后影响、以及经济和金融发展。此外，委员会将继续减少其持有的国债和机构债务以及机构抵押贷款支持证券，按照此前公布的计划。委员会坚定地致力于将通货膨胀率恢复到 2% 的目标。 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Recent indicators suggest that growth of economic activity has slowed from its strong pace in the third quarter. Job gains have moderated since earlier in the year but remain strong, and the unemployment rate has remained low. Inflation has eased over the past year but remains elevated. ■ The U.S. banking system is sound and resilient. Tighter financial and credit conditions for households and businesses are likely to weigh on economic activity, hiring, and inflation. The extent of these effects remains uncertain. The Committee remains highly attentive to inflation risks. ■ The Committee seeks to achieve maximum employment and inflation at the rate of 2 percent over the longer run. In support of these goals, the Committee decided to maintain the target range for the federal funds rate to 5-1/4 to 5-1/2 percent. The Committee will continue to assess additional information and assess its implications for monetary policy. In determining the extent of any additional policy firming that may be appropriate to return inflation to 2 percent over time, the Committee will take into account the cumulative tightening of monetary policy, the lags with which monetary policy affects economic activity and inflation, and economic and financial developments.

资料来源: 美联储, 平安证券研究所

2. 经济预测：2024 年经济不弱，仍有 75BP 降息

美联储 2023 年 12 月发布的经济预测 (SEP)，相较 9 月的主要变化包括：

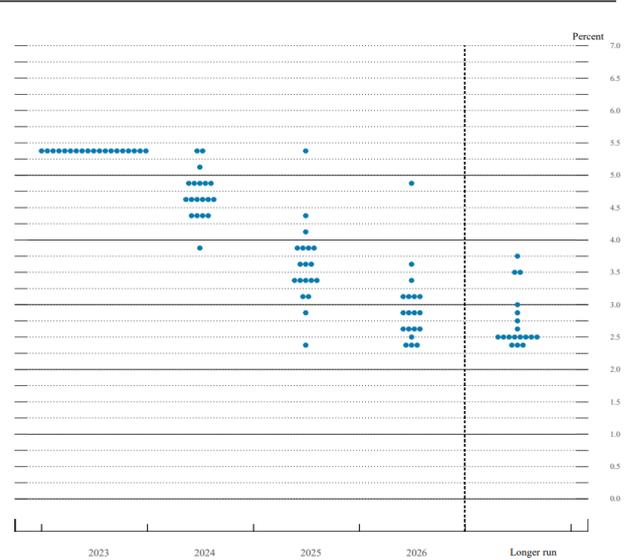
- 1) **经济增长**：大幅上修 2023 年经济增长预测，由 2.1%至 2.6%；小幅下修 2024 年经济增长预测 0.1 个百分点至 1.4%。
- 2) **通胀**：大幅下修 2023 年 PCE 和核心 PCE 预测，均下修 0.5 个百分点，分别至 2.8%和 3.2%；**小幅下修 2024 年 PCE 和核心 PCE 预测**，分别至 **2.4%和 2.4%**，下修幅度为 **0.1-0.2 个百分点**。
- 3) **就业**：维持 2023-2025 年失业率预测不变。
- 4) **利率**：点阵图显示，**2024 年政策利率预测中值为 4.5-4.75%，对应累计降息 75BP**；2025 年利率预测中值在 3.5-3.75%，对应年内累计降息 100BP；2026 年政策利率预测中值为 2.75-3%，仍高于 2.5%的长期利率水平。

图表3 2023年12月美联储经济预测

Variable	Median ¹				
	2023	2024	2025	2026	Longer run
Change in real GDP	2.6	1.4	1.8	1.9	1.8
September projection	2.1	1.5	1.8	1.8	1.8
Unemployment rate	3.8	4.1	4.1	4.1	4.1
September projection	3.8	4.1	4.1	4.0	4.0
PCE inflation	2.8	2.4	2.1	2.0	2.0
September projection	3.3	2.5	2.2	2.0	2.0
Core PCE inflation ⁴	3.2	2.4	2.2	2.0	
September projection	3.7	2.6	2.3	2.0	
Memo: Projected appropriate policy path					
Federal funds rate	5.4	4.6	3.6	2.9	2.5
September projection	5.6	5.1	3.9	2.9	2.5

资料来源: 美联储 (2023.12.13), 平安证券研究所

图表4 2023年12月美联储点阵图



资料来源: 美联储 (2023.12.13), 平安证券研究所

12月会议声明和经济预测公布后, 市场交易宽松: 10年美债利率一度下跌近10BP至4.05%; 美元指数跳水, 由103.9附近跌至103.2附近; 美股三大指数跳涨。

3. 鲍威尔讲话: 暗示“完美去通胀”, 不回避降息讨论

整体来看, 鲍威尔传递出很多市场喜闻乐见的信息: 一方面, 对经济和通胀的看法高度乐观。多次提及本轮通胀明显回落但失业率并未大幅上升(即“完美去通胀”), 表明类似趋势有望延续, 并不担忧美国经济超预期衰退。另一方面, 没有刻意回避降息问题。在记者的频繁提问中, 其透露的关键信息包括, 经济走弱、甚至“弱于趋势的增长”都不是降息的必要条件, 降息可能是一种货币政策正常化, 会在通胀回落至2%以前降息以避免紧缩过度(overshoot)。

鲍威尔讲话后, 市场进一步交易宽松: 10年美债利率进一步下跌至4.02%, 日内累计下跌15BP左右; 美元指数跌破103关口, 日内跌幅达0.8%; 美股三大指数涨幅扩大, 日内分别收涨1.37-1.40%。

具体来看:

- 1) 关于当前利率选择。记者会前两个问题急于确认本轮加息是否已经到顶。鲍威尔称, 在“多快、多高、多久”的三维度框架下, 目前我们仍处于思考“多高”的阶段, 目前的利率可能已经接近或达到顶部, 尽管不能完全排除再加息的可能; 本次会议并未讨论何时降息; 不过, 由于涉及经济预测, 难免会有与降息相关的讨论。但其也提到, 政策自然会考虑下一步, 即何时退出(dialing back)前期适时的一系列紧缩政策。
- 2) 关于降息。本次会议中有近一半的记者问题都围绕“降息”, 可见市场对此最为关注。记者们通过一系列问题, 试图梳理美联储降息的可能驱动因素。鲍威尔没有明确给出降息的条件, 但是给出了一些“排除法”: 1) “低于趋势的经济增长(below-trend growth)”或非降息的必要条件, 前提是其不影响通胀顺利回落; 2) 经济走弱未必是降息的必要条件, 有可能降息只是货币政策正常化(Normalizing)。3) 通胀回落到2%目标前(well before)就会降息, 以避免紧缩过度(overshoot), 通胀完全回到2%时才降息会太迟; 4) 强调美联储决策独立于美国政治, 否认美国大选对降息决策的影响。此外, “新美联储通讯社”Nick Timiraos问道, 如何看待市场降息预期比美联储预测更加领先? 鲍威尔称, 美联储致力于做好自己认为正确的事情; 长期来看, 金融市场条件与政策是基本匹配的, 短期波动是正常的。有记者问, 如果

保证美联储降息不会“落后于曲线”？鲍威尔称，美联储正在关注走得过远的风险；但也强调，美国经济十分强劲。

- 3) **关于经济。**有记者问，是否有信心美国经济一定能够避免衰退？鲍威尔称，经济前景必然有其不确定性，但从目前的状况看，(避免衰退)是可以的；其强调，从一开始其就认为，存在一种可能，令通胀降温的同时避免经济明显降息(即所谓的“完美去通胀”)。有记者问，今年美国经济超预期的地方在哪？鲍威尔强调两方面，一是供给端的改善(令通胀降温)比预期更顺利，二是就业市场比预期的更强劲。金融时报(Financial Times)记者问，如何看待公众对经济的看法偏负面、但政策预期偏正面的背离？鲍威尔称，虽然通胀回落、但价格水平仍高，可能是一个原因。有记者问，华尔街不少观点认为美联储抗击通胀“最后一英里”会更艰难，如何看待？鲍威尔称，基于目前情况，其否认“最后一英里”会更艰难。
- 4) **关于通胀。**有记者问，是否认为美国通胀会继续明显(incredibly)下降？鲍威尔称，目前已经看到通胀大幅下降的进展，美联储为此感到高兴，但也希望看到更多进展。有记者问，如何看待核心通胀的进展？鲍威尔称，即便核心通胀相对具有粘性，其也看到了积极进展；目前通胀中的三大部分，即商品、住房服务、非住房服务，都同步出现改善。
- 5) **关于就业。**有记者问，如何判断就业市场达到平衡？鲍威尔并未直接回答，其强调，目前就业仍在增长，但企业用工短缺问题明显缓解；工资增速偏高但也有所回落；整体来看，就业市场前景乐观。
- 6) **关于缩表。**有记者问，美联储会否考虑改变缩表节奏？尤其在降息临近的时候？鲍威尔称，目前美联储尚未讨论改变缩表速度；其提到，需要看到准备金余额略高于“充足准备金”水平(reserve balance somewhat above the level consistent with ample reserve)；缩表和降息决策是有相关性的(dependent)，但也取决于降息的背景，出于“正常化”和因为“经济很弱”降息是很不一样的。

4. 政策逻辑：“鹰”与“鸽”的平衡

本次会议前，市场预计美联储口头上会进行“鹰派”引导、不愿讨论降息，旨在避免市场预期“抢跑”，降息预期过于夸张，金融市场条件过快放松，这不符合“限制性”的政策立场。但面对正在走弱的经济(截至12月7日最新GDPNow模型显示Q4经济仅增长1.2%，远低于Q3的5.2%)，以及未来一年经济走势的高度不确定性，美联储也需要表现出一定灵活性；过于僵化的政策立场可能徒增市场对经济的担忧，引发不必要的金融市场波动。

我们在报告《2024年美联储利率政策展望》中，初步探讨了美联储适度降息的可能，并倾向于认为2024年美联储可能降息0.5-1个百分点。本次会议的点阵图显示，官员们预计2024年降息0.75个百分点左右，基本符合我们的预期。下一个关键问题是降息的节点、节奏。我们倾向于认为，**美联储在2024年二季度就有可能讨论甚至实施降息**。以下是可能的驱动因素：

一是，**经济或通胀下行比预期更快**。当前市场对于2024年美国经济的判断仍有很大分歧。不乏相对悲观的预测，如美国咨商会11月最新预测显示，2024年美国实际GDP仅增长0.8%，远低于美联储本次预测的1.4%。

二是，“**预防式降息**”。美联储可能在经济走弱信号增多时，选择适当降息以防止经济过快降温，历史上有迹可循(例如1989年、1995年和2019年等)。此外，如果提早降息能够避免经济超预期下滑、或金融市场危机，那么本轮降息周期可以更慢更平缓，令高利率维持较长时间，反而有益于遏制通胀。正如鲍威尔本次提到，降息的条件未必是经济走弱，也可以视为一种货币政策的“正常化”趋势。

三是，**避免大选干扰**。2024年底美国大选前，美联储尽早降息，或能一定程度上避免选情对货币政策独立性的干扰。尽管本次鲍威尔“政治正确”地否认了大选影响，但实质上，尽量避开大选关键时点而降息，反而有益于货币政策保持独立性。

5. 市场展望：关注“宽松交易”的节奏与边界

对市场而言，美联储降息的背景和原因，比美联储会否降息更为重要。目前来看，我们认为或有两方面“预期差”值得警惕：

一是，美国经济下行的节奏会否比主流预期更慢。2023 年四季度美国经济边际走弱，但这可能并非连贯趋势，11 月非农数据超预期回暖便是一例。如是，当前的“宽松交易”行情（美债利率和美元指数下行、美股受估值驱动上行）可能会经历一定反复。

二是，美联储本轮降息节奏会否比预期更慢、“中性利率”水平会否长期上移。历史上，美联储降息周期大多较为连贯，但背景是经济快速走弱。如果本轮美国经济持续有韧性，美联储在首次降息后或许也会按下“暂停键”。进一步思考，如果美国经济能够摆脱国际金融危机以来的“三低”（低增长、低通胀、低利率）格局，政策利率中枢或许将长期偏高。如是，美国及全球资产的定价逻辑或需重新审视，例如 10 年美债利率下行空间可能有限，美股在新的估值环境中或更看重“盈利”等。

风险提示：美国经济金融风险超预期，全球供应链稳定性不及预期，美国政治前景不确定等。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2023 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120

北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层
邮编：100033