

2023 年 12 月 14 日

## 加息周期结束，但联储降息预期管理或面临挑战

宏观研究团队

——12 月 FOMC 会议点评

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

潘纬桢（联系人）

panweizhen@kysec.cn

证书编号：S0790122110044

事件：美联储于北京时间 12 月 14 日凌晨 3 点发布 2023 年 12 月 FOMC 会议声明，再次宣布暂停加息。

### ● 声明及发布会要点

1. 美联储宣布再次暂停加息，缩表将继续按 2022 年 5 月计划有序进行。
2. 美联储对美国经济看法有所转向。在声明中，美联储的措辞同 11 月份相比有所变化，其认为美国经济活动增长速度较第 3 季度的强劲增速有所放缓，11 月份则认为以强劲的步伐扩张。就业方面，则认为美国就业放缓但保持强劲，而 11 月份则仅认为就业市场较为强劲。通胀方面，认为通胀有所放缓，而 11 月份则仅认为通货膨胀依然很高。
3. 美联储在此次会议下调 2024 年经济增长预测、PCE 以及核心 PCE 预测，失业率预测维持不变。点阵图显示加息已经结束，**2024 年预计将降息至 4.5%-4.75%**，较 9 月会议有较大改变。
4. 发布会上，鲍威尔表态较为鸽派，后续联储的讨论重点或将是何时降息。在发言稿以及问答中，美联储主席鲍威尔表示当前通胀水平仍然较高，委员会将根据经济前景以及风险平衡来谨慎行事。如果有需要，可以在适当的情况下进一步收紧政策。但当前利率已经非常具有限制性水平，**基准情形下，不会继续加息，非常关注保持利率水平太高太久的危险**，标志着美联储基本确认加息周期已结束。在后续的降息方面，鲍威尔表示**当前委员会已经开始讨论降息**，后续也将会继续讨论，但尚处在非常早期的阶段，认为降息是正常化而非经济出现衰退的信号。

### ● 降息开启“倒计时”，但联储的相关预期管理或面临挑战

1. **就业更加均衡、去通胀进程未有逆转，继续加息或已无必要。**当前美国去通胀进程没有逆转，劳动力市场前景也较乐观，是联储决定停止加息的重要原因。当前美国的实际利率水平对经济的限制性已经较为确定，且 4 季度美国经济增长的动能正在下降，继续加息或已无必要。
2. **美联储的降息预期管理或将面临一定挑战。**我们认为后续美联储的降息预期管理或将面临挑战，一则若市场表现持续与美联储表态背离，会对美联储的货币政策效果起到较大的干扰；二则考虑到美国居民的资产结构，市场定价积极如果助推风险资产上涨，很有可能会使得经济韧性更强，通胀下行之路更加曲折。

### ● 市场短期风险偏好将会有所提振

发布会后，市场反应较为积极。美股方面，在发布会后，美股快速上涨，道琼斯指数创下新高；美债方面，发布会后 10 年期美债收益率快速下降；美元方面，发布会后以快速下降；黄金则迎来一定幅度上涨。我们认为随着美联储正式转向且态度转鸽，市场短期风险偏好将会有所提振。

● **风险提示：**国际局势紧张引发通胀超预期，美国经济超预期衰退。

### 相关研究报告

《去通胀斜率趋平，市场降息预期或将  
继续修正——美国 11 月 CPI 点评》  
-2023.12.13

《首要任务与中心工作——宏观经济点  
评》-2023.12.13

《以进促稳 先立后破——宏观周报》  
-2023.12.10

## 目 录

1、 声明及发布会要点 .....	3
1.1、 加息再次暂停，对美国经济看法有所转向.....	3
1.2、 经济预测下调通胀预测，点阵图显示加息已经结束.....	3
1.3、 发布会上，鲍威尔表态较为鸽派 .....	5
2、 降息开启“倒计时”，但联储的相关预期管理或面临挑战.....	5
2.1、 就业更加均衡、去通胀进程未有逆转，继续加息或已无必要.....	5
2.2、 美联储的降息预期管理或将面临一定挑战.....	6
3、 市场风险偏好短期或将有所提振 .....	7
4、 风险提示 .....	7

## 图表目录

图 1： 9 月点阵图显示加息至 5.5%-5.75% .....	4
图 2： 12 月点阵图显示加息已经结束 .....	4
图 3： 实际政策利率水平已经较高 .....	6
图 4： GDPNow 模型预测 4 季度美国经济增速将下降.....	6
图 5： CME 数据显示 2024 年将有 5 次降息.....	6
图 6： 美股录得较大涨幅 .....	7
图 7： 10 年期美债收益率下降 .....	7
图 8： 美元指数下降 .....	7
图 9： 黄金价格上行 .....	7
表 1： 美联储 12 月决议内容相较于 11 月有所改变.....	3
表 2： 美联储继续下调 2024 年经济增长预测（%） .....	4

**事件：**美联储于北京时间12月14日凌晨3点发布2023年12月FOMC会议声明，再次宣布暂停加息。

## 1、声明及发布会要点

### 1.1、加息再次暂停，对美国经济看法有所转向

美联储在此次会议上再次宣布暂停加息，为本轮加息周期以来第四次。缩表方面，将继续按照2022年5月份会议上发布的《缩减美联储资产负债表规模的计划》来有序缩减持有国债及MBS。

在声明中，美联储的措辞同11月份相比有所变化，主要体现在对美国经济、就业、通胀的看法上有所转向。声明中认为美国经济活动增长速度较第3季度的强劲增速有所放缓，11月份则认为是以强劲的步伐扩张。就业方面，则认为美国就业放缓但保持强劲，而11月份则仅认为就业市场较为强劲。通胀方面，认为通胀有所放缓，而11月份则仅认为通货膨胀依然很高。

**表1：美联储12月决议内容相较于11月有所改变**

声明要点	11月会议表述	12月会议表述
<b>美国经济</b>	最近的指标显示3季度经济活动继续以 <b>强劲的步伐</b> （strong pace）扩张。	最近的指标表明，经济活动的增长速度较第三季度的强劲增速 <b>有所放缓</b> （slowed from its strong pace）。
<b>就业与通胀</b>	美国 <b>就业增长依旧强劲</b> ，失业率保持在低位，通货膨胀率仍然很高。	<b>就业增长有所放缓</b> ，但仍保持强劲，失业率也保持在较低水平。过去一年 <b>通胀有所放缓</b> ，但仍处于高位。
<b>银行业风险</b>	美国银行体系健全且富有弹性。家庭和企业的 <b>金融与信贷</b> 条件收紧可能会对经济活动、招聘和通胀造成压力。这些影响的程度是不确定的。委员会仍然 <b>高度关注通胀风险</b> 。	美国银行体系健全且富有弹性。家庭和企业的金融和信贷条件收紧可能会对经济活动、就业和通货膨胀造成压力。这些影响的程度仍不确定。委员会仍高度关注通胀风险。
<b>货币政策行动</b>	委员会决定将联邦基金利率的目标范围 <b>维持在</b> 5.25% 至 5.5%。将继续评估更多信息及其对货币政策的影响。在确定适当的额外政策紧缩程度时，将考虑货币政策的累积紧缩、货币政策影响经济活动和通胀的滞后性，以及经济和金融状况。此外，将按原计划继续减少其持有的国债、机构债务和机构抵押贷款支持证券。	委员会决定将联邦基金利率的目标范围 <b>维持在</b> 5.25% 至 5.5%。将继续评估更多信息及其对货币政策的影响。在确定适当的额外政策紧缩程度时，将考虑货币政策的累积紧缩、货币政策影响经济活动和通胀的滞后性，以及经济和金融情况。此外，将继续按照原计划减少其持有的国债、机构债务和机构抵押贷款支持证券。
<b>货币政策立场</b>	将继续监测即将发布的信息对经济前景的影响，包括公共卫生、劳动力市场状况、通胀压力和通胀预期以及金融和国际形势等信息，同时如果出现可能阻碍相关货币政策目标实现，将会准备适当调整货币政策立场。	将继续监测即将发布的信息对经济前景的影响，包括公共卫生、劳动力市场状况、通胀压力和通胀预期以及金融和国际形势等信息，同时如果出现可能阻碍相关货币政策目标实现，将会准备适当调整货币政策立场。

资料来源：美联储、开源证券研究所

### 1.2、经济预测下调通胀预测，点阵图显示加息已经结束

美联储在此次会议下调2024年经济增长预测、PCE以及核心PCE预测，失业率预测维持不变。点阵图显示加息已经结束，2024年预计将降息至4.5%-4.75%，较9月会议有较大改变。

经济预测方面，美联储下调2024年经济增长和通胀预测，失业率预测维持不变。与9月份相比，本次美联储将2024年GDP增速预测由1.5%下调至1.4%，2025年则未有变动；失业率同9月份预测基本相同；**通胀水平预测则出现下调**，其中2024年PCE从9月份预测的2.5%下调至2.4%，核心PCE则从2.6%下调至2.4%。2024

年联邦基金利率则较9月份预测的5.1%下调0.5个百分点至4.6%。

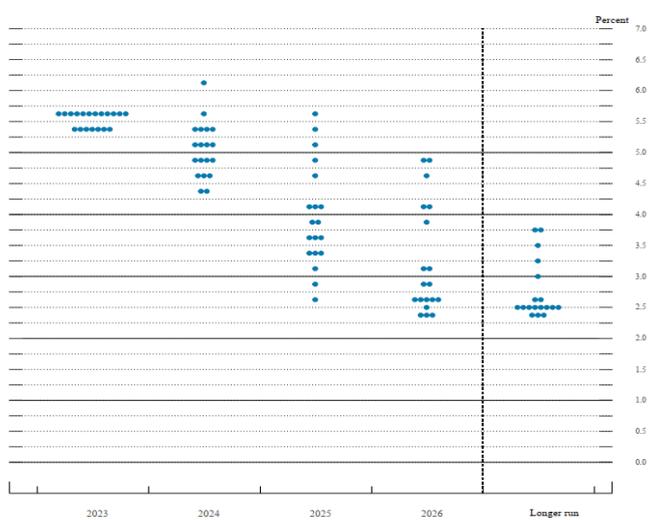
点阵图方面，此次点阵图相较于2023年9月份变化相对较大，一是12月份点阵图确认此轮加息已经结束，9月份则认为还有一次加息；二是此次点阵图显示2024年利率水平将会在4.5%-4.75%左右，较9月点阵图有较多下降。

表2：美联储继续下调2024年经济增长预测（%）

预测指标	预测年份	2023.06 预测值	2023.09 预测值	2023.12 预测值
GDP 增速	2023	1	2.1	2.6
	2024	1.1	1.5	1.4
	2025	1.8	1.8	1.8
	2026	/	1.8	1.9
失业率	2023	4.1	3.8	3.8
	2024	4.5	4.1	4.1
	2025	4.5	4.1	4.1
	2026	/	4	4.1
PCE	2023	3.2	3.3	2.8
	2024	2.5	2.5	2.4
	2025	2.1	2.2	2.1
	2026	/	2	2
核心 PCE	2023	3.9	3.7	3.2
	2024	2.6	2.6	2.4
	2025	2.1	2.3	2.2
	2026	/	2	2
联邦基金利率	2023	5.6	5.6	5.4
	2024	4.6	5.1	4.6
	2025	3.4	3.9	3.6
	2026	/	2.9	2.9

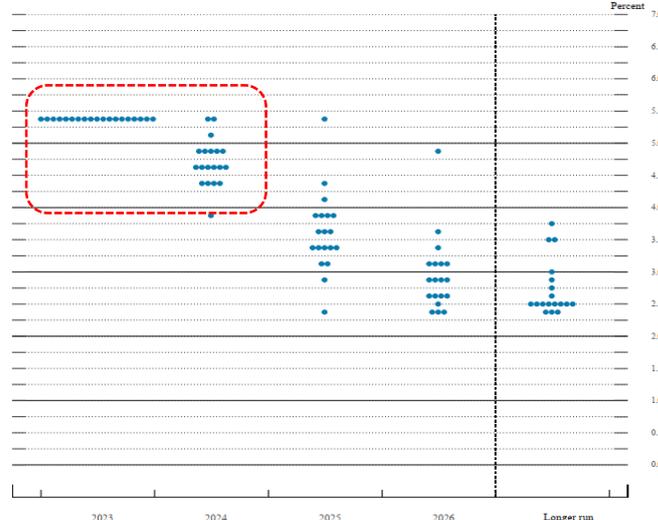
数据来源：美联储、开源证券研究所

图1：9月点阵图显示加息至5.5%-5.75%



资料来源：美联储

图2：12月点阵图显示加息已经结束



资料来源：美联储、开源证券研究所

### 1.3、发布会上，鲍威尔表态较为鸽派

从发布会上鲍威尔的发言和表态来看，整体表态较为鸽派，后续联储的讨论重点或将是何时降息。

在发言稿以及问答中，美联储主席鲍威尔表示当前通胀水平仍然较高，去通胀的进程仍然具有不确定性（the path forward is uncertain），而保持限制性的利率水平多久，委员会将根据经济前景以及风险平衡来谨慎行事。同时现在宣布取得抗击通胀的胜利为时过早，现在是通胀回落的同时没有发生严重的失业。如果有需要，可以在适当的情况下进一步收紧政策。但当前利率已经非常具有限制性水平（well into restrictive territory），基准情形下，不会继续加息，非常关注保持利率水平太高太久的危险（“very much focused” on the risk it keeps rates too high for too long），标志着美联储确认加息周期基本已经结束。

在后续的降息方面，鲍威尔表示当前委员会已经开始讨论降息，后续也将会继续讨论（will be a topic for us, looking ahead），但尚处在非常早期的阶段（Just at Beginning of Discussion on Policy Easing）认为降息是正常化而非经济出现衰退的信号，显示当前联储对降息的时点或尚未有定论。

在经济基本上，鲍威尔认为当前美国劳动力市场仍然较紧张，但是供需关系正在变的更加平衡，且劳动力供给紧张的时刻已经过去。通胀水平目前依旧很高，还需要看到更多的证据，才能确信通胀将会持续的回落至联储的目标区间，将重点关注核心通胀，并提示经济衰退仍有可能。

## 2、降息开启“倒计时”，但联储的相关预期管理或面临挑战

### 2.1、就业更加均衡、去通胀进程未有逆转，继续加息或已无必要

11月新增就业继续超过市场预期，且失业率继续下行，薪资增速下行斜率也在趋缓，均指向美国经济仍有韧性。不过数据虽然超预期，整体幅度并不大，且考虑到可能的下修压力，因此并不会触发就业市场大幅反弹的担忧，结合后续劳动力供给可能增加，就业市场供需平衡或将持续。从11月通胀数据来看，美国去通胀进程仍在持续，在2024年失去高基数效应的有利条件后，美国整体通胀水平的波动或将有所放大，不过核心通胀反弹的风险较小。

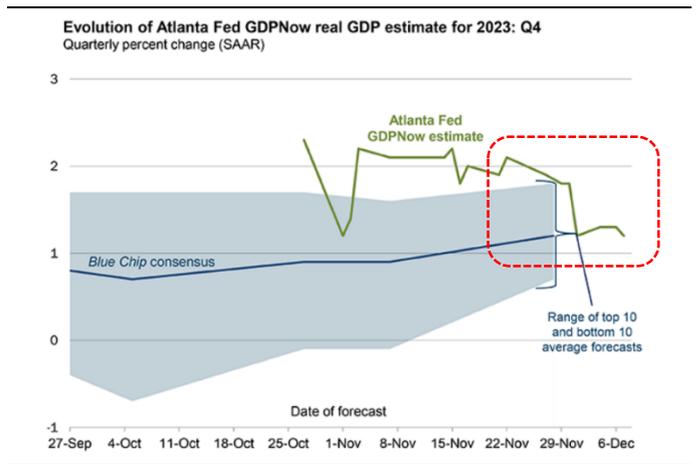
结合美联储主席鲍威尔的发言，我们可以看到，去通胀进程没有逆转，劳动力市场前景也较乐观，是联储决定停止加息的重要原因。更进一步来看，当前美国的实际利率水平（联邦基金有效利率-核心PCE）截至10月份已经接近2%，对于经济的限制性水平已经较为确定，且根据亚特兰大联储的GDPNow模型来看，4季度美国GDP环比折年率可能下降至1.2%左右，较3季度有较大跌幅，经济增长的动能正在下降，这或许也是美联储表示考虑风险平衡的重要原因之一。

图3：实际政策利率水平已经较高



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：GDPNow 模型预测 4 季度美国经济增速将下降



资料来源：亚特兰大联储、开源证券研究所

## 2.2、美联储的降息预期管理或将面临一定挑战

如何看待后续美联储的降息节奏？我们认为，11月以来，美国经济数据呈现出一一定的混乱性，但考虑到美国经济下行的趋势较为确定，在美联储数据依赖的决策机制下，市场对美联储的后续货币政策定价较为积极，各类资产均录得不同幅度的涨幅。往后看，在美联储已经基本确定加息结束的当下，市场对于美联储降息的定价可能更加积极。从CME利率市场期货的数据来看，相较于美联储的点阵图，市场预期会有更多次降息。因此，我们认为后续美联储的降息预期管理或将面临挑战，一则若市场表现持续与美联储表态背离，会对美联储的货币政策效果起到较大的干扰；二则考虑到美国居民的资产结构，市场定价积极如果助推风险资产上涨，很有可能会使得经济韧性更强，通胀下行之路更加曲折。

图5：CME 数据显示 2024 年将有 5 次降息

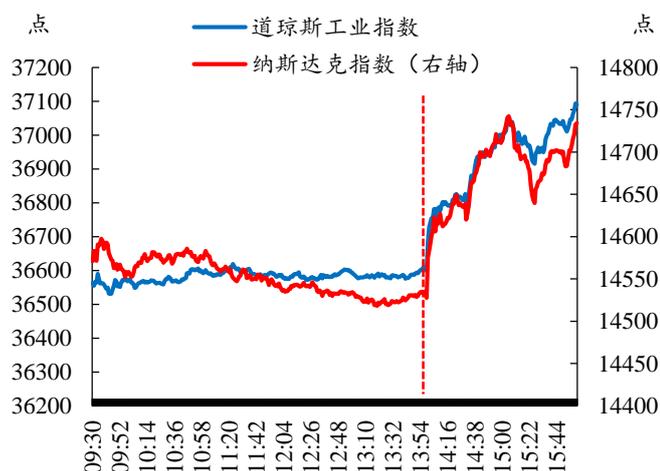
CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES											
MEETING DATE	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/1/31						0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	11.4%	88.6%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	9.3%	74.7%	16.0%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.9%	36.9%	49.9%	9.2%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.5%	16.7%	41.9%	34.2%	5.7%	0.0%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	11.7%	33.6%	36.7%	15.0%	1.9%	0.0%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.1%	2.2%	14.1%	34.0%	34.4%	13.6%	1.7%	0.0%	0.0%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.4%	3.9%	16.9%	34.0%	31.4%	11.9%	1.4%	0.0%	0.0%
2024/12/18	0.1%	1.3%	7.3%	21.4%	33.4%	26.4%	9.2%	1.1%	0.0%	0.0%	0.0%

数据来源：CME、开源证券研究所，注：数据截至北京时间 2023.12.14

### 3、市场风险偏好短期或将有所提振

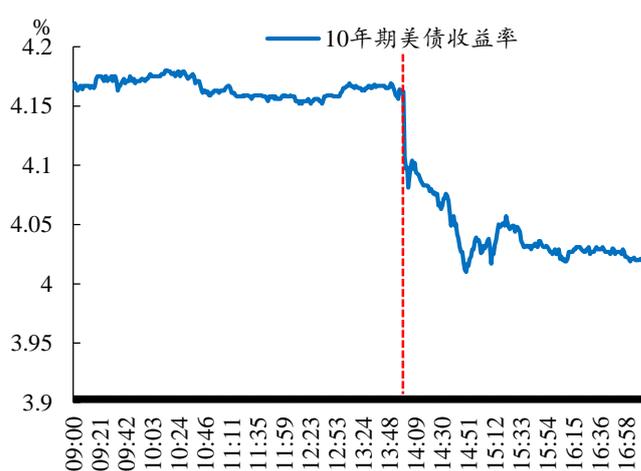
发布会后，市场反应较为积极。美股方面，在发布会后，美股快速上涨，道琼斯指数创下新高；美债方面，发布会后 10 年期美债收益率快速下降；美元方面，发布会后以快速下降；黄金则迎来一定幅度上涨。我们认为随着美联储正式转向且态度转鸽，市场短期风险偏好将会有所提振。

图6：美股录得较大涨幅



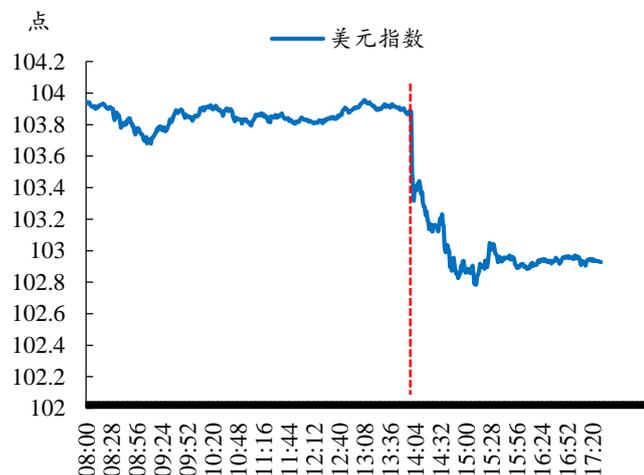
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：10年期美债收益率下降



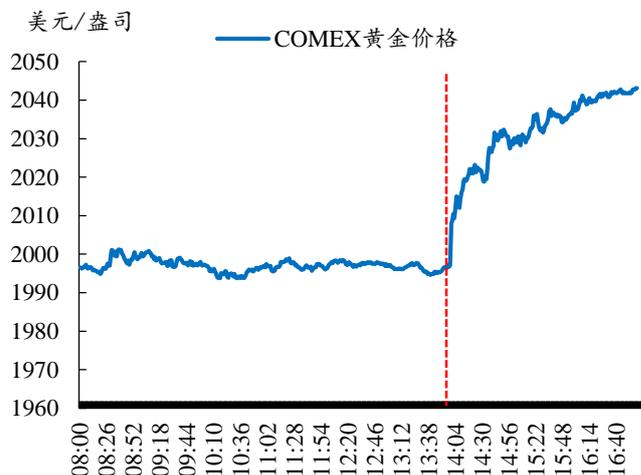
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：美元指数下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：黄金价格上行



数据来源：Wind、开源证券研究所

### 4、风险提示

国际局势紧张引发通胀超预期，美国经济超预期衰退。

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年11月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn