

降息空间打开： 12月FOMC议息会议点评

事件：

12月14日，美联储公布12月议息会议结果，维持联邦基金利率5.25%-5.5%不变，符合市场预期。

投资要点：

利率决议维持利率不变、符合市场预期，但承认经济和通胀有所回落，总体表态偏鸽，为后续降息打开空间：与11月相比，利率决议新增“最近的指标显示，经济活动已从第三季度的强劲势头放缓”、“通胀在过去一年已有所缓和”等表述，软着陆的概率在提升，总体表态偏鸽；

鲍威尔讲话暗示美联储加息大概率已结束，降息时机已在内部讨论过程中：鲍威尔谈到政策利率正处于或接近其峰值，如果条件适宜，美联储准备进一步收紧货币政策，但不太可能进一步加息，且在会议上讨论了降息时机，相关讨论仍在进行中，将谨慎做出决定。

经济预测隐含美国经济软着陆概率进一步提升：与9月相比，12月美联储SEP上调2023年经济增速预测（2.1%→2.6%）、下调PCE预测（3.3%→2.8%），对2024年GDP增速（1.5%→1.4%）和PCE（2.5%→2.4%）小幅下调，软着陆概率进一步提升。

点阵图隐含2024年降息75BP空间，较9月幅度明显提升：12月FOMC委员对2024、2025、2026年的政策利率预期的中位数分别为4.6%、3.6%、2.9%，也即2024年有75BP降息空间，而9月对未来三年的预测值分别是5.1%（25BP降息）、3.9%、2.9%，12月隐含降息水平较9月明显提升。

美联储偏鸽表态下，降息预期明显前置，市场风险偏好大幅提振，国内资产同样有望受益：议息会议结果公布后，CME利率期货已隐含全年降息150BP、最早或2024年3月开启降息的预期，美债、美股、黄金均大幅上涨。往后看，美联储降息空间打开，美元流动性压力边际缓解，同样对国内权益资产带来利好。但需指出的是，虽然美元流动性已迎来拐点，但本轮美国经济韧性仍然较强，短期流动性宽松交易或略有波折，需持续保持关注。

风险提示：一是美国经济强于预期；二是美联储表态超预期；三是海外市场大幅波动等。

团队成员

分析师 燕翔
执业证书编号：S0210523050003
邮箱：yx30128@hfzq.com.cn

分析师 许茹纯
执业证书编号：S0210523060005
邮箱：xrc30167@hfzq.com.cn

分析师 朱成成
执业证书编号：S0210523060003
邮箱：zcc30168@hfzq.com.cn

分析师 金晗
执业证书编号：S0210523060002
邮箱：jh30159@hfzq.com.cn

分析师 沈重衡
执业证书编号：S0210523060006
邮箱：szh30173@hfzq.com.cn

相关报告

- 1、《美债利率回落后的资产映射》—2023.11.17
- 2、《美联储按兵不动，降息交易尚待时日；11月FOMC会议点评》—2023.11.02
- 3、《经济韧性好于预期：美国三季度GDP数据点评》—2023.6.15

正文目录

1	利率决议维持不变，总体偏鸽.....	3
2	点阵图隐含 2024 年降息 75BP 空间.....	4
3	降息预期再度提前，有望带动市场风险偏好提振.....	5
4	风险提示.....	6

图表目录

图表 1:	12 月和 11 月议息会议利率决议文本对比.....	3
图表 2:	美联储官员经济预测中位数.....	4
图表 3:	点阵图隐含 2024 年降息 75BP 预期.....	5
图表 4:	CME 隐含全年降息 150BP、最早 2024.03 开启降息的预期.....	6

1 利率决议维持不变，总体偏鸽

利率决议维持利率不变、符合市场预期，承认经济和通胀有所回落，总体表态偏鸽，为后续降息打开空间：（1）**利率**：指引不变，维持联邦基金利率 5.25%-5.5% 不变，连续三次会议不加息，并重申“继续评估新的信息及其对货币政策的影响”，“将监控一系列经济数据和事态发展，以确定是否需要货币政策做“任何”进一步的收紧”，与 11 月相比新增“任何”的表述，基调略有转变；（2）**购债**：继续重申缩表按计划进行；（3）**经济**：关注到近期的经济活动已明显放缓，通稿中由“最近的指标显示，三季度经济活动以强劲的步伐扩张”改为“最近的指标显示，经济活动已从三季度的强劲势头放缓”；（4）**通胀**：强调通胀在过去一年已有所缓和，但也重申“通胀依然高企”，“委员会高度关注通胀风险，坚定致力于让通胀回到 2% 的目标”。

图表 1：12 月和 11 月议息会议利率决议文本对比

	12 月 FOMC 声明	11 月 FOMC 声明
利率	维持利率 5.25%-5.5% 不变。持续评估即将到来的消息及其对货币政策的影响。在确定 任何 可能适合将通胀率恢复到 2% 的额外政策收紧程度时，委员会将考虑货币政策的累积收紧、货币政策影响经济活动和通货膨胀的滞后性以及经济和金融发展	维持利率 5.25%-5.5% 不变。持续评估即将到来的消息及其对货币政策的影响。在确定可能适合将通胀率恢复到 2% 的额外政策收紧程度时，委员会将考虑货币政策的累积收紧、货币政策影响经济活动和通货膨胀的滞后性以及经济和金融发展
购债	根据此前的缩表计划，继续减少国债、机构债和机构 MBS 持有量	根据此前的缩表计划，继续减少国债、机构债和机构 MBS 持有量
经济	最近的指标显示， 经济活动已从第三季度的强劲势头放缓 。自今年早些时候以来，就业增长有所放缓，但仍强劲，失业率维持低位。美国银行体系稳健且有韧性。家庭和企业的金融和信贷条件收紧可能会对经济活动、招聘和通胀造成压力。这些影响的程度仍不确定。	最近的指标显示，三季度经济活动以强劲的步伐扩张。自今年早些时候以来，就业增长有所放缓，但仍强劲，失业率维持低位。美国银行体系稳健且有韧性。家庭和企业的金融和信贷条件收紧可能会对经济活动、招聘和通胀造成压力。这些影响的程度仍不确定。
通胀	通胀在过去一年有所缓和 ，但依然高企。委员会高度关注通胀风险，坚定致力于让通胀回到 2% 的目标	通胀依然高企。委员会高度关注通胀风险，坚定致力于让通胀回到 2% 的目标

来源：美联储、华福证券研究所；标红为新增或修改部分

鲍威尔讲话暗示美联储加息大概率已结束，降息时机已经在 FOMC 讨论过程中：

（1）**利率决策**：政策利率正处于或接近其峰值，如果条件适宜，美联储准备进一步收紧货币政策，但不太可能进一步加息；美联储在会议上讨论了降息时机，相关讨论仍在进行中，将谨慎做出决定；（2）**通胀**：美国通胀放缓，但仍然太高，已经看到核心通胀方面取得实质性进展，但整体上物价水准仍未降下来；（3）**经济**：薪资仍略高于与 2% 通胀率相符的水平，失业率非常低，整体劳动市场发展情势持续向好；无依据认为现在美国经济陷入了衰退，不排除明年经济衰退的可能性，通胀降温的同时经济有可能避免衰退。

2 点阵图隐含 2024 年降息 75BP 空间

与 9 月相比，12 月美联储 SEP 上调 2023 年经济增速预测、下调 PCE 预测，对 2024 年 GDP 增速和 PCE 小幅下调，软着陆概率进一步提升：（1）实际 GDP 增速上，对 2023 年预期较 9 月大幅上调（2.1%→2.6%），对 2024 年预期小幅下调（1.5%→1.4%）；（2）失业率上，与 9 月预测一致，2024 年失业率中枢或由 2023 年的 3.8% 提升至 4.1%；（3）通胀上，2023 年的 PCE（3.3%→2.8%）和核心 PCE（3.7%→3.2%）预测均大幅下调，2024 年的 PCE（2.5%→2.4%）、核心 PCE（2.6%→2.4%）同样小幅下调；（4）联邦基金利率上，对 2024 年预期由 5.1% 降至 4.6%，隐含全年 75BP 降息空间。

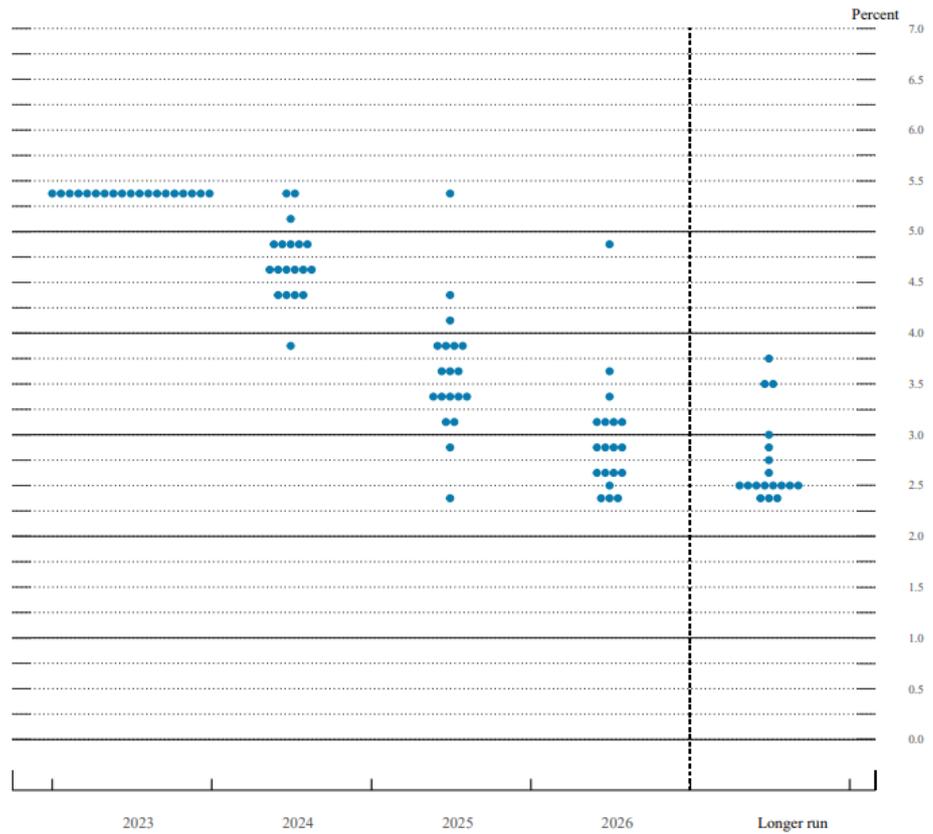
图表 2：美联储官员经济预测中位数

指标 (%)	预测时点	2023	2024	2025	2026	长期
实际 GDP 增速	2023.12	2.6	1.4	1.8	1.9	1.8
	2023.09	2.1	1.5	1.8	1.8	1.8
失业率	2023.12	3.8	4.1	4.1	4.1	4.1
	2023.09	3.8	4.1	4.1	4.0	4.0
PCE	2023.12	2.8	2.4	2.1	2.0	2.0
	2023.09	3.3	2.5	2.2	2.0	2.0
核心 PCE	2023.12	3.2	2.4	2.2	2.0	-
	2023.09	3.7	2.6	2.3	2.0	-
联邦基金利率	2023.12	5.4	4.6	3.6	2.9	2.5
	2023.09	5.6	5.1	3.9	2.9	2.5

来源：美联储、华福证券研究所

12 月点阵图暗示本轮加息已结束、2024 年或有 75BP 降息空间，较 9 月幅度明显提升。点阵图显示，12 月 FOMC 委员对 2024 年的政策利率预期的中位数为 4.6%，2025、2026 年分别为 3.6%、2.9%，2024 年与现在相比仍有 75BP 降息空间。而与之对比，9 月的点阵图中 FOMC 委员对未来三年的政策利率预期分别为 5.1%（25BP 降息）、3.9%、2.9%。12 月点阵图隐含的降息预期明显超过前值。

图表 3：点阵图隐含 2024 年降息 75BP 预期



来源：美联储、华福证券研究所

3 降息预期再度提前，有望带动市场风险偏好提振

美联储偏鸽表态下，降息预期明显前置，市场风险偏好大幅提振。美联储利率决议和鲍威尔讲话后，CME 利率期货隐含的降息预期再度前置。最新的数据已隐含全年降息 150BP、最早或 2024 年 3 月开启降息的预期。10 年期美债下行 18BP，逼近 4.0%关口；美国三大股指悉数上涨，道琼斯工业指数、纳斯达克、标普 500 分别上涨 1.40%、1.38%、1.37%。COMEX 黄金上涨超 2%，再度突破 2000 美元关口。美元指数跌至 103 以下，跌幅超 0.8%

图表 4: CME 隐含全年降息 150BP、最早 2024.03 开启降息的预期

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%	16.5%	83.5%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	12.2%	66.1%	21.7%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	10.7%	59.4%	27.2%	2.7%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	11.5%	58.9%	26.8%	2.6%	0.0%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.1%	9.9%	52.2%	31.4%	6.1%	0.4%	0.0%
2024/9/18	0.0%	0.1%	8.6%	46.7%	34.1%	9.4%	1.1%	0.0%	0.0%
2024/11/7	0.1%	5.6%	33.4%	38.5%	18.0%	4.0%	0.4%	0.0%	0.0%
2024/12/18	4.1%	25.9%	37.1%	23.5%	7.8%	1.4%	0.1%	0.0%	0.0%

来源：CME FedWatch、华福证券研究所

美联储降息空间打开，外部因素的积极变化对国内权益资产带来利好。如我们在报告《美债利率回落后的资产映射》所指出的，历史经验看，美债利率趋势性回落，若叠加美元同步回落，反映美元流动性走弱，对中国在内的新兴市场影响明显。美联储加息基本确认结束，后续随着经济下行压力加大，美债中枢大概率震荡下行，流动性压力有望持续缓解。随着国内稳增长政策的加码，盈利预期同样有望边际提升，对权益市场带来提振。但需指出的是，虽然美元流动性已迎来拐点，但本轮美国经济韧性仍然较强，短期流动性宽松交易或略有波折，需持续保持关注。

4 风险提示

一是美国经济强于预期；二是美联储表态超预期；三是海外市场大幅波动等。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn