

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号：S1500521040002
联系电话：010-83326858
邮箱：xieyunliang@cindasc.com

麦麟玥 宏观研究助理
邮箱：mailinyue@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

FOMC 转变——降息开始进入视野

2023 年 12 月 14 日

- **美国政策底或已出现。**12 月议息会议主要释放两点信息：第一，鸽派决议落地，加息周期尾声再确认。12 月 FOMC 会议决定暂停加息，我们认为这是美联储不再进一步收紧货币政策的确认，表明加息周期尾声有望到来。尽管美联储尚未决定降息时点，但本次会议讨论了降息，整体释放鸽派信号。我们认为，美国的政策底或已出现。第二，12 月点阵图暗示明年至少降息三次。尽管鲍威尔指出不希望排除继续加息的可能性，暗示加息仍有可能，但投资者对于鲍威尔的暗示并不认同。12 月点阵图显示没有官员认为明年利率会更高，过半的美联储官员预计明年至少降息三次。
- **降息时点预期或再修正至二季度。**我们认为，降息开始进入 FOMC 视野，主要是美国经济有降温迹象，且政策已经很好地进入限制性区域。目前，市场对降息时点还存在较大分歧。我们认为，美联储 3 月开始降息（降息 6 次）过于乐观，降息预期后续或将慢慢修正。二季度或是降息的合意时段。因为美联储高利率持续过长会面临菲利普斯曲线归来的挑战，而总体 CPI 同比增速有望在 2024 年降至 3% 以下，进入“2”字区间，接近美联储长期通胀目标。再加上鲍威尔希望在实现 2% 通胀目标之前，显著地降低（政策利率的）限制性，因此我们认为二季度或是降息的合意时段。
- **加息“刹车”下，美债胜率有望高于美股。**美国多项经济数据的降温正在加速市场对于加息预期结束的统一，在降息时点仍有分歧之下，可以关注加息结束对大类资产价格走势的指引。历史上，7 轮美联储结束加息到首次降息开启期间，美债均出现较强表现，而美股也往往上涨。而在这一高利率平台期，美元指数和黄金涨跌不一。我们认为，降息实际落地后对黄金价格的提振或更明显。总体来看，我们认为，在加息“刹车”之下，高利率平台期间，美债和美股大概率有较好的做多价值，尤其是美债，胜率有望高于美股。
- **风险因素：**地缘政治风险，国际油价上涨超预期等。

目录

一、美国政策底或已出现.....	3
二、降息时点预期或再修正至二季度.....	4
三、加息“刹车”下，美债胜率有望高于美股.....	6
风险因素.....	8

表目录

表 1: 2023-2024 年美联储 FOMC 票委变化表及其近期表态.....	4
表 2: 12 月 FOMC 经济预测表.....	5
表 3: 美联储结束加息到首次降息开启期间各类资产价格走势.....	7

图目录

图 1: 2023 年 12 月 FOMC 点阵图.....	3
图 2: 12 月 FOMC 会议前，市场加息路径预期（截至 2023 年 12 月 11 日）.....	6
图 3: 明年 CPI 有望降至“2”字区间.....	6
图 4: 10 年期美债收益率上涨.....	7

事件：

北京时间 12 月 13 日凌晨 3:00，美联储公布 12 月利率决议。凌晨 3:30，美联储主席鲍威尔召开新闻发布会。

一、美国政策底或已出现

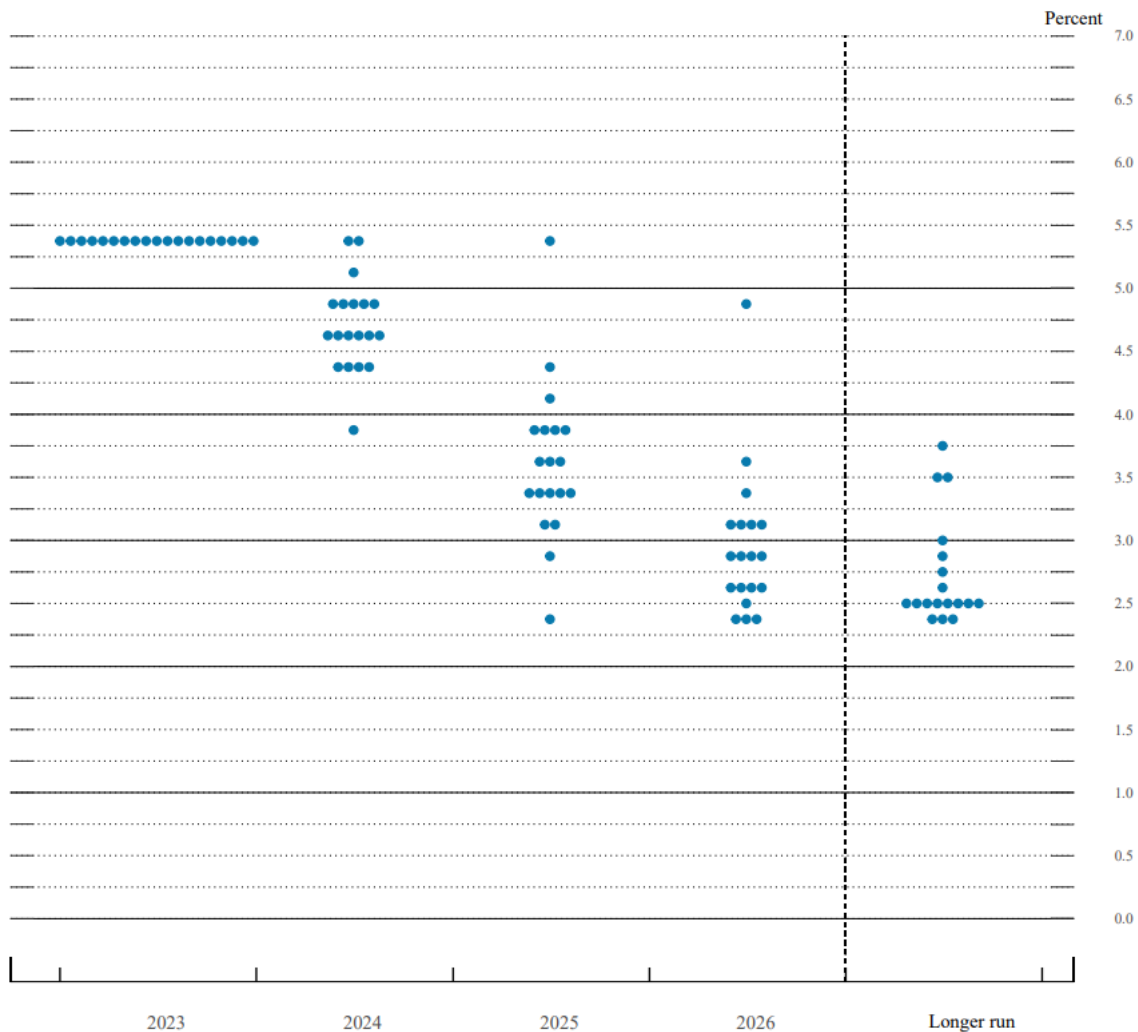
12 月议息会议美联储暂停加息，联邦基金利率目标区间维持 5.25%-5.50% 不变，是美国年内连续第三次暂停加息。

本次会议释放两点信息：

第一，鸽派决议落地，加息周期尾声再确认。12 月美联储货币政策议息会议上，市场一直担忧的加息依旧没有落地，我们认为这是美联储不再进一步收紧货币政策的再确认，表明加息周期尾声有望到来。尽管美联储表明尚未决定降息时点，但本次会议讨论了降息，整体释放鸽派信号。我们认为，美国的政策底或已出现。

第二，12 月点阵图暗示明年至少降息三次。尽管鲍威尔指出不希望排除继续加息的可能性，暗示加息仍有可能，但投资者对于鲍威尔的暗示并不认同。而且 12 月点阵图显示没有官员认为明年利率会更高，12 月 FOMC 会议的点阵图显示过半的美联储官员预计明年至少降息三次。

图 1：2023 年 12 月 FOMC 点阵图



资料来源：美联储官网，信达证券研发中心

表 1：2023-2024 年美联储 FOMC 票委变化表及其近期表态

	2023 年票委	2024 年票委	2023 年票委 FOMC 会前近期表态
美联储官员	Jerome H. Powell, (鲍威尔), Board of Governors, Chair		如果必要将进一步加息。(2023.11.14)
	John C. Williams, (威廉姆斯) New York, Vice Chair		重申美联储处于、或接近利率峰值。(2023.11.30)
	Michael S. Barr, (巴尔) Board of Governors		最近的数据强化了利率已经或接近见顶的观点。 (2023.11.17)
	Michelle W. Bowman, (鲍曼) Board of Governors		如果通胀进展停滞, 我倾向于支持美联储恢复加息。 (2023.11.28)
	Lisa D. Cook, (库克) Board of Governors		经济存在不必要的急剧下滑风险, 金融环境收紧给某些经济领域带来压力。(2023.11.17)
	Philip N. Jefferson, (杰斐逊) Board of Governors		若美国通胀预期上升, 美联储可能需要做出反应。 (2023.11.09)
	Adriana D. Kugler, (库格勒) Board of Governors		存在继续缩减资产负债表(缩表)的空间。 (2023.11.17)
	Christopher J. Waller, (沃勒) Board of Governors		美联储利率政策高到足以让美国通胀朝着 FOMC 既定的 2% 通胀目标回落。(2023.11.29)
轮值票委	Austan D. Goolsbee, (古尔斯比) Chicago	Richmond	古尔斯比:如果失业率开始以与过去经济衰退时期一致的方式上升, “我们就会开始政策正常化” (2023.11)
	Patrick Harker, (哈克) Philadelphia	Atlanta	哈克:重申倾向于维持利率不变, 并密切观望经济数据。 (2023.10.20)
	Neel Kashkari, (卡什卡利) Minneapolis	San Francisco	卡什卡利:美联储抗通胀之战尚未结束 必要时会采取更多行动。 (2023.11.07)
	Lorie K. Logan, (洛根) Dallas	Cleveland	洛根:虽然抗击高通胀的努力取得进展, 但通胀仍然太高。通胀数据似乎意味着通胀朝着 3% 回落, 而不会朝着 2% 下滑。 (2023.11.08)
候补票委	Thomas I. Barkin, (巴尔金) Richmond	Chicago	巴尔金:美联储应保留加息选项以防通胀顽固。 (2023.11.30)
	Raphael W. Bostic, (博斯蒂克) Atlanta	Boston	博斯蒂克:越来越相信通胀下行轨迹可能持续。 (2023.11.30)
	Mary C. Daly, (戴利) San Francisco	St. Louis	戴利:如果通胀不进一步下降, 美联储可能不得不再次加息。 (2023.11.14)
	Loretta J. Mester, (梅斯特) Cleveland	Kansas City	梅斯特:当前的联邦基金利率水平让美联储处于良好的状态。 (2023.11.30)
	Sushmita Shukla, (舒克拉) First Vice President, New York	First Vice President, New York	-

资料来源: 美联储, 华尔街见闻, 同花顺财经, 金投网, 路透社, 信达证券研发中心

二、降息时点预期或再修正至二季度

我们认为, 鲍威尔态度出现“转变”, 在本次会议上开始讨论降息, 主要是美国经济有降温迹象, 美联储的政策利率也已足够高。

首先, FOMC 会议上鲍威尔指出经济增长的强劲步伐放缓。FOMC 会议上指出, 最近的指标表明, 经济活动的增长已经从第三季度的强劲步伐转为放缓。自今年早些时候以来, 就业增长有所放缓, 通货膨胀在过去一年中也有所缓解。在 12 月 SEP 中, FOMC 上调 2023 年底 GDP 增长预测、下调 2024 年底 GDP 增长预测; 此外, 同步下调了今、明两年 PCE 和核心 PCE 的通胀预测(表 2)。

其次, 美国经济景气度和通胀降温趋势延续。1) 支撑美国经济的服务业景气度回落。美国 11 月 Markit 服务业 PMI 初值降至 50.8%, 自今年 5 月高点回落较多。同时, 美国信用卡还债拖欠率已经超过疫情前的平均水平。2)

11 月 CPI 同比继续回落，通胀放缓意味着美联储进一步收紧政策的必要性不强。尽管美国 11 月非农就业人数（19.9 万人）高于预期值（18.5 万人）和前值（15 万人），但我们认为 11 月非农数据意外走强有罢工消退的短期干扰，短期波动不改其下降趋势。

不仅如此，即使政策利率未进一步提高，在通胀回落下，实际利率也在升高，且鲍威尔指出政策已经很好地进入限制性区域。

表 2：12 月 FOMC 经济预测表

变量 (%)	中位数				集中趋势			
	2023	2024	2025	长期	2023	2024	2025	长期
实际 GDP 增速	2.6	1.4	1.8	1.8	2.5-2.7	1.2-1.7	1.5-2.0	1.7-2.0
9 月预测值	2.1	1.5	1.8	1.8	1.9-2.2	1.2-1.8	1.6-2.0	1.7-2.0
失业率	3.8	4.1	4.1	4.1	3.8	4.0-4.2	4.0-4.2	3.8-4.3
9 月预测值	3.8	4.1	4.1	4.0	3.7-3.9	3.9-4.4	3.9-4.3	3.8-4.3
PCE	2.8	2.4	2.1	2.0	2.7-2.9	2.2-2.5	2.0-2.2	2.0
9 月预测值	3.3	2.5	2.2	2.0	3.2-3.4	2.3-2.7	2.0-2.3	2.0
核心 PCE	3.2	2.4	2.2		3.2-3.3	2.4-2.7	2.0-2.2	
9 月预测值	3.7	2.6	2.3		3.6-3.9	2.5-2.8	2.0-2.4	
联邦基金利率	5.4	4.6	3.6	2.5	5.4	4.4-4.9	3.1-3.9	2.5-3.0
9 月预测值	5.6	5.1	3.9	2.5	5.4-5.6	4.6-5.4	3.4-4.9	2.5-3.3

资料来源：美联储，信达证券研发中心

当前时点加息周期大概率已经结束，但市场对降息时点还存在较大分歧。

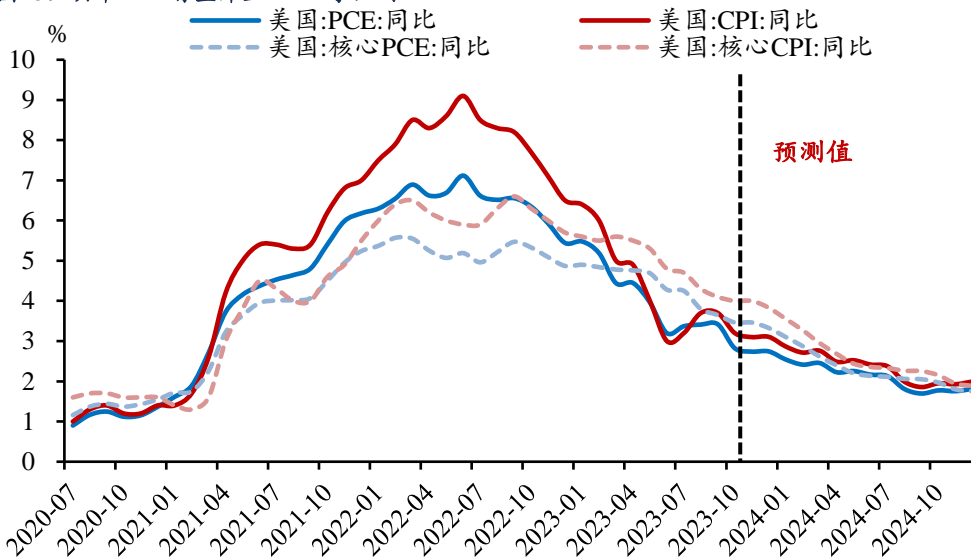
提前至 3 月的降息预期后续或逐步修正。在 FOMC 会议之后，CME 期货数据从会前的 5 月降息提早到 3 月降息。我们认为，美联储 3 月开始降息（降息 6 次）过于乐观，交易员对降息的押注可能操之过急，降息预期后续或将慢慢修正至会前预期。

二季度或是降息的合意时段。从多数美联储官员的公开表态上看，政策走向依旧取决于后续经济形势，尤其是通胀进展（见表 1）。我们的通胀模型显示，美国总体 CPI 同比增速有望在 2024 年降至 3% 以下，进入“2”字区间，接近美联储长期通胀目标（图 3）。往后看，美联储高利率持续过长也面临菲利普斯曲线归来的挑战。再加上鲍威尔希望在实现 2% 通胀目标之前，显著地降低（政策利率的）限制性。因此，我们认为二季度或是降息的合意时段。

图 2：12 月 FOMC 会议前，市场加息路径预期（截至 2023 年 12 月 11 日）

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	550-575
2023/12/13				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	98.4%	1.6%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.1%	94.4%	1.6%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.7%	42.0%	55.4%	0.9%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	25.1%	49.8%	23.8%	0.4%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	17.3%	41.8%	32.1%	7.9%	0.1%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	11.7%	33.5%	35.4%	16.1%	2.8%	0.0%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.3%	8.4%	27.2%	34.9%	21.7%	6.6%	0.8%	0.0%
2024/11/7	0.0%	0.2%	5.1%	19.5%	31.7%	27.1%	12.8%	3.2%	0.3%	0.0%
2024/12/18	0.1%	3.7%	15.3%	28.2%	28.4%	17.0%	6.0%	1.2%	0.1%	0.0%

资料来源: CME, 信达证券研发中心

图 3：明年 CPI 有望降至“2”字区间


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

三、加息“刹车”下，美债胜率有望高于美股

美国多项经济数据的降温正在加速市场对于加息预期结束的统一，在降息时点仍有分歧之下，可以关注加息结束对大类资产价格走势的指引。

历史上，美联储结束加息到首次降息开启期间，美债和美股的胜率高于黄金和美元指数，且美债胜率高于美股。

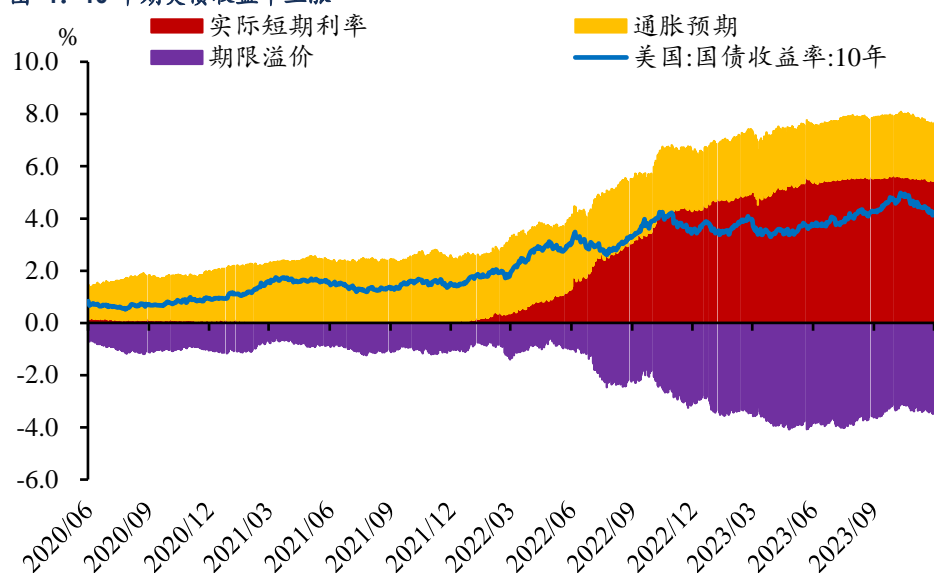
我们回顾了以往 7 轮美联储从结束加息到首次降息期间，在这一高利率平台期，美债均出现较强表现，而美股（以标普为例）也往往上涨。而在这一高利率平台期，美元指数和黄金涨跌不一。我们认为，降息实际落地后对黄金价格的提振或更明显。

总体来看，我们认为，在加息“刹车”之下，高利率平台期间，美债和美股大概率有较好的做多价值，尤其是美债。

表 3：美联储结束加息到首次降息开启期间各类资产价格走势

	最后加息	首次降息	目标利率 (%)	标普500指数涨跌幅 (%)	10年美债收益率涨跌幅 (%)	美元指数涨跌幅 (%)	黄金涨跌幅 (%)
1	1984-08-09	1984-09-20	11.25	1.17	-2.62	6.03	-1.60
2	1985-03-28	1985-04-24	8.50	1.51	-4.26	-0.36	-1.30
3	1995-02-01	1995-07-06	5.75	17.77	-21.02	-7.27	2.10
4	1997-03-25	1998-09-29	5.25	32.94	-32.00	0.36	-15.33
5	2000-05-16	2001-01-03	6.00	-8.08	-20.06	-0.84	-3.21
6	2006-06-29	2007-09-18	4.75	19.40	-13.79	-7.86	21.30
7	2018-12-20	2019-08-01	2.25	19.70	-31.90	1.99	11.67

资料来源: Wind, 美联储, 信达证券研发中心

图 4：10 年期美债收益率上涨


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

风险因素

地缘政治风险，国际油价上涨超预期等。

研究团队简介

解运亮，信达证券宏观首席分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学汉青研究院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。首届“21世纪最佳预警研究报告”得主。

麦麟玥，信达证券宏观研究助理。中山大学管科硕士，2022年7月加入信达证券研究所，从事宏观经济研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券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。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在 ±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。