

12月FOMC会议点评

降息的大门徐徐打开

美联储在12月FOMC会议上宣布将联邦基金利率目标范围维持在5.25%-5.50%的水平，继续缩表计划，但释放鸽派转向信号。

- **会议要点：**12月会议声明措辞调整暗示美联储对通胀降温进展较为满意。经济预期和点阵图的调整彰显美联储官员对于美国通胀持续放缓并同时实现“软着陆”的信心进一步增强。鲍威尔记者会表态：从“平衡”表态到为降息的讨论打开大门。
- **市场影响：**“higher for longer”的担忧暂时结束，但未来通胀的回落路径可能不会一帆风顺。短期来看，带有“转向”意味的FOMC会议进一步提振了“软着陆”交易。
- **风险提示：**美国劳动力和通胀走势偏离预期。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济

证券分析师：周亚齐

yaqi.zhou@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522090002

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

12月会议声明措辞调整暗示美联储对通胀降温进展较为满意。北京时间12月14日凌晨，美联储在12月FOMC会议上宣布将联邦基金利率目标范围维持在5.25%-5.50%的水平，但继续缩表计划，符合市场预期。相较于11月FOMC声明，12月会议声明在通胀、经济增速以及货币政策展望部分的措辞均有小幅调整：对于通胀，12月的会议声明增加了通胀水平“有所降温”的表述，但保留了通胀水平仍“处于高位”的判断；对于经济增速，12月的会议声明中的表述是经济增速“有所放缓”，而11月的表述是“强劲增长”；对于货币政策展望，12月的会议声明仅仅做出了细微的调整——在“（考虑）进一步政策收紧的空间”之前增加了“任何可能的”(any)。当记者问到这一细微差异的涵义时，鲍威尔表示这反映出美联储认为本轮加息周期的峰值已经或接近出现。综合来看，措辞的调整显示美联储承认经济已经放缓并且通胀已经降温，同时暗示其对于目前的限制性货币政策所取得的通胀降温的效果较为满意。

图表 1. FOMC 会议声明主要内容变化

	2023年12月FOMC	2023年11月FOMC
货币政策决议	联邦基准利率维持不变 & 继续缩表	联邦基准利率维持不变 & 继续缩表
货币政策展望	委员会将综合考虑：1) 累计的紧缩货币政策影响 2) 政策影响的滞后性 3) 经济和金融情况，来决定货币政策 任何可能的 进一步收紧 (any additional policy firming) 的空间	委员会将综合考虑：1) 累计的紧缩货币政策影响 2) 政策影响的滞后性 3) 经济和金融情况，来决定货币政策进一步收紧 (additional policy firming) 的空间
经济增长	在经历了第三季度的强劲增速之后，近期经济活动增速 有所放缓	经济活动实现了强劲增长
金融风险	美国银行系统仍然是稳健的；收紧的信贷条件对于经济的拖累程度仍然是不确定的	美国银行系统仍然是稳健的；收紧的信贷条件对于经济的拖累程度仍然是不确定的
通胀	通胀水平在过去一年中 有所降温 但仍处于高位	通胀水平仍处于高位
就业	新增就业有所缓和但仍然强劲，失业率仍然处于低位	新增就业有所缓和但仍然强劲，失业率仍然处于低位

资料来源：美联储，中银证券，标红部分为措辞调整部分

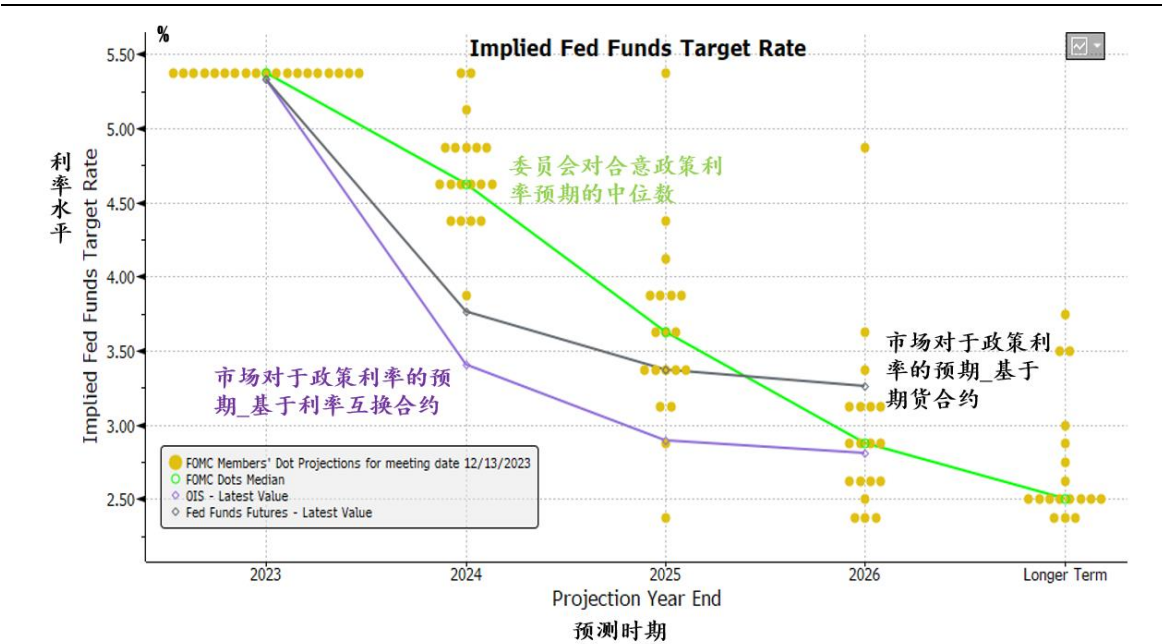
经济预期和点阵图的调整彰显美联储官员对于美国通胀持续放缓并同时实现“软着陆”的信心进一步增强。在本次货币政策会议结束后，美联储也公布了委员会成员们对于美国经济数据和联邦基准利率水平的最新预测值。相较9月的预测，最新预测值显示：1) 委员会成员调高了其对于2023年4季度的经济增速预期，而调低了其对于2024年4季度的经济增速预期，但仍然认为届时经济增速将可能达到1.4%，而不会陷入负增长。2) 委员会成员对于失业率的预测并没有显著变化，仍然维持失业率在2024年4季度小幅升至4.1%的判断。3) 委员会成员对于通胀降温的速度更为乐观，认为2024年4季度PCE以及核心PCE同比增速均可能降至2.4%。4) 委员会成员全面调降了对于未来合意政策利率水平的预期，将2024年末的联邦基准利率水平由9月的5.1%下调50个基点至目前的4.6%。由于目前联邦基金利率目标范围是5.25%-5.50%，有效利率为5.33%，这样的预测意味着委员会成员认为未来一年可能存在约70个基点的降息空间。整体来看，委员会成员对于未来关键经济数据和合意货币政策利率水平的预期值的调整显示其对于美国通胀持续放缓并同时实现“软着陆”的信心较9月有显著的增强。

图表 2. 委员会成员对于未来关键经济数据和合意货币政策利率水平的预期值

预测中位数 %	2023	2024	2025	2026	长期	
当年4季度实际GDP增速	2023年12月预测	2.6	1.4	1.8	1.9	1.8
	2023年9月预测	2.1	1.5	1.8	1.8	1.8
	变动%	0.5	-0.1	0.0	0.1	0.0
当年4季度失业率均值	2023年12月预测	3.8	4.1	4.1	4.1	4.1
	2023年9月预测	3.8	4.1	4.1	4.0	4.0
	变动	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1
当年4季度PCE同比增速	2023年12月预测	2.8	2.4	2.1	2.0	2.0
	2023年9月预测	3.3	2.5	2.2	2.0	2.0
	变动%	-0.5	-0.1	-0.1	0.0	0.0
当年4季度核心PCE同比增速	2023年12月预测	3.2	2.4	2.2	2.0	NA
	2023年9月预测	3.7	2.6	2.3	2.0	NA
	变动%	-0.5	-0.2	-0.1	0.0	NA
当年末合意联邦基准利率水平	2023年12月预测	5.4	4.6	3.6	2.9	2.5
	2023年9月预测	5.6	5.1	3.9	2.9	2.5
	变动 bp	-20	-50	-30	0	0

资料来源：美联储，中银证券

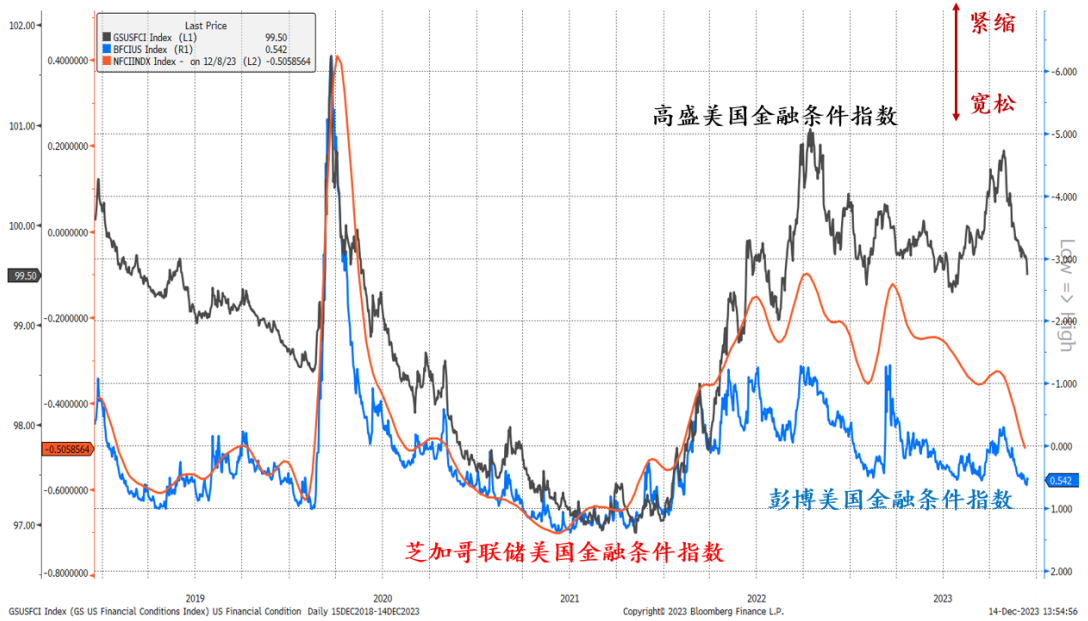
图表 3. 美国联邦基准利率未来走势预期：委员会成员预期（黄色点和绿色线）VS 市场预期



资料来源：彭博，中银证券

鲍威尔记者会表态：从“平衡”表态到为降息的讨论打开大门。就在不久前的12月1日，鲍威尔在“炉边谈话”中表示“紧缩过量”和“紧缩不足”的风险是平衡的，揣测货币政策何时会放松依旧为时过早。很显然，这样的谨慎态度并没有被鲍威尔带到今天凌晨的新闻会上。在记者会上，鲍威尔谈到了劳动力市场的持续再平衡以及与之相伴的通胀降温，并认为美国经济仍有机会在控制通胀的同时避免陷入衰退之中。尽管鲍威尔仍然提到了如果有必要将继续收紧政策，但几个关键的表态较为清晰地显现了美联储的鸽派转向：1) 考虑到货币政策传导地滞后性，鲍威尔明确表示不会等到通胀水平降至2%之后再行进行货币政策调整。2) 明确表示美联储已经在讨论何时开始减少政策限制。3) 明确表示美联储认为目前利率水平已经接近或触及本轮峰值。4) 近期美债长端收益率的快速回落和金融条件的再宽松（可能带来再通胀压力）并没有让鲍威尔感到担忧，也没有让鲍威尔认为这将降低未来美联储采取（鸽派转向）行动的必要性。本次记者会之后，美联储对于降息的态度已经由“为时尚早/避而不谈”转变为“可以开始讨论降息的时机”。

图表 4. 近期持续宽松的美国金融条件指数并未阻止鲍威尔的鸽派表态

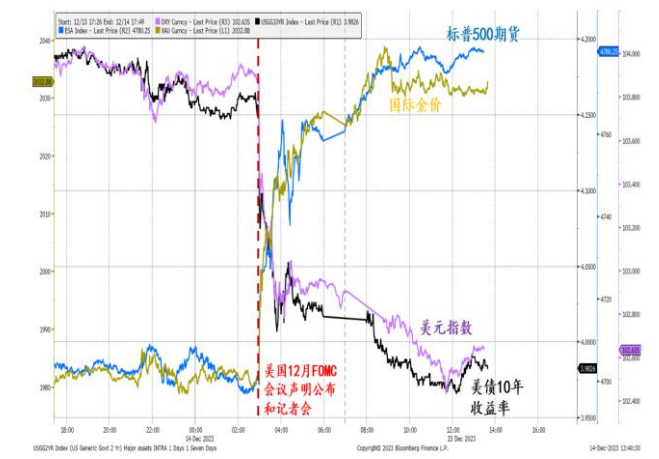


资料来源：彭博，中银证券

“higher for longer”的担忧暂时结束，但未来通胀的回落路径可能不会一帆风顺。尽管在过去一个月中，美国“金发女孩” (Goldilocks)经济数据支持了“软着陆”交易的持续进行，但美联储官员持续的谨慎表态还是使得“higher for longer”所隐含的紧缩担忧若隐若现。而在12月的FOMC会议之后，降息的大门被彻底打开，“higher for longer”的风险则大幅下降。不过，正如我们在12月13日的《美国11月CPI点评：通胀回落前路“慢慢”》中所提到的，2024年的美国通胀回落可能不会一帆风顺：从3%到2%的路程可能会比较缓慢，中途可能也会有波折。届时，显著超预期强劲的美国通胀数据仍然可能使得紧缩的担忧卷土重来。

短期来看，带有“转向”意味的FOMC会议进一步提振了“软着陆”交易。在12月FOMC释放出货币政策开始朝宽松转向的信号之后，市场毫不意外地加强了对“软着陆”交易的押注：美债10年收益率快速下行，标普500期货快速走高。短期来看，市场可能将会重点关注高频的劳动力市场数据、11月PCE以及12月景气数据，但除非相关数据显著强于预期，否则“软着陆”交易仍可能进一步持续。

图表 5. FOMC 会议后，市场呈现出非常典型的“软着陆”交易特征



资料来源：彭博，中银证券

图表 6. FOMC 会议后，市场对 2024 年 12 月联邦基准利率的预期快速下滑至约 3.8%，暗示约 1.5% 的降息空间



资料来源：彭博，中银证券

风险提示：美国劳动力和通胀走势偏离预期。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371