

释放向降息周期转换信号，流动性红利有所延续

——2023年12月份美联储议息会
国投安信期货研究院

朱赫 期货投资咨询号 Z0015192

靳顺柔子 期货投资咨询号 Z0014424

事件：12月份美联储 FOMC 会议召开，货币政策委员会会后宣布联邦基金利率的目标区间仍为 5.25%到 5.50%，符合市场预期。从点阵图预测来看，2024 年底政策利率在 4.50%-4.75%之间，意味着美联储明年共降息三次。显然美联储通过点阵图的定价大幅向市场的靠拢进行定价，被市场做明确的鸽派解读。会后美债利率大幅跳水，标普和纳指创出近两年新高，离岸人民币出现大幅反弹，原油和黄金亦受到提振。

点评：

一、会前关注点：侧重就业韧性修正市场定价 o r 侧重通胀回落顺应市场定价

11 月份的议息会议上，美联储宣布联邦基金利率目标区间仍为 5.25%到 5.50%，将政策利率保持在二十二年来高位，符合市场预期。会后声明和发布会内容来看，鲍威尔强调“金融”紧缩压力与经济强劲并存，当前暂停加息但保持开放。声明发布和发布会后，市场认为美联储对于金融紧缩压力的强调表明年内再度加息的概率大幅下降，做鸽派解读。

11 月份议息会议后，美国的经济增长虽仍有韧性但相对三季度有所趋缓，通胀持续降温且通胀预期下降，美债利率大幅回落，金融条件边际转松。从近期的经济数据来看，**一方面经济增长较三季度有所趋缓，但劳动力市场仍然稳健。**美国 11 月制造业依然低迷，ISM 制造业 PMI 为 46.7，与 10 月持平，该指数已连续第 13 个月保持在 50 以下。10 月份消费者信贷总额增长 52 亿美元，增长 1.2%，低于此前的 3%，多项指标显示经济在上一季度强劲增长后正在失去动力。劳动力市场方面，11 月美国新增非农就业人数略超预期增长，失业率回落至 3.7%，显示短期美国劳动力市场仍将保持一定韧性，但 10 月职位空缺数量比上月减少 61.7 万个显示美国劳动力市场紧张局势在逐步缓解。**另一方面，通胀总量持续放缓但核心通胀有所反复。**10 月核心 CPI 和 PCE 通胀进一步放缓，这也使得通胀放缓的速度快于此前的预期。但随着年末节日的到来，

服务通胀的韧性有所反复,美国 11 月 CPI 同比增长如期放缓,但环比增速加快至 0.1%,核心 CPI 环比亦加快增长至 0.3%,剔除住房的核心服务通胀今年内第二次同比加速增长 3.93%。**综合来看,美国通胀整体仍然会继续减速、经济动能整体降温,本轮紧缩周期临近尾声,支持美联储向降息的方向变化,但非农数据强化经济软着陆预期,市场的焦点已经转向了降息的节奏。**

由于市场广泛预期,美联储在年内的最后一场议息会议上,将把基准利率继续维持不变。因此,明年利率变动的前景才是市场的关注焦点。点阵图方面,9 月点阵图指示 2023 年底还有一次加息,2024 年降息 50bp,考虑到此前通胀下行速度略超预期,且包括理事沃勒在内的委员释放出鸽派信号,预计 12 月不再加息,因此可以预见的是,美联储官员最新对明年底利率的预测大概率会较 9 月点阵图出现下移(因为当时的预测是基于今年还会再加息一次)。在明年的降息次数方面,12 月的点阵图或显示美联储与市场有较大分歧,市场远比美联储更为激进。在经济预测和通胀方面,与 9 月份相比,近期多项数据显示消费需求和商业活动正在遇阻,考虑到货币政策滞后效应的显现,预计对明年经济增速和通胀的预测将同比下修,而失业率可能向上调整。

二、会议内容- 点阵图和发布会释放向降息周期转换的信号

货币政策操作方面,美联储货币政策委员会 FOMC 会后宣布,联邦基金利率的目标区间依旧维持 5.25%到 5.50%,将政策利率保持在二十二年来高位。这样美联储在本轮紧缩周期后,已经连续三次未加息。本次会议前,市场普遍预期本月美联储依然不会加息,对于明年 3 月至少降息 25bp 的概率接近 46%。本次会议美联储公布决议后,被称为“新美联储通讯社”的记者 Nick Timiraos 发文称,联储将保持利率稳定,同时暗示,通胀好转的速度比预期快,为明年降息敞开大门。

在点阵图方面,2024 年底的联邦基金利率为 4.6%,较 9 月份预计的 5.1%下调 50 个 bp,2025 年底为 3.6%,较 9 月份预期的 3.9%下调了 30 个基点,2026 年底和此后期长期预期持平于 9 月份,分别为 2.9%和 2.5%。**从中位数的预测来看,如果 2024 年底政策利率在 4.50%-4.75%之间,意味着美联储明年共降息三次。显然美联储通过点阵图的定价大幅向市场的靠拢进行定价,被市场做明确的鸽派解读。**此次会议 19 名提供利率预测的官员中,11 人即占比 53%的官员预计明年至少降息三次,而 9 月份会议上

占比 42% 的官员预计明年政策利率高于 5.0%，释放利率转向的信号较为明显。

在经济预测方面，**美联储显著下调了 2024 年的经济预测**，预计 2023 年 GDP 增长 2.6%，较 9 月份增速 2.1% 上调 50 个 bp，2024 年 GDP 增长 1.4%，较 9 月份的 1.5% 下调了 0.1%，2025 持平于 9 月份预测的 1.8%，2026 为 1.9% 略高于 9 月份的 1.8%；失业率方面，**美联储维持 2024 年失业率的预期不变**，2023 年的失业率为 3.8% 持平于 9 月份，2024 和 2025 持平于 9 月份的 4.1%，更长期 4.1% 略高于 9 月的 4.0%；在 PCE 的预测方面，**美联储大幅下调 2023 年通胀并小幅下调 2024 年通胀**，2023 年为 2.8%，较 9 月份的 3.3% 下调 50bp，2024 年为 2.4%，较 9 月份预计的 2.5% 下调 0.1%，2025 年为 2.1%，较 9 月份同样下调 0.1%，更长期持平于 9 月份的 2.0%；在核心 PCE 方面，**美联储大幅下调了 2023 年核心通胀并小幅下调了 2024 年核心通胀**，2023 年为 3.2%，较 9 月份 3.7% 下调 50bp，2024 年为 2.4%，较 9 月份的 2.6% 下调 20bp，2025 年为 2.2% 较 9 月份的 2.3% 下调 0.1%，长期持平于 9 月的 2.0%。**整体来看，数据表达了经济增长在前期紧缩力量下在 2024 年会有一定向下的惯性，而这会给通胀和核心通胀带来降温使美联储的通胀管理目标能够进一步实现，同时并没有引起失业率的变化。**

会后声明方面，和 11 月份相比，本次会后决议声明的变化主要体现在对于经济和通胀的评价方面：在经济方面，上次是“最近的指标显示，三季度经济活动以强劲的步伐扩张”，而本次会议则称“最近的指标显示，经济活动相比第三季度的强劲步伐已放缓”，这对应了将 2024 年经济预测的大幅下调；在通胀方面，本次为“过去一年通胀已经放缓，但仍然高企”，即增加了放缓的评价，和大幅下调今年的通胀与核心通胀预测对应；利率指引方面，美联储将表述小幅修改“为判断可能适合让通胀随着时间移回到 2% 的任何 (any) 额外政策紧缩程度”，即增加了“任何”，表明未来进一步增加紧缩要比之前更为谨慎，也呼应了向降息周期转变的主题。

从发布会的要点来看：首先，在未来利率路径方面，虽然鲍威尔表示仍然不排除进一步加息的可能性，但是联储会议已经开始探讨降息的路径和原因，这和以往的会议中都表示尚未看到探讨降息的必要性以及不认为加息周期已经结束的表述都有着较大的不同；其次，表示虽然目前打击通胀已经有所进展，但是宣布胜利为时尚早，如果经济

强劲构成了对于实现通胀目标的“障碍”则可能再加息，这和对于 2024 年通胀预期相对保守呼应；最后，对于降息和缩表（QT）如何共同展开，鲍威尔表示，如果是经济正常化的降息那么缩表会继续推进，如果衰退而降息，那么降息的同时缩表也会停止。会后美债利率大幅跳水，标普和纳指创出近两年新高，离岸人民币出现大幅反弹，原油和黄金亦受到提振。

三、市场展望—流动性红利惯性延续，关注国内政策空间的打开

11 月议息会议后我们提出未来在三个方向上跟踪宏观上的矛盾：**第一，巴以冲突在当前阶段后续的演化仍然不明朗，继续关注其对于原油供应链的冲击和对于通胀预期的影响；第二，中美经贸关系在 11 月上旬能否继续 10 月份边际好转的方向，从而带来美债市场的稳定和中美利差的反弹；第三，关注国内财政政策的传导以及货币政策的配合能否推动 Q3 的复苏基础在 Q4 进一步延续。**（《金融紧缩压力获政策反馈，加息如期继续暂停——2023 年 11 月份美联储议息会议点评》）。从宏观状态的实际发展来看，巴以问题有阶段性的缓和但仍有反复，不过整体来看，对于原油供给端的压力有明显的抑制作用，伴随着中美领导人的旧金山会晤，释放了缓解输入性通胀压力的信号。11 月份之后，美债市场继续向稳定发展，中美利差延续着修复的趋势。国内经济而言，跟随全球的增长因子和通胀因子在四季度整体上表现出降温迹象。

整体来看，11 月议息会议之后，美债利率回调，美元震荡回落，同时原油也与二者保持着正相关性共振回落。在这个过程中全球范围来看股债市场都得到了显著的提振，风险偏好基于流动性环境的改善而得到提振。但是这个阶段实际上全球实体经济存在一定的降温，因此大宗商品一方面在经历现实的弱势，另一方面则在流动性的改善下博弈预期。但是实际上原油的回落压低了美债的通胀溢价，但是相比于 11 月份核心通胀显现出的韧性，市场比美联储走得更远，因此在 12 月份上旬议息会议前出现了一定的矫正。另外在 11 月份之后，虽然人民币汇率跟随美元的回落向强势转换，但是国内股市的流动性环境并没有修复到偏强势状态，一方面北上资金未向强势状态修复，另一方面国内的总量政策尚未回归，因此对于地产基本面的信心不足仍然压制市场，呈现出债强股偏弱格局。

后续来看：在美联储通过点阵图顺应市场释放鸽派信号的背景下，后续可以从以下

三个维度观察宏观主要矛盾的演化：第一，关注原油价格可以被压制的程度以及地缘的不确定性是否会再度带来供给冲击，如果有则会再次带来非核心与核心通胀再生扰动，对于市场的提前定价有所纠正；第二，关注国内积极政策后续的动作，政治局会议和中央经济工作会议释放积极的信号，美联储的政策信号理论上对于中国的经济政策带来一定空间，关注总量的经济政策短期能否有所落地；第三，当前市场仍然关注经济和通胀降温带来的流动性红利，在这一定价充分定价后，关注后续市场是否向基本面降温的定价回归。

金融品方面，短期美联储货币政策给与的指引有利于全球的股债市场的积极表现有一定的空中加油，叠加国内经济工作会议对于政策的积极表述，对于国内金融品的估值修复仍然处于偏积极的状态之中，关注人民币汇率延续修复后国内资金面的修复对于市场的支持；大宗商品方面，近期仍然是预期和现实的博弈，如果流动性环境有所延续，基于预期的远期偏强的格局有所延续，但现货的走势对于空间有一定制约，商品的利润结构再平衡有所延续，震荡分化下国内积极政策定价的板块相对偏强有一定惯性。

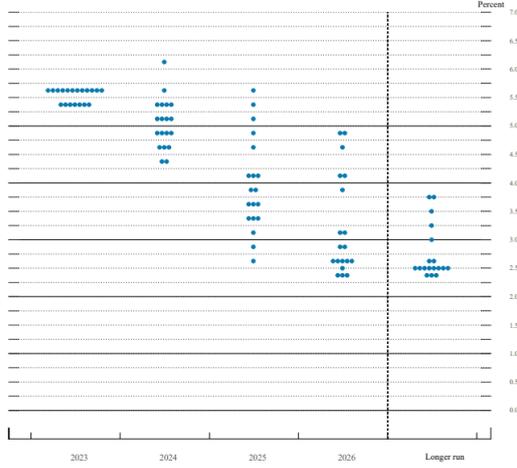
表：近几次美联储 FOMC 会议会后声明对比

	2023年9月会议声明	2023年11月会议声明	2023年12月会议声明
经济	<ul style="list-style-type: none"> 最近的指标显示，经济活动一直以稳健的步伐扩张。近几个月就业增长已放缓，失业率保持低位。 	<ul style="list-style-type: none"> 最近的指标显示，经济活动在第三季度以强劲的步伐扩张。自今年早些时候以来，就业增长有所放缓，但仍强劲。失业率保持低位。 	<ul style="list-style-type: none"> 最近的指标显示，经济活动相比第三季度的强劲步伐已放缓。自今年早些时候以来，就业增长有所放缓，但仍强劲。失业率保持低位。
通胀	<ul style="list-style-type: none"> 通货膨胀保持高企。 美国银行体系健全且有韧性。对家庭和企业更为收紧的信用环境可能对经济活动、招聘和通胀造成压力。这些 	<ul style="list-style-type: none"> 通货膨胀保持高企。 美国银行体系健全且有韧性。对家庭和企业更为收紧的金融和信用环境可能对经济活动、招聘和通胀造成压 	<ul style="list-style-type: none"> 通货膨胀在过去一年有所缓解，但仍保持高企。 美国银行体系健全且有韧性。对家庭和企业更为收紧的金融和信用环境可能对经济活动、招

	影响的程度是不确定的。委员会仍然高度关注通胀风险。	力。这些影响的程度是不确定的。委员会仍然高度关注通胀风险。	聘和通胀造成压力。这些影响的程度是不确定的。委员会仍然高度关注通胀风险。
货币政 策工具	<ul style="list-style-type: none"> ● 委员会决定将联邦基金利率目标区间维持在 5.25% 至 5.5% 的水平不变。委员会将继续评估新的信息及其对货币政策的影响。为判断可能适合让通胀随着时间推移回到 2% 的额外政策紧缩程度，委员会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，以及经济和金融形势变化。 ● 委员会坚定致力于让通胀回归其 2% 的目标。 ● 如之前公布的计划所述，委员会将继续减持美国国债、机构债券和机构抵押贷款支持证券。 	<ul style="list-style-type: none"> ● 委员会决定将联邦基金利率目标区间维持在 5.25% 至 5.5% 的水平不变。委员会将继续评估新的信息及其对货币政策的影响为判断可能适合让通胀随着时间推移回到 2% 的额外政策紧缩程度，委员会将考虑到，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，以及经济和金融形势变化。 ● 委员会坚定致力于让通胀回归其 2% 的目标。 ● 如之前公布的计划所述，委员会将继续减持美国国债、机构债券和机构抵押贷款支持证券。 	<ul style="list-style-type: none"> ● 委员会决定将联邦基金利率目标区间维持在 5.25% 至 5.5% 的水平不变。委员会将继续评估新的信息及其对货币政策的影响为判断可能适合让通胀随着时间推移回到 2% 的任何额外政策紧缩程度，委员会将考虑到，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，以及经济和金融形势变化。 ● 委员会坚定致力于让通胀回归其 2% 的目标。 ● 如之前公布的计划所述，委员会将继续减持美国国债、机构债券和机构抵押贷款支持证券。

图：2023年9月议息会议点阵图

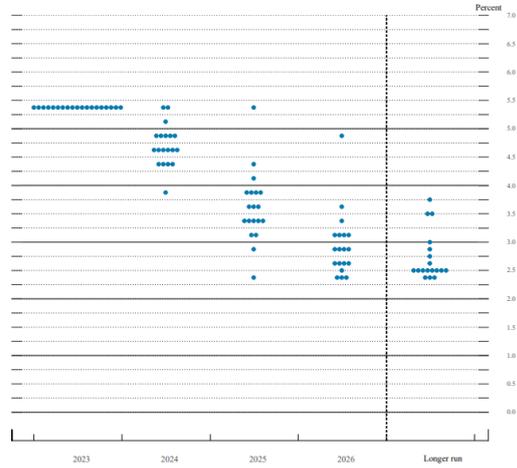
Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



资料来源：美联储，国投安信期货

图：2023年12月议息会议点阵图

Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



资料来源：美联储，国投安信期货

图：2023年9月议息会议数据预测

Variable	Median ¹				
	2023	2024	2025	2026	Longer run
Change in real GDP	2.1	1.5	1.8	1.8	1.8
June projection	1.0	1.1	1.8		1.8
Unemployment rate	3.8	4.1	4.1	4.0	4.0
June projection	4.1	4.5	4.5		4.0
PCE inflation	3.3	2.5	2.2	2.0	2.0
June projection	3.2	2.5	2.1		2.0
Core PCE inflation ⁴	3.7	2.6	2.3	2.0	
June projection	3.9	2.6	2.2		
Memo: Projected appropriate policy path					
Federal funds rate	5.6	5.1	3.9	2.9	2.5
June projection	5.6	4.6	3.4		2.5

图：2023年12月议息会议数据预测

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

免责声明

本研究报告由国投安信期货有限公司撰写,研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则,以合法渠道获得这些信息,尽可能保证可靠、准确和完整,但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据,不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证,无论是否已经明示或者暗示。国投安信期货有限公司将随时补充、更正和修订有关信息,但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本报告版权仅为国投安信期货有限公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布,需注明出处为国投安信期货有限公司,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。国投安信期货有限公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。