



12月FOMC会议点评

股票投资策略简报

证券研究报告

策略组

分析师：张弛（执业 S1130523070003）

zhangchi1@gjq.com.cn

“鸽派”如期，但不宜过度交易美联储降息预期

当地时间12月13日，美联储宣布将联邦基金目标利率区间维持在5.25%-5.5%保持不变，连续第三次保持目标利率区间不变，符合市场预期。2022年至今美联储累计加息11次，幅度达525BP。

美联储的进一步“鸽派转向”

美联储2023年12月一致同意将联邦基金目标利率区间维持在5.25%-5.5%保持不变。较11月议息会议声明，本次声明主要变动如下：（1）美联储表示经济活动较第三季度的强劲增长放缓(has slowed from)；（2）承认通胀在过去一年有所放缓(has eased over the past year)；（3）使通胀恢复到2%的水平所需的“任何”额外政策紧缩程度，新增“任何”(any)；同时本次会议更新了经济预测摘要(SEP)和点阵图，值得关注的变化如下：2024年的利率预测中位数从9月的5.1%下调至4.6%，即明年或降息3次，共75bp（9月时为50bp）；下调经济增长和通胀预测，失业率预测基本持平，2023/24年实际GDP增速分别由9月的2.1%/1.5%调整为2.6%/1.4%，前者更多是对三季度超预期增长的上修；2023/24/25年核心PCE全面较9月的3.7%/2.6%/2.3%下调为3.2%/2.4%/2.3%；失业率方面，仅小幅将2026年和长期预测上调0.1ppt至4.1%。综合上述重要增量信息，美联储或释放了迄今为止最为明确的加息周期结束信号，且鸽派程度超出市场预期，进一步抬升了明年市场的降息预期；美联储似乎越来越有信心将“软着陆”视为基准情形，即在不推高失业率的同时，实现通胀水平的降温和经济增长的小幅回落。而基于我们的判断，2024年美国“去通胀”进程将会延续的同时，通胀下行幅度或也可用于刻画其经济放缓程度，那么根据12月SEP对于2024年核心PCE的预测，通胀预期的下调及相比于今年的回落均指向2024年美国衰退程度的上升；与此同时，尽管点阵图进一步增加了明年的降息幅度预期，但其隐含的实际利率水平仍然为2.2%，即持平于今年末预期，结合2024年美国私人部门薪资放缓、利息费用上升、超额储蓄消耗殆尽下的消费驱动力边际减弱，乃至“生产-消费负循环”的进一步形成（美国工业产出增速自2023年9月来已明显转负），同样或指向美国经济2024年衰退迹象的显现。

美债利率、美元指数中枢下移趋势不变

美联储“鸽派转向”的影响：（1）美债：2024年中枢下移趋势不变，但或有“阶段性脉冲”，当下短期下行空间较为有限。美债利率进一步下行或需依赖更多“低于预期”的经济数据，以证明美国经济将大概率进入实质性“衰退”；近期美债利率的回落，更多源于期限溢价下行的贡献，但考虑到：2024Q1发债规模的环比增加下供给端压力仍存；同时，“美债快速下行+美股新高”的组合可能弱化金融条件收紧的影响，或反而影响通胀回落速度。因此，美债中枢下移的进一步确认在于美国增长压力的显现，但仍然会有反复，回顾历次美联储“宽货币”开启之时，往往会出现“流动性冲击”，进而带来美债利率阶段性冲高压力。（2）美元：或同样趋于下行，但也不宜过度乐观。美元下行动力来自于美国经济的趋缓及货币政策的转向预期，但欧元区更高的经济基本面下行风险及由此催生的欧央行或先于美联储货币政策转向的预期，均有望对美元指数形成支撑；（3）A股外资流动性：海外流动性边际好转有望缓解近期外资连续流出压力，但主要矛盾仍然取决于国内经济基本面修复、政策加码力度。

配置建议

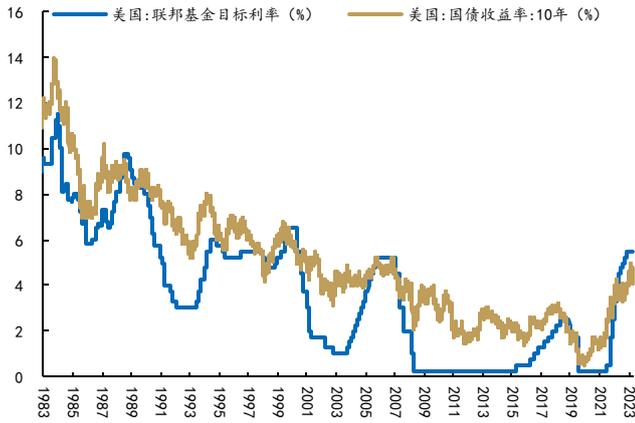
（一）黄金：把握配置机会，静待催化剂。涨幅更大阶段的催化剂依然在于美国增长压力的显现或美联储降息的实质性开启，当下把握逢低配置机遇。（二）美债：中长期具备配置价值。基于美国经济放缓及联储宽松的判断，2024年美债中枢下移趋势不变，当下4%左右的十年美债利率仍然具备配置吸引力。（三）A股成长（尤其医药）+港股恒生科技。无论A股还是港股成长均有望受益于美联储转向带来分母端压力的缓和。

风险提示

美国通胀二次反弹风险，令美联储加息力度再次超预期。

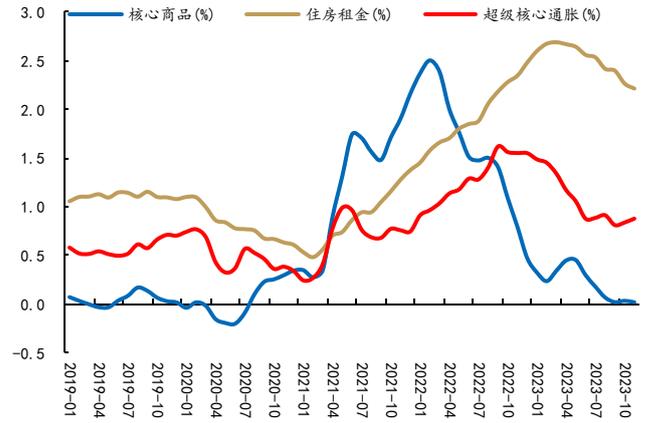


图表1: 2022年以来美联储累计加息 525BP



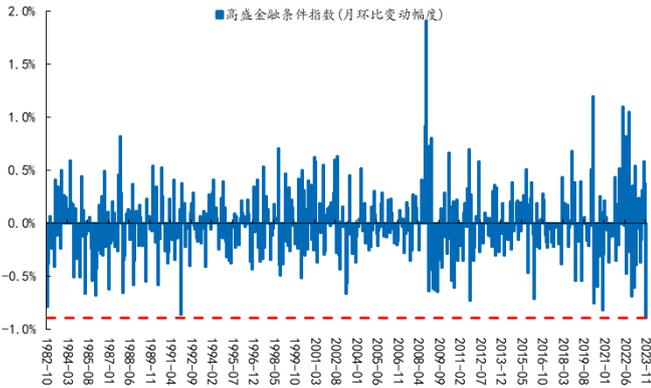
来源: Wind、国金证券研究所

图表2: 2024年美国“去通胀”进程将会延续



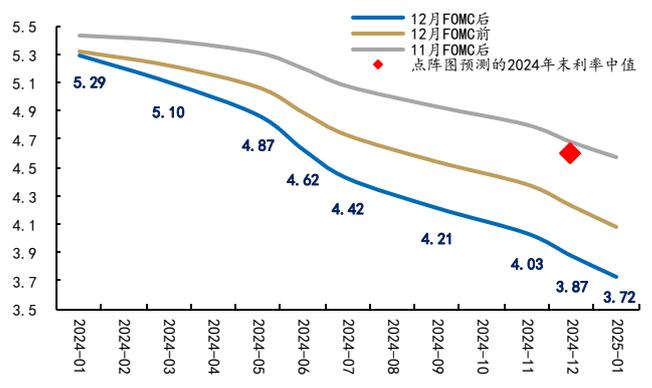
来源: Wind、Bloomberg、国金证券研究所 (注: 超级核心通胀指除住房以外的核心服务分项)

图表3: 高盛金融条件指数月环比变动幅度



来源: Wind、Bloomberg、国金证券研究所

图表4: 联邦基金期货隐含的利率路径 (单位: %)



来源: Wind、Bloomberg、国金证券研究所



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮编：201204	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	邮编：518000 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究