

## 美联储正式打开利率下方空间

中信期货研究所 宏观与商品策略研究团队

2023年12月14日

张文 从业资格号:F3077272 投资咨询号:Z0018864  
 研究员 屈涛 从业资格号:F3048194 投资咨询号:Z0015547  
 刘道钰 从业资格号:F3061482 投资咨询号:Z0016422

**事件：**美联储12月议息会议如期暂停加息，会议宣布联邦基金利率的目标范围维持在5.25%-5.5%不变，并按照原计划进行缩表。此外，美联储FOMC12月经济预测摘要（SEP）显示，美联储上调今年GDP增速预期，下调2023-2025年PCE通胀、核心PCE通胀以及联邦基金利率中值预期。

**点评：**本次议息会议美联储正式打开利率下方空间。自9月下旬的议息会议以来，美联储已连续三次暂停加息。本次议息会议鲍威尔加息与降息并存的政策暗示自相矛盾，但降息信号为本次议息会议一个亮点：鲍威尔称利率已处于、接近峰值，美联储官员启动了对降息前景讨论，本轮加息周期已经进入尾声。此外12月SEP显示美联储下调2024GDP与PCE、核心PCE增速，支撑12月点阵图所显示的3次降息的可能性。随着本年度最后一批美国经济数据的出炉，美联储鹰派态度松动，市场利率预期震荡下挫。我们预计美国经济增长未来1-2季度仍存边际放缓概率，加之美联储认为需在通胀回落至2%之前放松对经济的限制，美联储货币政策下方空间料逐步扩大。

议息会议结束后，市场交易宽松逻辑：2年期美债收益率跌幅超过26bp，10年美债利率日内跌15bp逼近4%关口，美元指数日内跌0.8%至103下方，现货黄金涨约1.56%，站上2010美元/盎司。北京时间12月14日联邦基金利率期货显示美联储2024年2月维持利率在5.25%-5.50%区间不变的概率为79.3%，降息25个基点的概率为20.7%。2024年3月降息25bp概率为69.4%，降息50bp概率为17.2%。

### 对于本次议息会议我们解读如下：

**会议声明方面，经济前瞻乐观收敛，额外紧缩“顾虑”增加：**本次议息会议声明对于经济增长表述由“三季度经济活动强劲扩张”改为“经济活动已经从三季度强劲增长放缓”，对于额外紧缩时将对于“任何”程度加以考虑。

**货币政策前瞻方面，鲍威尔直言讨论降息，点阵图路径鸽派：**鲍威尔承认降息是本次会议的讨论主题，在被问及对市场对明年3月开始降息是否合理时，鲍威尔也没有直接否认，而是认为美联储将基于数据（totality of the data）做出正确的决定；而早在12月1日，鲍威尔在一次活动上还表示，“现在就断定我们的立场已经达到足够的限制性、或者猜测政策何时可能宽松，还为时过早”。一方面，美联储对2024年经济增速及核心通胀预测的下调，是美联储政策预期转向的依据；另一方面，利率点阵图也显示美联储可能已到达加息终点，最新公布的利率“点阵图”中本次联储决策者对利率峰值的预期大幅下降。鸽派表态和点阵图均进一步提高了市场对美联储的降息预期。

**经济前瞻方面，美国或软着陆，但衰退概率仍存：**会议声明表述的转变传递明年美国经济软着陆、以及存在降息的空间。鲍威尔表示，尽管经济增速较2023年第三季度的高增长出现大幅放缓，但目前美国GDP增速仍有2.5%，“美国经济现在陷入衰退”的想法几乎没有依据；但其也承认在经济下行、通胀持续回落的背景下，美联储官员正在考虑何时降息。鲍威尔认为，在通胀下降的同时，经济有可能避免衰退，目前几乎不存在美国经济陷入衰退的依据，但衰退的可能性总是存在的，需要在通胀达到2%的目标水平之前减少高利率对经济的限制。此外，鲍威尔还表示房地产领域的活动已经区域降温。SEP中美联储将今年GDP实际同比增速预测上调至2.6%（9月预测为2.1%），小幅下调明年GDP实际同比增速预测至1.4%（9月预测为1.5%），其对明年经济增速和通胀预测的同步下调释放出偏鸽的信号。

**通胀与就业方面，“通胀有所缓解”，但“仍未胜利”，劳工供需继续再平衡：**鲍威尔表示，劳动力市场依然紧张，薪资增速仍高于2%的通胀目标水平，劳动力需求仍然超过供给，预计劳动力市场再平衡将继续。疫情造成的扭曲得到缓解，供给端的缓解对通胀恢复有一定的帮助。目前已经看到非住房服务业通胀取得了合理进展，但核心通胀仍远高于3%。SEP中2023、2024年核心PCE通胀预测分别下调至3.2%（9月预测为3.7%）和2.4%（9月预测为2.6%）。虽然鲍威尔仍然措辞谨慎，拒绝宣告抗击通胀胜利，但美联储会议已经开始讨论降息时间点的问题。就业市场韧性背景下，美联储将2023、2024年失业率预测值分别保持在3.8%、4.1%。

### 风险提示：美国通胀超预期，美国经济低于预期

图1：市场隐含2024年1月、3月、6月利率



图2：市场隐含联邦基金利率期限结构



图3：美联储12月点阵图中位数利率显示2024年或存3次降息概率

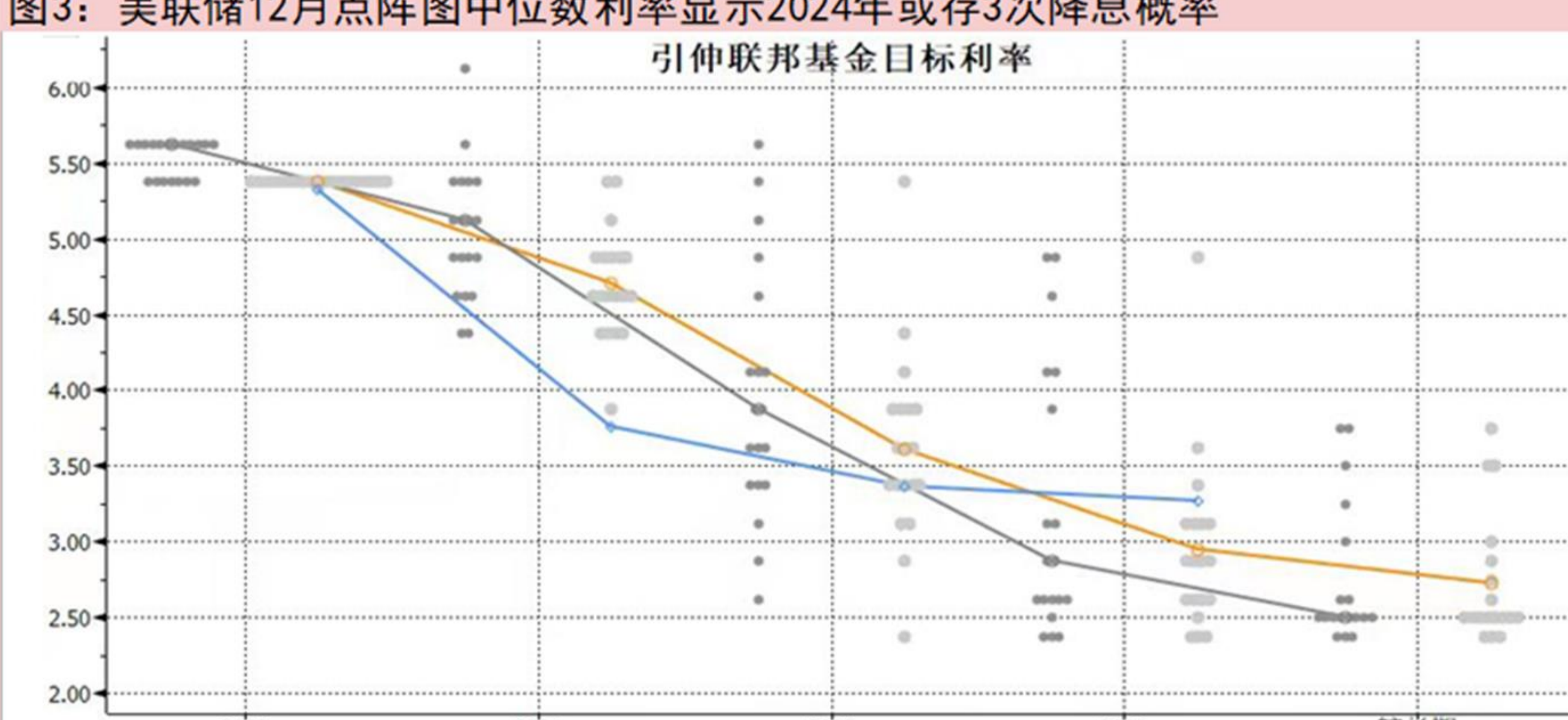


图4：12月美联储SEP环比9月SEP变化

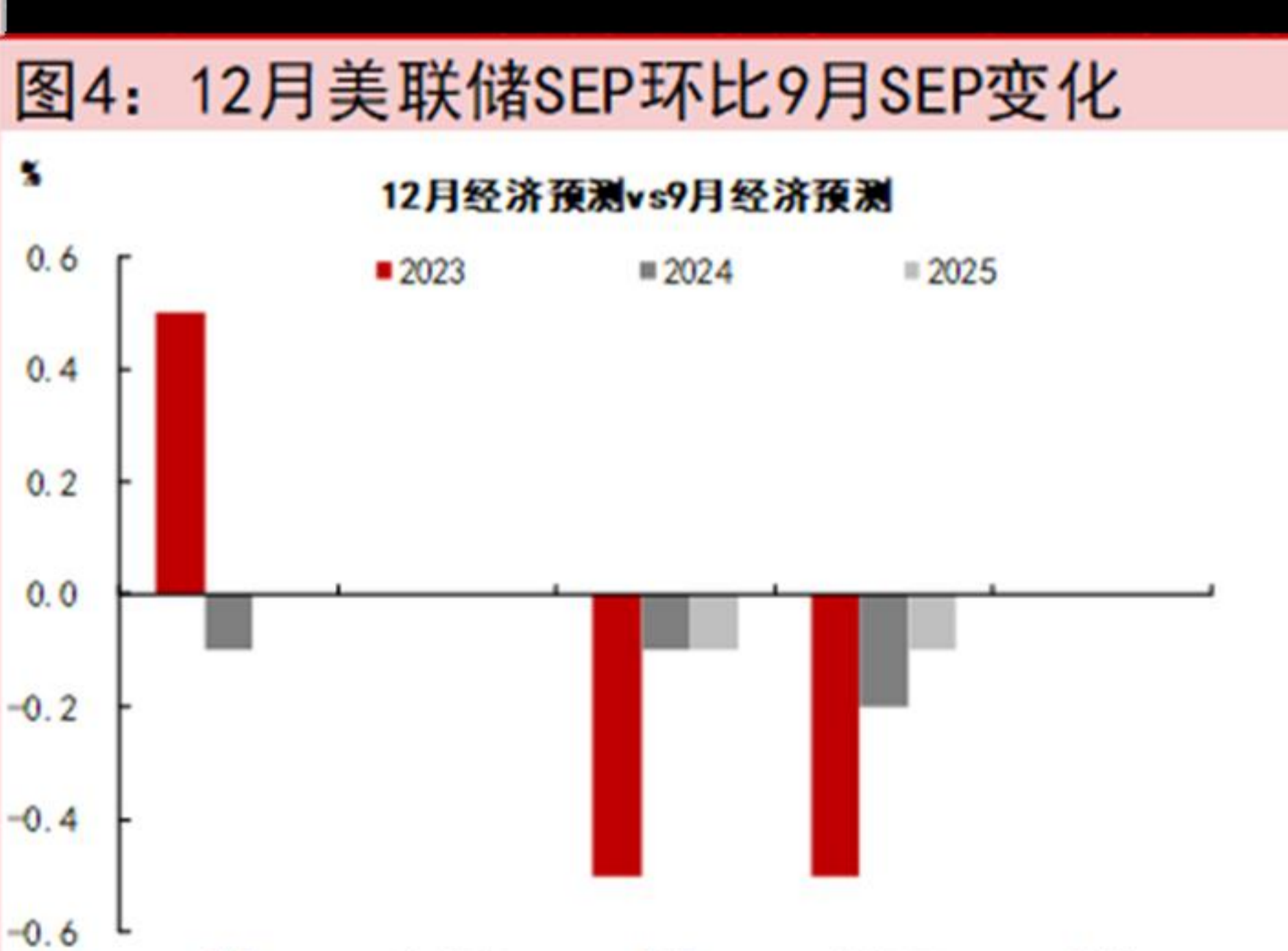


图5：美联储GDP9月预测与12月预测



图6：美联储核心PCE9月预测与12月预测

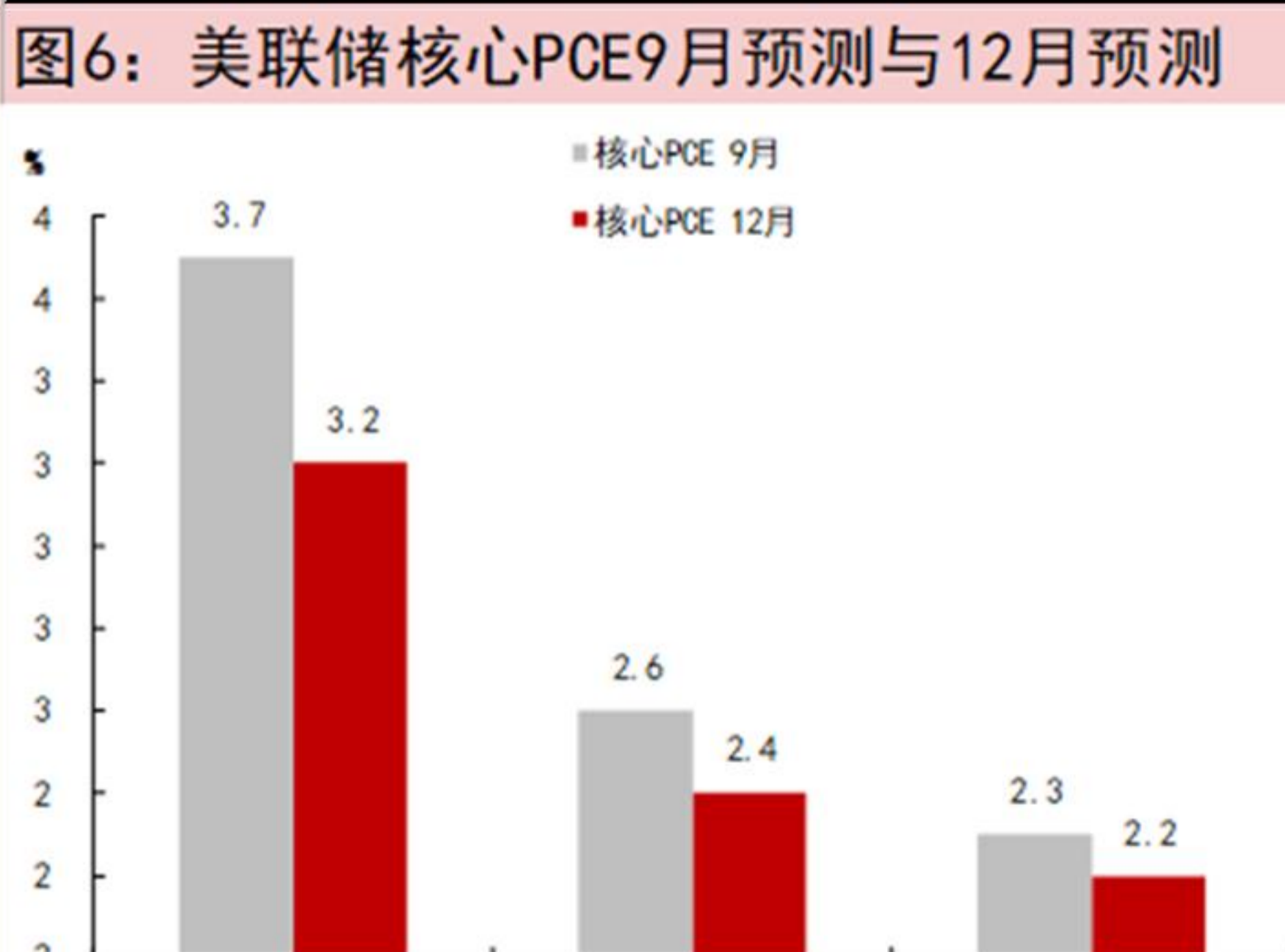


图7：美联储PCE9月预测与12月预测

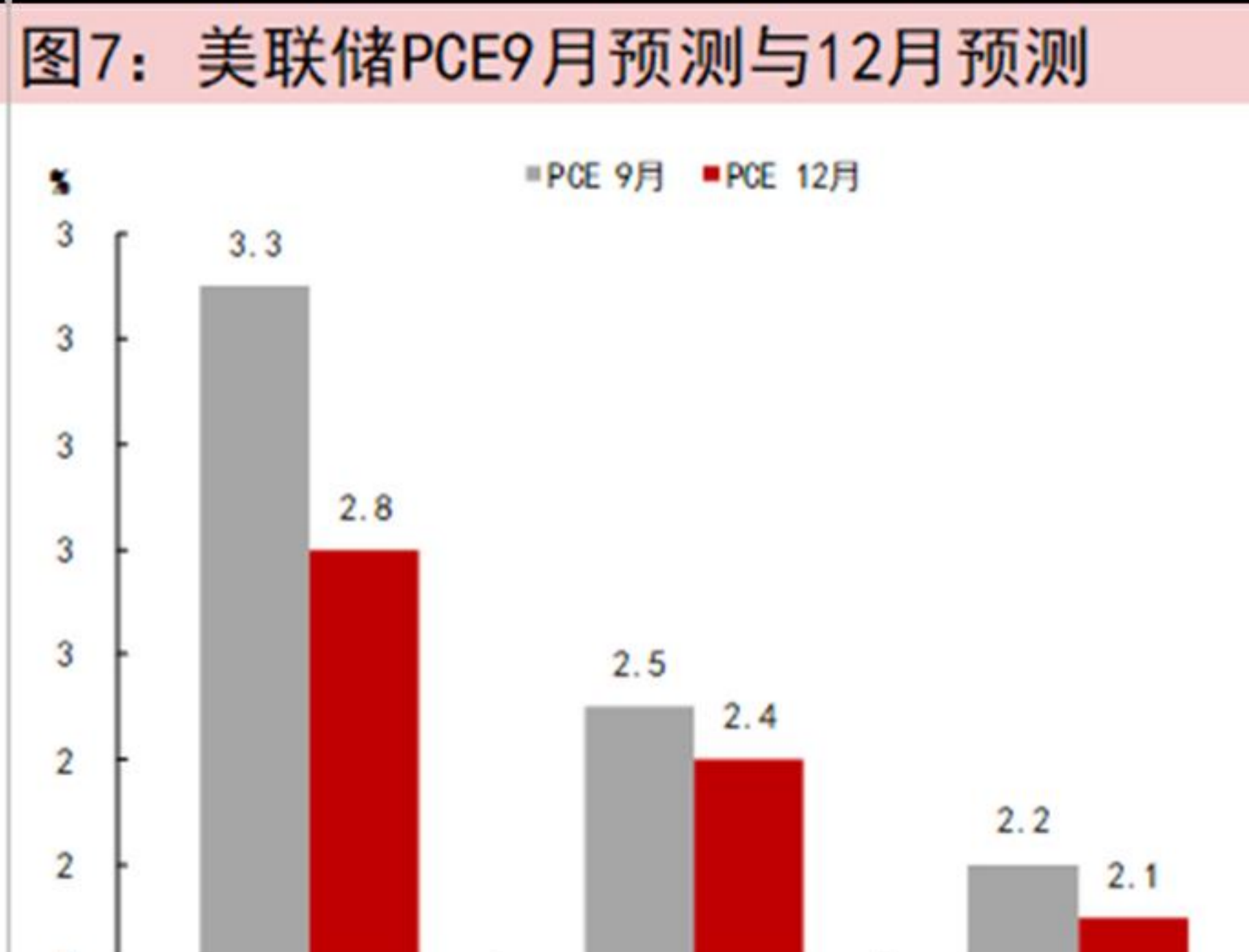


图8：CME美联储观察 各期议息会议各利率区间概率（北京时间12月14日）

| CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
|---|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| MEETING DATE                              | 300-325 | 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%    | 20.7%   | 79.3%   |
| 2024/3/20                                 | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 17.2%   | 69.4%   | 13.5%   |
| 2024/5/1                                  | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 16.4%   | 67.0%   | 16.1%   | 0.6%    |
| 2024/6/12                                 | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 1.1%    | 19.8%   | 63.5%   | 15.0%   | 0.6%    | 0.0%    |
| 2024/7/31                                 | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 1.0%    | 17.7%   | 58.7%   | 20.4%   | 2.2%    | 0.1%    | 0.0%    |
| 2024/9/18                                 | 0.0%    | 0.0%    | 0.9%    | 15.9%   | 54.2%   | 24.6%   | 4.2%    | 0.3%    | 0.0%    | 0.0%    |
| 2024/11/7                                 | 0.0%    | 0.6%    | 11.0%   | 41.7%   | 34.2%   | 10.8%   | 1.6%    | 0.1%    | 0.0%    | 0.0%    |
| 2024/12/18                                | 0.4%    | 8.5%    | 34.5%   | 36.0%   | 16.3%   | 3.7%    | 0.4%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    |

**重要提示：**本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。

**免责声明：**除非另有说明，中信期货有限公司拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经授权，不得发送或复制本报告任何内容。中信期货有限公司对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。此报告并不构成中信期货有限公司给予阁下的任何私人咨询建议。