

加息周期拐点或至，积极布局 A 股市场

——美联储 12 月利率决议点评

华龙证券研究所

研究员

姓名：朱金金

执业证书编号：S0230521030009

邮箱：zhujj@hlzq.com

相关阅读

2023.12.11 《市场信心逐步建立》

2023.12.04 《市场向好动能有望延续》

2023.11.28 《阶段性整理将提供布局机会》

请认真阅读文后免责条款

事件：

美国时间 2023 年 12 月 13 日，美联储公布 12 月利率决议。

观点：

- **美联储释放偏鸽派信息。**美联储发布联邦公开市场委员会 (FOMC) 声明，维持利率区间【5.25%-5.5%】不变。同时，美联储在季度经济展望中下调了 2024 经济、整体通胀和利率预测，就业市场将保持稳定。美联储主席鲍威尔表示，相信利率可能已经达到或接近峰值，对放宽货币政策的讨论已经开始。加息周期拐点或至。
- **2024 年美联储降息预期增强。**美联储最新发布点阵图显示，2024 年美联储可能宣布降息三次。相较于 9 月点阵图，12 月点阵图显示利率转向预期增强，FOMC 委员对于 2024 年的政策利率中位预期为 4.6%，隐含 2024 年降息 75BP，超出市场预期。
- **高利率区间致经济增长放缓。**美国进入 2023 年四季度后的经济指标开始较 2023 年三季度之前有所走弱，高利率对经济活动的抑制效果逐步显现。美联储自 2022 年 3 月宣布开启本轮加息周期后，美国供应管理协会制造业 PMI 指数也呈现逐步下行走势，非制造业 PMI 也呈现稳中有降，值得注意的是高利率环境对制造业景气度的抑制作用更加明显。
- **美国通胀逐步缓解。**美国 11 月份 CPI 同比上涨 3.1%，较 10 月份 3.2% 下行，核心 CPI 同比上涨 4.0%，均符合市场预期。能源价格下行是美国 11 月份 CPI 下行的主要影响因素。近期地缘冲突有所缓和，叠加全球需求较弱，油价呈现稳中有降。
- **美联储历次暂停加息和开启降息时间区间 A 股行业涨跌梳理。**我们选取美联储暂停加息到开启降息，时间间隔较短的几次。三个时间区间段行业涨跌呈现特征：①多数行业呈现上涨；②从时间由远及近来看，前两次行业涨幅靠前的多为周期型行业；最近的一次消费成长类较多。内在原因可能是经济增长方式的转变、估值的高低、行业的预期变化导致。
- **风险提示：**经济增长预期变化；通胀超预期发展；数据误差；黑天鹅事件；周期错位等。

1. 美联储释放偏鸽派信息

美联储发布联邦公开市场委员会(FOMC)声明,维持利率区间【5.25%-5.5%】不变。同时,美联储在季度经济展望中下调了2024经济、整体通胀和利率预测,就业市场将保持稳定。美联储主席鲍威尔表示,相信利率可能已经达到或接近峰值,对放宽货币政策的讨论已经开始。加息周期拐点或至。

2. 2024年美联储降息预期增强

美联储最新发布点阵图显示,2024年美联储可能宣布降息三次。相较于9月点阵图,12月点阵图显示利率转向预期增强。FOMC委员对于2024年的政策利率中位预期为4.6%,隐含2024年降息75BP,超出市场预期。从点阵图看2025年的降息幅度较大。本轮加息周期,累计加息幅度达525个BP,位居22年以来高位。

图 1: 12 月份利率点阵图

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

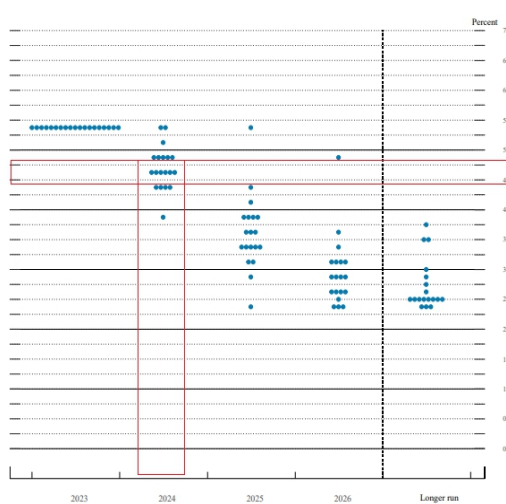
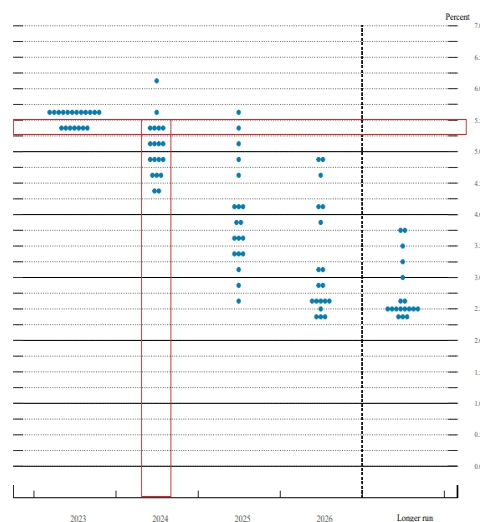


图 2: 9 月份利率点阵图

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



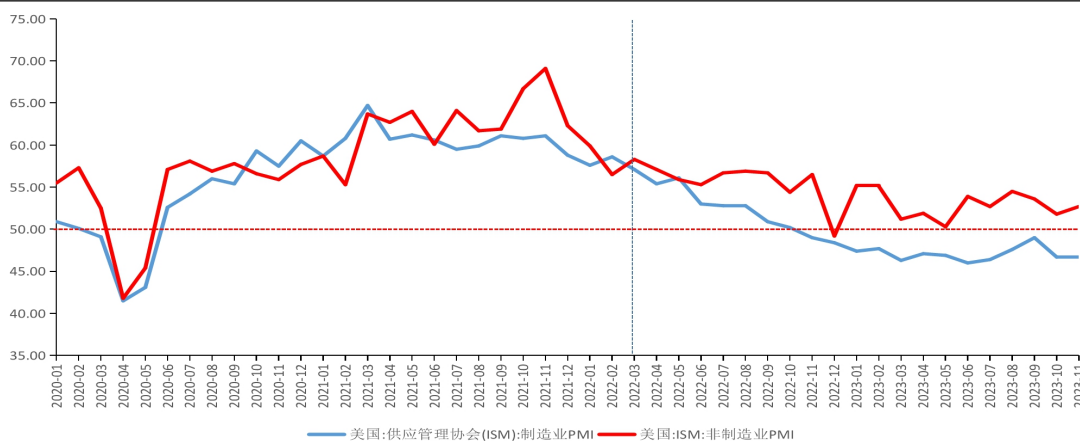
资料来源: 美联储官网, 华龙证券研究所

3. 高利率区间致经济增长放缓

美国进入2023年四季度后的经济指标开始较2023年

三季度之前有所走弱，高利率对经济活动的抑制效果逐步显现。美联储自2022年3月宣布开启本轮加息周期后，美国供应管理协会制造业PMI指数也呈现逐步下行走势，非制造业PMI也呈现稳中有降，值得注意的是高利率环境对制造业景气度的抑制作用更加明显。

图3：美国PMI走势(%)

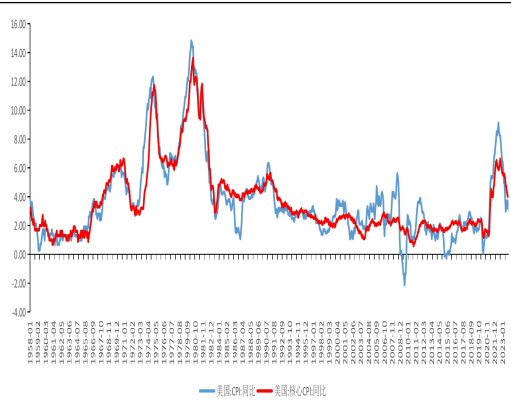


资料来源：Wind，华龙证券研究所

4. 美国通胀逐步缓解

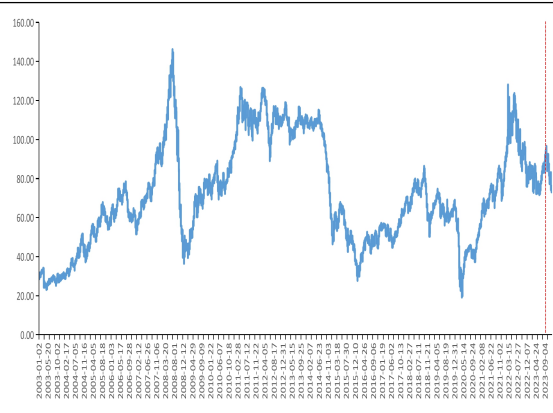
美国11月份CPI同比上涨3.1%，较10月份3.2%下行，核心CPI同比上涨4.0%，均符合市场预期。能源价格下行是美国11月份CPI下行的主要影响因素。近期地缘冲突有所缓和，叠加全球需求较弱，油价呈现稳中有降。

图4：美国通胀走势(%)



资料来源：Wind，华龙证券研究所

图5：布伦特原油期货结算价(美元/每桶)



资料来源：Wind，华龙证券研究所

5. 美联储历次暂停加息和开启降息时间区间 A 股行业涨

跌梳理

我们选取美联储暂停加息到开启降息，时间间隔较短的几次。①2000年5月-2001年1月时间区间，涨幅前十的行业分别为石油石化、美容护理、有色金属、建筑材料、机械设备、医药生物、钢铁、基础化工、轻工制造。②2006年6月-2007年10月。涨幅前十的行业分别为非银金融、有色金属、房地产、煤炭、银行、钢铁、建筑材料、机械设备、国防军工、汽车。③2018年12月-2019年7月，涨幅前十的行业分别为食品饮料、农林牧渔、家用电器、非银金融、国防军工、计算机、社会服务、建筑材料、电子、通信。三个时间区间段行业涨跌呈现特征：①多数行业呈现上涨；②从时间由远及近来看，前两次行业涨幅靠前的多为周期型行业；最近的一次消费成长类较多。内在原因可能是经济增长方式的转变、估值的高低、行业的预期变化导致。

表 1：各时间区间行业涨跌幅对比(%)

申万一级行业	美联储历次暂停加息时间至开启降息时间区间间隔较短的几次行业表现		
	2000年5月-2001年1月	2006年6月-2007年10月	2018年12月-2019年7月
农林牧渔	16.54	213.37	42.62
基础化工	32.39	272.20	7.35
钢铁	35.71	365.90	-5.53
有色金属	38.98	509.42	7.34
电子	25.70	141.57	16.06
家用电器	0.53	280.78	32.06
食品饮料	24.18	225.10	56.24
纺织服饰	21.74	260.89	2.04
轻工制造	31.13	249.98	5.72
医药生物	36.18	216.45	12.36
公用事业	13.71	245.88	4.91
交通运输	16.66	259.65	12.11
房地产	27.12	473.80	9.19
商贸零售	22.30	280.32	6.63
社会服务	24.65	253.28	18.97
综合	14.90	249.40	7.65
建筑材料	38.14	363.72	17.31
建筑装饰	8.59	244.02	-5.61
电力设备	11.04	275.62	8.01
国防军工	21.78	319.59	20.98
计算机	-6.20	174.37	19.13
传媒	-3.17	175.00	-3.09
通信	24.52	229.62	15.57
银行	-8.69	375.56	9.30
非银金融	21.22	515.31	30.09
汽车	28.82	313.01	4.32
机械设备	36.41	321.13	10.12
煤炭	29.40	423.23	5.30
石油石化	41.74	301.45	-1.67
环保	27.10	229.83	2.72
美容护理	41.72	288.67	10.72

资料来源：Wind，华龙证券研究所

6. 风险提示

(1) 经济增长预期变化。美联储暂停加息原因之一在于经济增长放缓，若美国经济增长超预期增强，可能改变市场关于美联储进一步暂停加息的预期。

(2) 通胀超预期发展。在高利率环境下，通胀逐步下行，但若影响通胀的因素发生变化，如油价超预期上涨，可能导致美国通胀超预期变化。

(3) 数据误差。历史数据可能存在一定程度的缺失，不同时间段选择的微小变化可能对结果产生一定的影响，或因时间变化行业成分发生调整，也会对基于历史数据预测的结果产生影响，导致误差存在。

(4) 黑天鹅事件。突发的难以预计的因素对全球资本市场会产生扰动，导致最终结果出现超预期变化。

(5) 周期错位。历史上发生的行业涨跌，有其特定的内在经济、行业、市场等时代背景，尽管存在周期性变化，但行业涨跌的完全复制较难以发生。

免责及评级说明部分

分析师声明：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观、公正地出具本报告。不受本公司相关业务部门、证券发行人士、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。据此入市，风险自担。

投资评级说明：

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以沪深300指数为基准。	股票评级	买入	股票价格变动相对沪深300指数涨幅在10%以上
		增持	股票价格变动相对沪深300指数涨幅在5%至10%之间
		中性	股票价格变动相对沪深300指数涨跌幅在-5%至5%之间
		减持	股票价格变动相对沪深300指数跌幅在-10%至-5%之间
		卖出	股票价格变动相对沪深300指数跌幅在-10%以上
	行业评级	推荐	基本面向好，行业指数领先沪深300指数
		中性	基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数
		回避	基本面向淡，行业指数落后沪深300指数

免责声明：

本报告仅供华龙证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到报告而视其为当然客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。编制及撰写本报告的所有分析师或研究人员在此保证，本研究报告中任何关于宏观经济、产业行业、上市公司投资价值等研究对象的观点均如实反映研究分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的价格的建议或询价。本公司及分析研究人员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失及其他影响概不负责。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提及的公司所发行的证券并进行证券交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务，投资者应充分考虑本公司及所属关联机构就报告内容可能存在的利益冲突。

版权声明：

本报告版权归华龙证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。引用本报告必须注明出处“华龙证券”，且不能对本报告作出有悖本意的删除或修改。

华龙证券研究所

北京

地址：北京市东城区安定门外大街189号天鸿宝景大厦F1层华龙证券
邮编：100033

兰州

地址：兰州市城关区东岗西路638号甘肃文化大厦21楼
邮编：730030
电话：0931-4635761

上海

地址：上海市浦东新区浦东大道720号11楼
邮编：200000