

降息进入美联储视野，略超市场预期

——12月美联储FOMC会议点评

2023年12月20日

宏观经济 | 事件点评

分析师

康明怡 电话：021-25102911 邮箱：kangmy@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480519090001

事件：

美联储维持联邦利率 5.25~5.5%。

主要观点：

- 1、美联储 12 月不加息符合预期，降息进入美联储议程范围。
- 2、美国短期陷入衰退概率很小，消费强劲，住宅市场尚未彻底降温，经济放缓推迟，但远期风险仍存。
- 3、点阵图明年降息幅度从 50bp 升至 75bp，降息幅度过快可能会再次激发住宅市场，我们第一阶段降息幅度暂时看 50bp。
- 3、美十债下限为 3.6~3.85%。
- 4、美股维持短期风险不大，长期中性的观点。

基本面方面，GDP 和失业率均不支持降息，降息的唯一动力来自通胀从异常高位回落。目前，CPI 同比为 3.1%，虽然部分有基数效应的原因，但已有 6 个月落入 2~3.8%这一历史正常区间（图 3）。若往后环比不超过 0.3%，则同比将稳定在这一区间内，可以小幅降息。若通胀控制得当，根据 2000~2006 年的经验，最终可以尝试降息到 3.25~3.5%附近，但首轮降息我们暂时先看 50bp。

宏观上，通胀取决于两个方面，一政策面，包含货币和财政政策；二基本面，包含需求方和供给方。毫无疑问，目前的货币政策处于限制性预期，财政政策受制于高杠杆叠加高利率导致利息支出占联邦财政收入比激增，明年大概率支出会受到限制。基本面方面，由家庭消费主导的私人消费以及地产恢复利率弹性，总需求尚可，供给方从大宗价格和供应链来看都得到极大的缓解。明年只要降息不过快、财政不再宽松，通胀总体水平压力不大。鉴于消费仍旧稳健、服务业仍旧紧绷、住房市场紧平衡，若明年降息幅度过大，则下半年有通胀反弹的可能。

服务业价格保持了一定的粘性。8 月以来，非住宅服务价格环比并未减速，仍停留在 0.5~0.6%平台（图 6），与服务业就业仍旧紧绷相吻合，住宅类似。通胀的缓解主要集中在能源食品和商品上。这种商品价格回落而服务价格继续上升也符合今年商品冷服务热的经济特点。虽然服务价格粘性仍在，但相较于去年仍是有较大缓解（去年高位平台为 0.8%~1%，图 6）。今年下半年，通胀的基数效应结束，7 月以来的 CPI 同比反复远好于预期。受住宅分项的有限回落，核心 CPI 下半年也没有反弹。由于原油价格下跌，短期内通胀不会有实质性压力。非能源食品的商品价格环比已连续 6 个月处于下降通道（图 6）。住宅方面，价格端，房贷利率随着美十债利率下跌（图 8）；供给端，住宅市场存量房屋数太少，住宅市场处于紧平衡状态；收入端，失业率极低，三重因素均支撑房价的再次反弹。随着加息周期结束，明年下半年可能进入降息通道，房价仍有支撑。预计核心通胀回落较通胀较为缓慢。

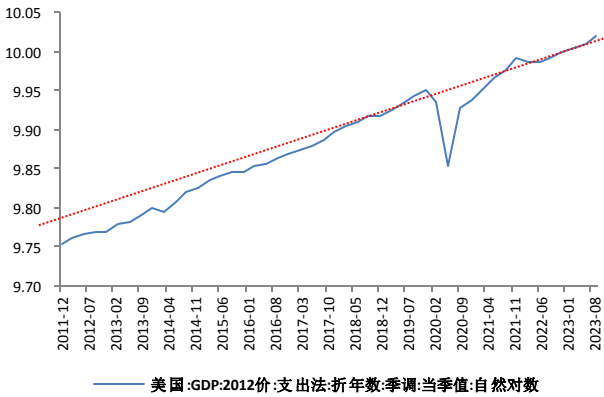
明年一季度降息可能不大，二季度中后段时间可开始考虑。我们一直认为若要避免后期过早衰退，停留在 5.25%上方的时间不宜过长。此外，鉴于地产市场已摆脱 08 年次贷危机阴影，恢复了对利率的敏感度，当前地产市场处于紧平衡状态，而非疲软。这意味着明年也不能降息太多。当经济特别是地产处于紧平衡时，降息幅度应更为谨慎。第一阶段降息幅度先看到 50bp 左右。美联储方面，点阵图表示明年的降息幅度比上次多 25bp，达到 75bp 的水平，超出市场对美联储的预期，美债美股受到显著提振。市场方面，短端利率再次倒挂，显示市场定价已隐含降息预期。1 年期国债利率倒挂 FFR 的利差约为 39bp（图 2）。

明年美国十年期国债利率下限暂时看到 3.65~3.85%（假设前提为降息 50bp，图 9）。随着通胀中枢以及 GDP 增长中枢

上移，美十债很难回到 2008~2022 年间的长期低利率水平。股市方面，美国短期经济衰退风险不大，实体经济投资止跌，商业银行对贷款标准也有所放宽，投资有望略有回升，不再拖累 GDP，叠加 AI 技术突破，股市短期风险不大，相对利好中小盘股。但长期泡沫仍存。历次长期趋势的泡沫湮灭均与货币政策收紧有关，明年的长期走势取决于美联储的降息幅度与通胀的相对位置，暂时仍维持中性。若降息幅度超出预期，则美股有望新高。最后，由于全球加息周期结束，美元强势结束。但全球需求不旺，通胀压力下降，大宗商品仍以震荡为主。

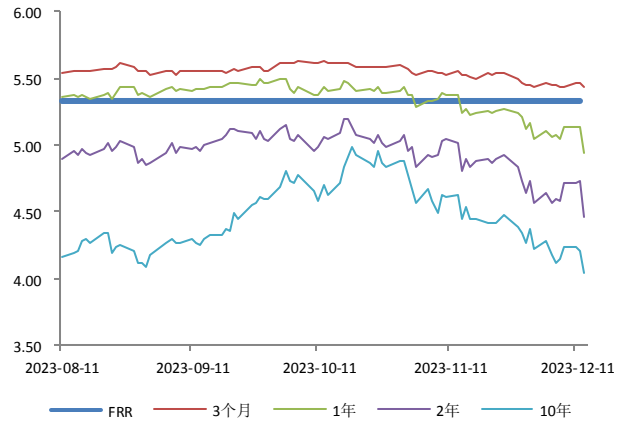
风险提示：海外经济衰退。

图1：美国 GDP 增长高于长期趋势



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图2：短端利率倒挂 (%)



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图3：美国 CPI 同比落入正常区间 (%)



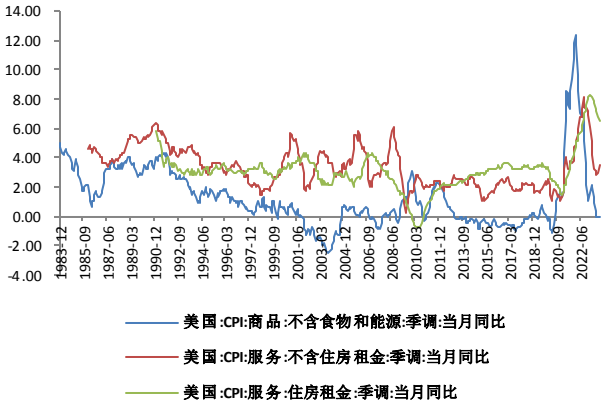
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图4：美国核心 CPI 同比尚未落入正常区间 (%)



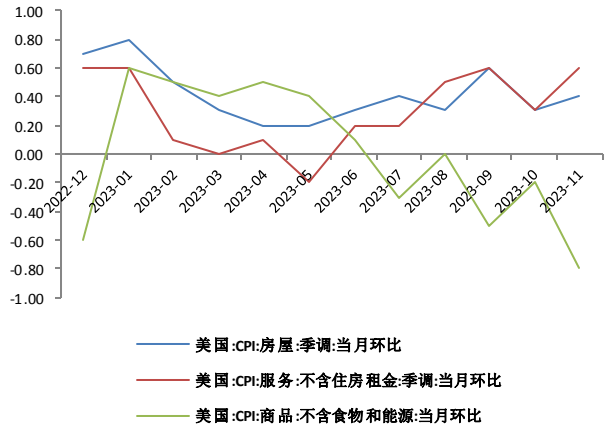
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图5: 商品、服务、住宅价格同比 (%)



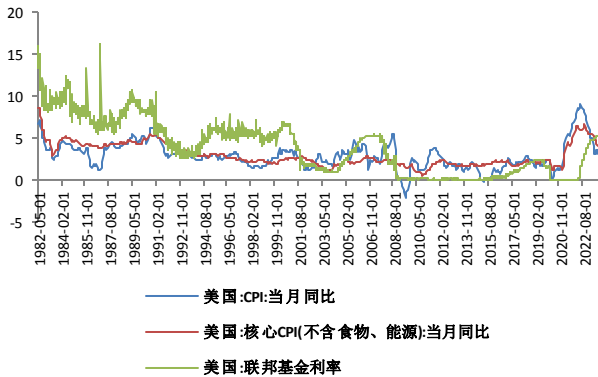
资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图6: 商品、服务、住宅价格环比 (%)



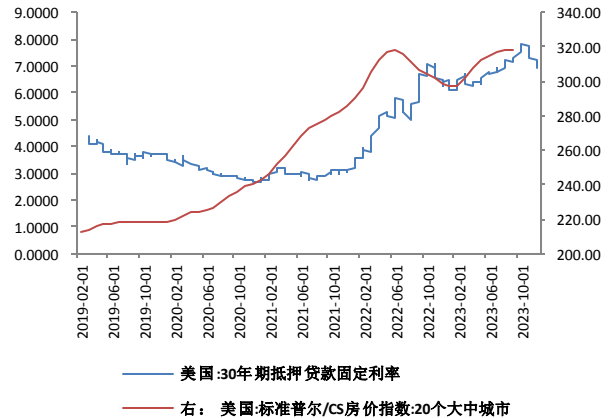
资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图7: 通胀与 FFR (%)



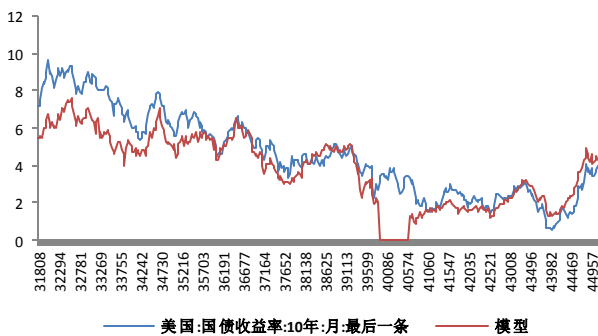
资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图8: 房价反弹 (左: %)



资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图9: 美十债与模型 (%)



资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
宏观普通报告	宏观普通报告：美国商品价格稳定下降，服务价格尚有一定粘性	2023-12-15
宏观深度报告	宏观深度报告：衰退继续延迟，海外进入降息通道	2023-12-08
宏观普通报告	宏观普通报告：加息周期接近结束	2023-11-06
宏观普通报告	宏观普通报告：美联储如期偏鹰	2023-09-21
宏观普通报告	宏观普通报告：美国通胀数据尚可，关注 9 月	2023-09-15
宏观深度报告	宏观深度报告：衰退继续延迟，消费动能 I 略有减弱	2023-09-13
宏观深度报告	宏观深度报告：衰退继续延迟，消费动能略有减弱	2023-09-12
宏观普通报告	宏观普通报告：美国劳动力市场紧绷进入中后期	2023-09-05
宏观普通报告	宏观普通报告：美国服务业就业快速恢复期结束	2023-08-07
宏观普通报告	宏观普通报告：美联储保留进一步加息空间	2023-07-28

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

康明怡

经济学博士。分别就读于武汉大学、清华大学和明尼苏达大学，博士期间曾在明尼苏达大学、美联储明尼阿波利斯分行从事多年教学和访问工作。2010 年开始执教于复旦大学经济学院 985 平台，上海浦江人才计划项目。2017 年加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：010-66554070
传真：010-66554008

电话：021-25102800
传真：021-25102881

电话：0755-83239601
传真：0755-23824526