

美联储可能在明年上半年开启降息的预期进一步明确

2023年12月18日-12月24日周报

◆ 美联储可能在明年上半年开启降息的预期进一步明确

12月21日，美国商务部公布数据显示，美国三季度实际GDP年化季环比终值超预期下修至+4.9%，低于预期的+5.2%，此前发布的修正值为+5.2%。同时，美国三季度核心PCE物价指数年化季环比终值下修至+2%，低于前值和预期的+2.3%。

12月22日，美国商务部公布数据显示，今年11月美国PCE价格指数环比-0.1%，是自2020年4月以来的首次下降。剔除食品和能源后，11月核心PCE价格指数环比+0.1%，涨幅较前月收窄0.1个百分点。11月核心PCE物价指数同比+3.2%，创2021年4月以来最小增幅，预期+3.3%。

本周公布的最新数据显示美国经济增速边际放缓的同时，通胀也在继续走弱，特别是美联储最关心的核心PCE物价指数，11月同比创2021年4月以来最小增幅。考虑到基数因素，明年美国核心PCE物价指数将延续走弱态势。除经济数据放缓和通胀数据走弱外，本周美联储多位官员也放出了相对鸽派的言论。12月19日，美联储博斯蒂克表示，没有人应该认为2%是美联储可以拥有的唯一通胀目标，但在物价稳定恢复之前将继续保持这一目标。12月19日，美联储戴利表示，2024年降息可能是适当的，可能需要在2024年进行三次降息。12月21日，美联储哈克表示通胀朝着正确的方向发展，经济放缓速度快于数据所示，不需要再加息了。

总体来看，最新的经济数据、通胀数据以及美联储官员的相关表态进一步明确了美联储在2024年再次加息的可能性很小、美联储本轮加息已经终结的预期。当前市场的关注重点是美联储目前的高利率维持的时间，即美联储降息的时点。我们认为，虽然站在当前时点，美国经济陷入衰退的可能性仍处于低位，但考虑到12月议息会议后鲍威尔表示经济弱化并不是降息的必要条件，美联储明年开启降息的时点仍存在着向市场预期靠拢的可能，即美联储可能会在明年上半年即开启降息。截止12月24日，CME数据显示明年1月联邦基金目标利率保持不变的概率是85.5%，明年3月联邦基金目标利率仍然不变的概率是12.0%、降息25个BP的概率是75.6%，市场主流预期明年全年将降息150个BP。

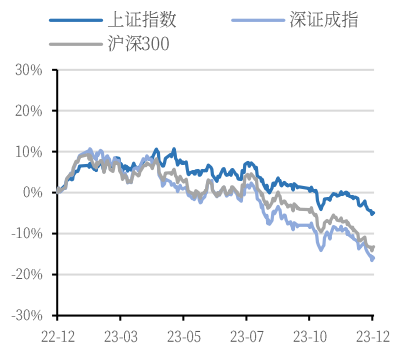
◆ 央行重启14D逆回购，新一轮存款利率下调或是降息前奏

临近月末资金面波动加大，截止12月22日，DR007报收1.78%，较上周五下行1BP；SHIBOR1W报收1.76%，较上周五上行1BP。为维护年末流动性合理充裕，本周央行重启14D逆回购，利率维持1.95%，共投放14D逆回购9100亿元，此外，累计投放7D逆回购6720亿元，利率维持1.80%，逆回购到期量12760亿元，通过逆回购投放流动性3060亿元。

主要数据

上证指数	2914.7752
沪深300	3337.2281
深证成指	9221.3126

主要指数走势图



作者

符旸 分析师
SAC执业证书: S0640514070001
联系电话: 010-59562469
邮箱: fuyys@avicsec.com

刘庆东 分析师
SAC执业证书: S0640520030001
联系电话: 010-59219572
邮箱: liuqd@avicsec.com

刘倩 研究助理
SAC执业证书: S0640122090025
联系电话: 010-59562515
邮箱: liuqian@avicsec.com

相关研究报告

金融市场分析周报 —2023-12-21
外部流动性压力趋缓，内部经济运行核心矛盾仍是内需不足 —2023-12-17
内需相对疲软仍是经济运行主要矛盾 —2023-12-17

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司
公司网址: www.avicsec.com
联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

1

今年7月的政治局会议提出，要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案。作为化债方案的重要组成部分，地方政府特殊再融资债从10月以来密集发行，仅10月就发行了将近1.2万亿，政府债缴款对流动性的挤压作用使得资金利率居高不下，10月DR007月度均值录得1.98%，高出政策利率将近20BP，同时同业存单的发行利率持续上扬。12月以来随着政府债发行节奏趋缓，银行系统的流动性压力边际改善。往后看，随着元旦假日的到来以及银行缴准考核等事项，融出意愿下降，叠加央行近期对资金空转关注程度提高，重启14D逆回购锁短放长以降低套利空间，促使资金进入实体经济。供需两端的挤压或使得资金面波动加大。

据证券时报报道，多家国有银行将于12月22日下调存款挂牌利率。新一轮存款利率压降缓解了银行系统的息差压力，为进一步降息提供了有利条件。本月LPR按兵不动，时隔两日即发布存款利率下调的消息，我们认为新一轮降息在明年一季度落地以促“开门红”的概率不可忽视，但鉴于当前的息差压力已经到达较高水平，下调幅度或较为有限。

◆ 美国11月PCE通胀进一步回落强化降息预期，人民币汇率双向波动

截至12月22日，我国10年期国债收益率报收2.59%，较上周五下行3BP；美国10年期国债收益率录得3.90%，较上周五下行1BP。美元指数持续回落，截至本周五报收101.70，美元兑人民币即期汇率报收7.1393，较上周五上行406BP。

12月22日，美国商务部发布了11月份的PCE物价指数，剔除波动较大的食品和能源成分的核心PCE指数环比上升0.1%，预期为0.2%，涨幅低于预期；11月PCE物价指数同比上升了3.2%，也低于预期的3.3%。潜在的价格压力继续减轻，若通胀持续回落，而经济疲软迹象显露，那美联储可能比预期更早降息。伴随着美联储强硬态度的松动，美元指数持续下行，截止本周五已回落至103下方，全球流动性压力趋缓。人民币汇率则在当前水平双向波动，往后看，随着美联储决策重心的改变，外部环境易松难紧。人民币汇率的支撑重心重新回到国内的经济基本面。随着我国经济持续好转，有望吸引更多重返新兴市场的资本流入中国金融市场。根据国家外汇管理局公布的数据，证券投资项下外资总体恢复净流入，外资配置人民币债券意愿持续提升，近几个月连续净增持境内债券，11月外资净增持境内债券规模达330亿美元，为历史次高值。人民币汇率有望在合理水平上稳定运行。

◆ 债市长端收益率持续下行，期限利差回升

截止12月22日，我国10年期国债收益率报收2.59%，较上周五下行3BP；1年期国债收益率报收2.25%，较上周五下行6BP，期限利差持续回升，本周五期限利差录得33.51BP，较上周五上行2.00BP。12月资金面较11月有明显缓和，叠加近期新一轮存款利率下调带动市场降息预期上升，货币政策或有进一步宽松的空间。在流动性改善利好带动下，本周1年期国债收益率大幅下行，带动期限利差持续回升。

自今年8月以来，受到地方政府增发再融资债券以及稳增长政策持续发力的影响，政府债发行规模攀升提升了市场的流动性需求，资金面持续趋紧，9月开始DR007月度均值重新升至1.95%上方，9-11月DR007月度均值分别录得1.97%、1.98%、1.97%，资金面压力迅速传导至短端债券，1年期国债收益率从8月初的1.80%附近持续上行，截止12月初达到2.40%的高位。与此同时，以10年期国债为代表的长端收益率则在弱

势基本面的支撑下波动幅度较小，使得期限利差快速收敛至近年来的低位，利率曲线快速平坦化。

往后看，明年美联储开启降息，外部流动性环境有望大幅改善，国内第三轮利率调降已经开启，新一轮降息或已临近，国内货币政策或存在进一步改善的空间。而基本上，中央经济工作会议落定，2024年经济工作延续了今年的稳增长基调，强调财政政策和货币政策配合以进一步推动经济回升向好，整体并未超预期，长端利率或在当前水平双向波动。当前短端利率已处于历史高位，随着资金面的改善利率有望下行，带来期限利差的修复机会。

本周各等级、各期限信用债和城投债收益率持续下行，截止12月22日，AAA级3年期中短期票据收益率较一周前下行8.64BP，录得2.82%；信用利差较一周前缩窄8.14BP，录得34.92BP。城投债方面，AAA级3年期城投债收益率录得2.87%，较一周前下行5.39BP，信用利差录得40.09BP，较一周前下行4.89BP。

风险提示：国际局势出现黑天鹅利空事件；海外宏观经济下行超预期；国内稳增长政策效果不及预期；国内需求端恢复速度显著偏慢

图1 市场对美联储开启降息的时点预期为 2024 年 3 月

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%	14.5%	85.5%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	12.4%	75.6%	12.0%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	14.5%	73.6%	11.6%	0.0%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.1%	21.4%	66.2%	10.2%	0.0%	0.0%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	1.9%	20.1%	63.1%	14.1%	0.7%	0.0%	0.0%
2024/9/18	0.0%	0.0%	1.7%	18.3%	58.8%	19.0%	2.1%	0.1%	0.0%	0.0%
2024/11/7	0.0%	1.0%	11.2%	41.5%	36.0%	9.3%	0.9%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/12/18	0.8%	8.8%	34.4%	37.3%	15.5%	2.9%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源：CME，中航证券研究所

图2 月度经济数据情况

	2023-11	2023-10	2023-09	2023-08	2023-07	2023-06	2023-05	2023-04	2023-03	2023前2月	2022-12	2022-11
社零(当月同比)	10.1%	7.6%	5.5%	4.6%	2.5%	3.1%	12.7%	18.4%	10.6%	3.5%	1.8%	5.9%
社零:商品零售(当月同比)	8.0%	6.5%	4.6%	3.7%	1.0%	1.7%	10.5%	15.9%	9.1%	2.9%	0.1%	5.6%
社零:餐饮(当月同比)	25.8%	17.1%	13.8%	12.4%	15.8%	16.1%	35.1%	43.8%	26.3%	9.2%	14.1%	8.4%
固投(累计同比)	2.9%	2.9%	3.1%	3.2%	3.4%	3.8%	4.0%	4.7%	5.1%	5.5%	5.1%	5.3%
制造业投资(累计同比)	6.3%	6.2%	6.2%	5.9%	5.7%	6.0%	6.0%	6.4%	7.0%	8.1%	9.1%	9.3%
基建投资(累计同比)	3.0%	3.3%	3.6%	3.0%	3.4%	4.0%	4.7%	5.8%	6.8%	7.2%	7.5%	7.7%
房地产开发投资(累计同比)	-9.4%	-9.3%	-9.1%	-8.8%	-8.5%	-7.9%	-7.2%	-6.2%	-5.8%	-5.7%	-10.0%	-9.8%
固投(当月同比)	2.9%	1.2%	2.4%	1.8%	1.2%	3.1%	1.6%	3.7%	4.7%	5.5%	3.1%	0.7%
制造业投资(当月同比)	7.1%	4.2%	7.9%	7.1%	4.3%	6.0%	5.1%	5.3%	6.2%	8.1%	7.4%	6.2%
基建投资(当月同比)	5.4%	3.6%	6.8%	6.2%	5.3%	12.3%	10.3%	7.9%	9.9%	12.2%	10.4%	13.9%
房地产开发投资(当月同比)	-10.6%	-11.3%	-11.3%	-11.0%	-12.2%	-10.3%	-10.5%	-7.3%	-5.9%	-5.7%	-12.7%	-19.9%
出口金额(美元,当月同比)	0.5%	6.4%	6.2%	8.8%	14.5%	22.40%	17.5%	8.5%	4.8%	-6.8%	9.9%	8.7%
进口金额(美元,当月同比)	0.6%	3.0%	6.3%	7.3%	12.4%	6.80%	4.5%	7.9%	1.4%	-10.2%	7.5%	10.6%
工业增加值(当月同比)	6.6%	4.6%	4.5%	4.5%	3.7%	4.40%	3.5%	3.6%	3.9%	2.4%	1.3%	2.2%
服务业生产指数(当月同比)	9.3%	7.7%	6.9%	6.8%	5.7%	6.80%	11.7%	13.5%	9.2%	5.5%	0.8%	1.9%
制造业PMI(%)	49.4	49.5	50.2	49.7	49.3	49	48.8	49.2	51.9	1月50.1, 2月52.6	47.0	48.0
非制造业PMI(%)	50.2	50.6	51.7	51.0	51.5	53.2	54.5	56.4	58.2	1月54.4, 2月56.3	41.6	46.7
建筑业PMI(%)	55	53.5	56.2	53.8	51.2	55.7	58.2	63.9	65.6	1月56.4, 2月60.2	54.4	55.4
服务业PMI(%)	49.3	50.1	50.9	50.5	51.5	52.8	53.8	55.1	56.9	1月54.0, 2月55.6	39.4	45.1

资料来源：wind，中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券宏观团队: 立足国内, 放眼国际, 全面覆盖国内外宏观经济、政策研究。以自上而下的宏观视角, 诠释经济运行趋势与规律, 以把握流动性变化为核心, 指导大类资产配置。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

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, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了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: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传真: 010-59562637