

# 降息预期的修正，关注市场调整风险

## ——美联储 12 月议息纪要点评

### 研究院

#### 徐闻宇

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号：F0299877

投资咨询号：Z0011454

#### 高聪

✉ gaocong@htfc.com

从业资格号：F3063338

投资咨询号：Z0016648

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289号

## 宏观事件

北京时间 2024 年 1 月 4 日凌晨 3 点，美联储公布 12 月会议纪要，相比较 12 月会后声明纪要降低了降息的含“鸽”量。纪要显示，(1) 在压低通胀方面取得“清晰的进展”，但“重申在清晰迹象表明通胀可持续地回落之前，美联储保持利率政策的限制性立场将是适宜的”；(2) 首次讨论了关于结束量化紧缩 (QT)，“数名参与者”认为，在决定放慢缩表进度之前，美联储都应当开始讨论会触发“调整缩表速度”行动的那些技术因素。

## 核心观点

### ■ 货币政策调整方向不变，但去往降息路径存波动

**现实：**从实际政策而言，美联储 12 月 FOMC 宣布继续保持利率不变。从预期管理的角度而言，12 月 FOMC 会议声明与 11 月相比，对货币政策收紧增加了“any”的表述，暗示本轮加息周期结束；今日公布的会议纪要增加了从“加息暂停”转向“开始降息”的路径不确定性，一定程度上对市场过度提前交易的“降息”交易进行降温。

**预期：**(1) 12 月 FOMC：美联储在调降经济和通胀增速的情况下，同步调降了利率预期，释放了较为鸽派的政策预期，市场增加了美国经济“软着陆”的预期定价，2024 年市场交易的政策利率有 131BP 的降息空间。(2) 12 月会议纪要：相比较 12 月 FOMC，纪要重申限制性利率解除需要“清晰迹象”的通胀回落前提，QT 开始之前需要讨论技术因素，整体含“鸽”量降低，鹰派情绪从 0.55 小幅上升到 4.54。

### ■ 关注亚洲流动性风险

**影响：**当 12 月美联储将“加息”的选项拿掉之后，2024 年开启的宏观交易将继续在“降息”和“不降”之间摇摆，通过市场的波动消化政策的压力，达到政策预期管理的目的。我们维持此前判断，认为随着美联储结束加息周期，市场的宏观交易逻辑将继续从“好的”经济数据增加流动性压力转向“差的”经济数据增加“降息”的流动性改善中。短期关注周五的非农就业报告是否传递出“没那么差”来加强联储的预期修正空间。

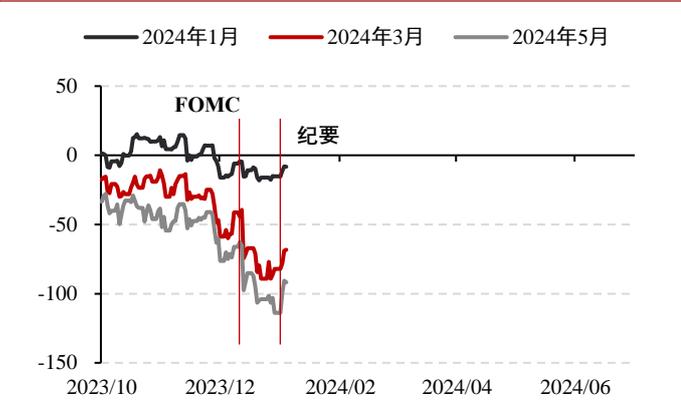
**关注：**继续关注日本央行的货币政策预期。一方面，关注日本 7.6 级地震后续地壳活动，若加剧将提升财政扩张的可能（财政扩张，通胀预期回升，资金回流）；另一方面，日本 2023 年持续超过日本央行 2% 的通胀目标，随着薪资通胀的继续上升，日本央行转向的压力也有进一步上升风险，短期内加速流动性收缩风险。

### ■ 风险

经济数据短期波动风险，流动性快速收紧风险

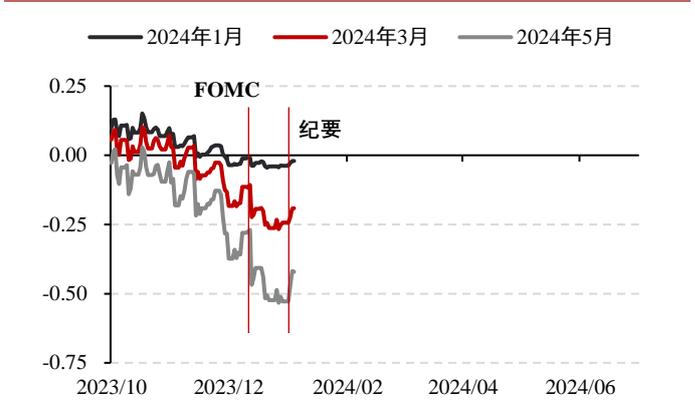
### 相关图表

图 1: 2024 年上半年降息概率 | 单位: %



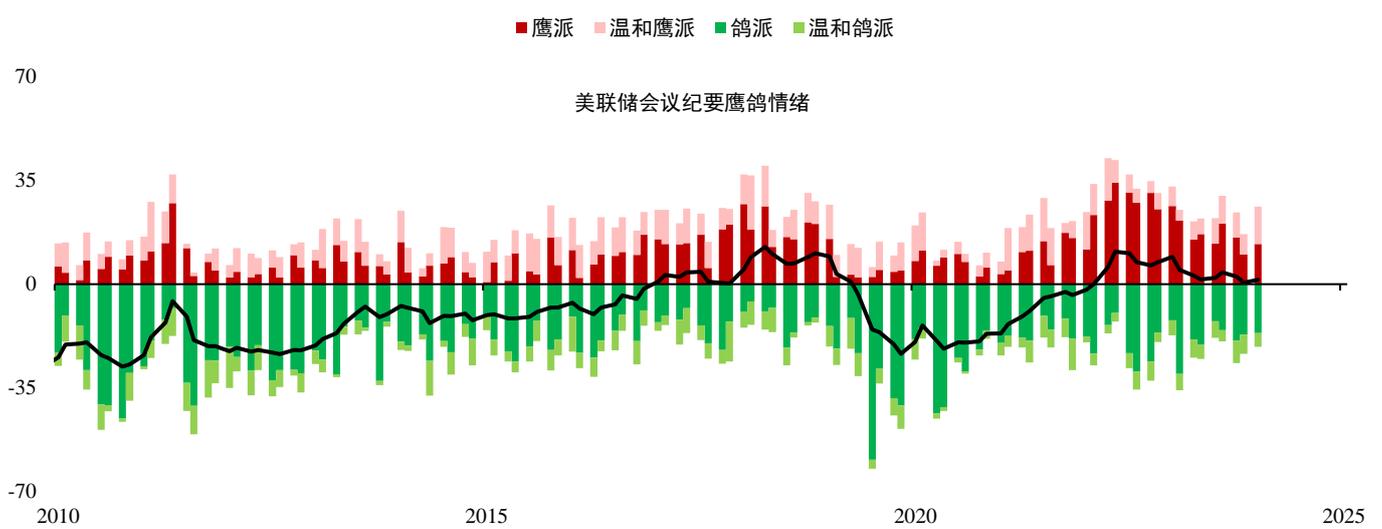
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 2: 2024 年上半年降息空间 | 单位: %



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 3: 美联储会议纪要鹰鸽打分 (12 月小幅偏鹰) | 单位: %



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 4：美联储 12 月 SEP 展望 | 单位：%

	中值					集中趋势					范围				
	2023	2024	2025	2026	长期	2023	2024	2025	2026	长期	2023	2024	2025	2026	长期
实际 GDP	2.6	1.4	1.8	1.9	1.8	2.5-2.7	1.2-1.7	1.5-2.0	1.8-2.0	1.7-2.0	2.5-2.7	0.8-2.5	1.4-2.5	1.6-2.5	1.6-2.5
9 月预测	2.1	1.5	1.8	1.8	1.8	1.9-2.2	1.2-1.8	1.6-2.0	1.7-2.0	1.7-2.0	1.8-2.6	0.4-2.5	1.4-2.5	1.6-2.5	1.6-2.5
失业率	3.8	4.1	4.1	4.1	4.1	3.8	4.0-4.2	4.0-4.2	3.9-4.3	3.8-4.3	3.7-4.0	3.9-4.5	3.8-4.7	3.8-4.7	3.5-4.3
9 月预测	3.8	4.1	4.1	4.0	4.0	3.7-3.9	3.9-4.4	3.9-4.3	3.8-4.3	3.8-4.3	3.7-4.0	3.7-4.5	3.7-4.7	3.7-4.5	3.5-4.3
PCE	2.8	2.4	2.1	2.0	2.0	2.7-2.9	2.2-2.5	2.0-2.2	2.0	2.0	2.7-3.2	2.1-2.7	2.0-2.5	2.0-2.3	2.0
9 月预测	3.3	2.5	2.2	2.0	2.0	3.2-3.4	2.3-2.7	2.0-2.3	2.0-2.2	2.0	3.1-3.8	2.1-3.5	2.0-2.9	2.0-2.7	2.0
核心 PCE	3.2	2.4	2.2	2.0		3.2-3.3	2.4-2.7	2.0-2.2	2.0-2.1		3.2-3.7	2.3-3.0	2.0-2.6	2.0-2.3	
9 月预测	3.7	2.6	2.3	2.0		3.6-3.9	2.5-2.8	2.0-2.4	2.0-2.3		3.5-4.2	2.3-3.6	2.0-3.0	2.0-2.9	
加息路径															
利率	5.4	4.6	3.6	2.9	2.5	5.4	4.4-4.9	3.1-3.9	2.5-3.1	2.5-3.0	5.4	3.9-5.4	2.4-5.4	2.4-4.9	2.4-3.8
9 月预测	5.6	5.1	3.9	2.9	2.5	5.4-5.6	4.6-5.4	3.4-4.9	2.5-4.1	2.5-3.3	5.4-5.6	4.4-6.1	2.6-5.6	2.4-4.9	2.4-3.8

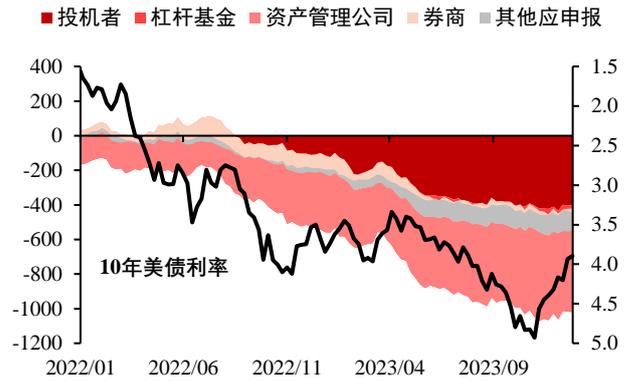
数据来源：FED 华泰期货研究院

图 5：美元货币流动性宽松继续回落 | 单位：千亿美元



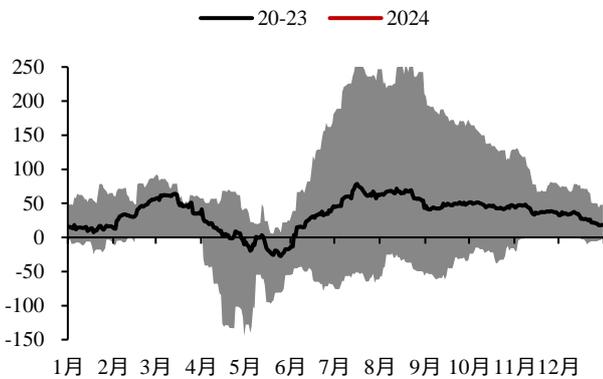
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 6：2024 年上半年降息空间 | 单位：万手，%



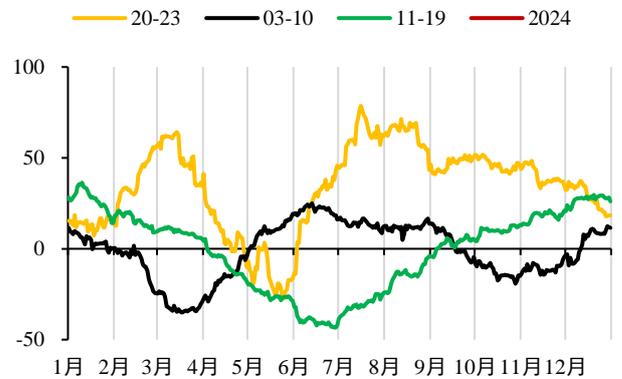
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 7：美国 2020-2023 经济季节性 | 单位：STD



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 8：美国经济季节性年度对比 | 单位：STD



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

## 免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

## 公司总部

广州市天河区临江大道1号之一 2101-2106 单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com