

2024 年 1 月 5 日

全球宏观

降息判断仍需审慎—美联储 12 月会议纪要点评

美联储 2023 年最后一份会议纪要并未如市场预期般偏“鸽派”。与 12 月 FOMC 声明一致，会议纪要显示了委员会对通胀回落的进展更有信心，且认为当前利率已达峰，对应声明中加息措辞的软化，均反映了本轮加息周期的完结。但同时，市场最关注的降息讨论在此次会议纪要中几乎没有体现。虽然纪要提及 2024 年可能会降息，但仍具有较大的不确定性，特别是经济增长状况可能会逆转预期的降息路径，也印证了我们在《[加息或已完成，但降息判断仍需审慎—12 月美联储 FOMC 会议点评](#)》关于降息审慎的判断。然而，市场对降息的押注并未明显降温，利率期货市场隐含的利率路径仍显示美联储将于 2024 年 3 月开始降息，且全年降息 5-6 次。相比乐观的市场预期，我们重申审慎的降息判断：降息时点可能晚于市场预期，而降息幅度同样小于市场预期。

蔡瑞, CFA

Carl.Cai@bocomgroup.com
(852) 3766 1808

李少金

Evan.Li@bocomgroup.com
(852) 3766 1849

本轮加息周期已完成，强调通胀取得明显进展

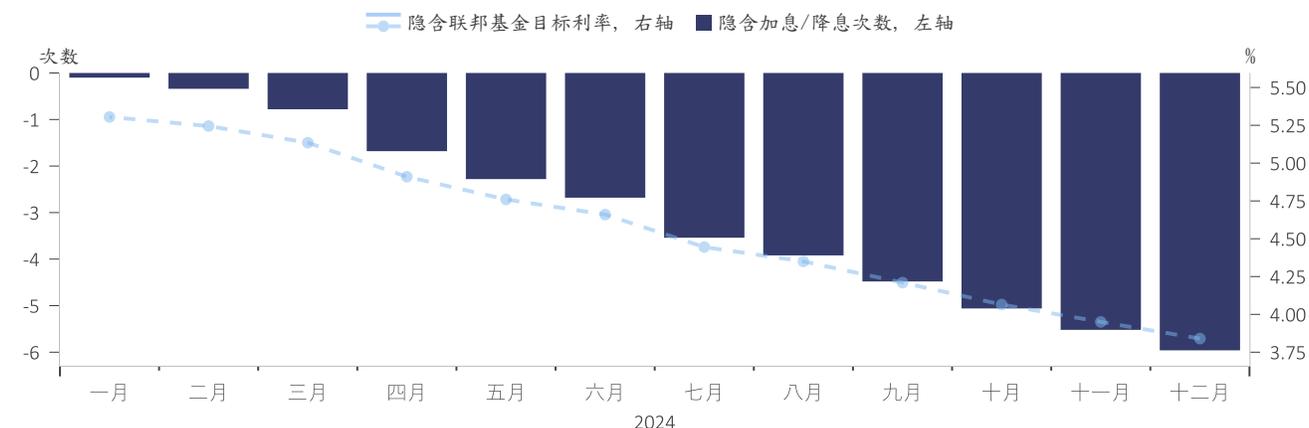
- 再次确认利率已达峰，加息已完结。会议纪要对利率声明中加息措辞软化做了进一步解释，即委员们认为利率已达峰，尽管其尽可能避免排除进一步加息的可能性，但我们基本可以判断美联储已完成了本轮加息。（... the addition of the word “any” to this sentence as appropriately relaying their judgment that the target range for the federal funds rate was likely now at or near its peak for this policy tightening cycle...）。
- 强调通胀取得明显进展。与 12 月 FOMC 利率声明首次在本轮加息周期提及通胀已有所放缓一致，会议纪要显示委员会再次强调了通胀取得了明显进展（“clear progress”），而支撑理由主要来自于就业市场的再平衡、住房通胀滞后效应显现、供应链改善以及限制性货币政策发挥的核心作用。（...all participants observed that clear progress had been made in 2023 toward the Committee’s 2 percent inflation objective...）

降息讨论极为有限，且 2024 年降息仍有较大不确定性

- 2024 年降息具有较大不确定性。会议纪要中提及委员们对降息讨论的部分极为有限。尽管委员们认为 2024 年可能会降息，但是具有较大的不确定性，且经济增长状况可能会逆转预期的利率路径。（...their baseline projections implied that a lower target range for the federal funds rate would be appropriate by the end of 2024. Participants also noted, however, that their outlooks were associated with an unusually elevated degree of uncertainty and that it was possible that the economy could evolve in a manner that would make further increases in the target range appropriate.）。
- 市场对大幅降息的押注并未明显降温。尽管会议纪要并未如市场预期那般偏“鸽派”，但市场仍押注 2024 年大幅降息。利率市场隐含的加息概率显示，2024 年 3 月降息概率为 64.7%，且全年仍有 5-6 次降息。

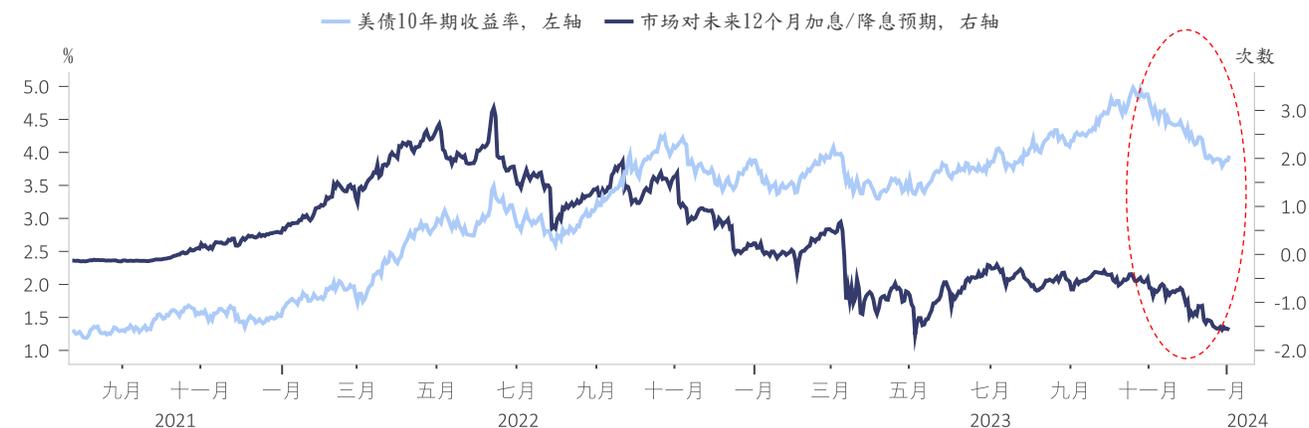
通胀风险仍偏上行，且近期金融状况快速放缓可能破坏通胀取得的成果。我们认为基于核心通胀粘性仍存，美联储将通胀降至2%的“最后一英里”仍存挑战。同时，自2023年11月以来，市场降息押注已使得金融状况快速放缓，使得通胀二次上行的风险再度增加，委员会同样不希望通胀取得的明显进展被快速放缓的金融状况所阻断，或将强化其在短期内维持高利率的决心。（Many participants remarked that an easing in financial conditions beyond what is appropriate could make it more difficult for the Committee to reach its inflation goal.）。因此，相比乐观的市场预期，我们重申审慎的降息判断：降息时点可能晚于市场预期，而降息幅度同样小于市场预期。

图表 1: 联邦基金利率期货隐含的市场预期为：美联储 2024 年 3 月降息



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 2: 大幅降息押注下，美债 10 年期收益率已高位回落



资料来源: Macrobond, 交银国际

交銀國際

香港中环德辅道中68号万宜大厦10楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

- 买入：**预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。
- 中性：**预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。
- 沽出：**预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业
- 无评级：**对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

- 领先：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。
 - 同步：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。
 - 落后：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。
- 香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i)发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii)他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii)对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i)他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii)他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii)他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、青岛控股国际有限公司、Edding Group Company Limited、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、兴源动力控股有限公司、佳捷康创新集团有限公司、武汉有机控股有限公司、乐透互娱有限公司、步阳国际控股有限公司、阳光保险集团股份有限公司、康洋生物科技(上海)股份有限公司、冠泽医疗资讯产业(控股)有限公司、澳亚集团有限公司、粉笔有限公司、润华生活服务集团控股有限公司、淮北绿金产业投资股份有限公司、洲际船务集团控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、北京绿竹生物技术股份有限公司、中天建设(湖南)集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、怡俊集团控股有限公司、宏信建设发展有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、四川科伦博泰生物医药股份有限公司、新传企划有限公司、乐舱物流股份有限公司、途虎养车股份有限公司、北京第四范式智慧技术股份有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、迈越科技股份有限公司、极兔速递环球有限公司、山西省安装集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份有限公司及長久股份有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及Interra Acquisition Corp的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受递送延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。