

# 研报精选

2023年12月15日 第150期

## 宏观专栏

### 融资量价均需关注财政 | 11月金融数据点评

11月新增社融2.45万亿元，同比多增4556亿元。从需求端看，政府部门融资需求较强，企业部门融资需求偏弱。在社融增速并不高的情况下，资金利率中枢仍上升。报告认为资金市场利率上升是因为基础货币供应的放缓。向前看，中国货币投放将进入新阶段，信贷投放作用将下降。

### 美国货币政策变数或加剧市场波动

美联储在12月议息会议上停止加息，符合市场预期。点阵图显示美联储明年可能会有三次降息。报告预计，美联储明年的首要任务是引导经济“软着陆”，货币政策目标将从抵抗通胀转向防止通缩。

## 专题聚焦

### 跨周期提质，逆周期增量——2023年中央经济工作会议点评

中央经济工作会议提出“高质量发展是硬道理”，通过改善经济结构实现稳预期、稳增长等目标。报告预计明年财政政策力度将提升，财政支出结构将优化。货币政策将更“精准有效”，注重对重点领域的融资支持。

### 12月FOMC：美联储开始转向

美联储降息时间点是目前市场的关注焦点。报告认为美国经济基本面较强，不支持过早开始降息。快速降息可能使得房地产需求持续上涨。参考上轮降息经验，美联储从结束加息到首次降息有半年时间。

## 宏观专栏

### 融资量价均需关注财政 | 11月金融数据点评

11月新增社融略同比多增，贷款同比少增，货币增速继续下滑。从需求端来看，政府部门融资较强，低基数下居民部门融资大体持平，但企业部门融资偏弱。在社融增速并不高的情况下，资金利率中枢上升，我们认为主要的原因是基础货币供应放缓。向前看，中国货币投放进入新阶段，信贷的作用下降，市场可能需要调整信贷预测的“基准”。无论是融资总量还是资金市场利率，财政可能都是一个关键的因素。

11月新增社融略同比多增，贷款同比少增，货币增速继续下滑。11月新增社融2.45万亿元，同比多增4556亿元。11月新增人民币贷款1.09万亿元、同比少增1368亿元，M2增速持从10月的10.3%下降至10.0%，M1增速继续下降至1.3%。

从需求端来看，政府部门融资较强，低基数下居民部门融资大体持平，企业部门融资偏弱。11月政府债券净融资1.15万亿元，占了全部新增社融的47%，同比多增4992亿元，是支撑社融的主要动力：

► 11月居民部门净融资并不算强。2022年11月，居民净融资为2628亿元，同比大幅下降。在2022年低基数的背景下，11月居民部门净融资为2925亿元，同比小幅增长297亿元，其中新增居民中长期贷款2331亿元，较去年同期多增228亿元。居民短期贷款净增加594亿元，相比去年同期多增69亿元。

► 11月企业部门融资偏弱，中长期贷款同比明显减少。11月企业部门的融资为9960亿元，同比增加155亿元，但是主要依靠短期贷款及票据冲量，11月企业短期贷款及表内外票据加总净融资4000亿元，同比多增2501亿元，这种短期融资的强势可能难以持续。11月企业中长期贷款新增4460亿元，同比少增2907亿元，主要是由于去年政策性开发性金融工具带来的高基数。

在社融增速并不高的情况下，资金利率中枢上升，我们认为主要的原因是基础货币供应放缓。虽然社融增速从9.3%小幅上升至9.4%，但是较去年同期下降0.9个百分点，总体融资并不强。总体融资需求不强也反映在票据利率当中：

票据利率11月全月平均值为1.23%，较10月的1.32%有所下降。但从资金市场来看，DR007的11月中枢为1.97%、R007的11月中枢为2.36%，相对10月基本持平、相比9月继续上升，而同期公开市场操作利率为1.80%。我们认为，资金市场利率的走势，可能与基础货币的供应有关，而基础货币供应同时受到内外因素的影响。内因来看，10月-11月，财政存款上升的1.04万亿元，同比多增2688亿元，起到暂时性起到回笼基础货币的作用。外因来看，7-10月以人民币币种计价的涉外收付款为逆差，7-10月累计逆差相当于基础货币总量的2.4%。

向前看，中国货币投放进入新阶段，信贷的作用下降、财政的作用上升，市场可能需要调整信贷预测的“基准”。在《[货币变局重塑市场格局](#)》中我们提出，21世纪初以来我国货币投放大致可以被分为三个阶段。第一个阶段是2003-2009年，外汇占款的重要性逐步上升；第二个阶段是2010-2017年，信贷投放成为货币投放的主力渠道。2018年至今，虽然信贷在货币投放中的力量仍然不低，但财政发挥的作用明显变强。由于过去支持信贷增长的金融周期已经进入下行阶段，房地产动能的减弱、地方债务的化解，都会拖累信贷增长。12月10日经济日报的社论指出<sup>1</sup>，“短期一味强求‘同比多增’，不但不符合经济发展规律，反而可能造成‘虚增’‘空转’，甚至透支中长期增长潜能。”

无论是融资总量还是资金市场利率，财政可能都是一个关键的因素。从融资量来看，由于金融周期下行，信贷需求内生下行，更加需要财政发力托底融资需求，随着1万亿元增发国债逐步落地，财政融资可能保持较快节奏，对社融形成支撑。从资金市场利率来看，财政支出加快会使得财政存款从国库加快回到资金市场当中，可能会降低资金市场利率。考虑到年末季节性资金需求较大，明年年初信贷投放可能加快、对流动性需求不低，我们不排除近期降准可能。

---

以上观点来自：2023年12月13日中金公司研究部已发布的《融资量价均需关注财政 | 11月金融数据点评》

周彭 分析员 SAC 执证编号：S0080521070001 SFC CE Ref: BSI036

黄文静 分析员 SAC 执证编号：S0080520080004 SFC CE Ref: BRG436

张文朗 分析员 SAC 执证编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

---

<sup>1</sup> [http://www.ce.cn/xwzx/gnsz/gdxw/202312/10/t20231210\\_38823427.shtml](http://www.ce.cn/xwzx/gnsz/gdxw/202312/10/t20231210_38823427.shtml)

## 宏观专栏

### 美国货币政策变数或加剧市场波动

美联储12月议息会议按兵不动，符合预期。官员们对通胀的改善感到满意，点阵图变相“官宣”本轮加息周期已结束。对于明年，美联储预计或有三次降息，这被市场视作“鸽”派信号。我们认为，美联储明年的首要任务是引导经济软着陆，货币政策目标或从抗通胀转向防止过度紧缩。但由于利率下行过快可能导致金融条件过度放松，加剧经济“不着陆”风险，让本来不会发生的二次通胀变成一种可能，因此明年降息路径还有很多不确定性。在此过程中，市场波动或将加大。

本次FOMC会议是今年最后一次会议，市场的关注点聚焦在美联储对于通胀和明年利率路径的最新看法。从点阵图和鲍威而的讲话来看，美联储态度有比较明显的软化，这也使得本次会议充满了“鸽”派基调。

首先，**美联储对通胀的改善感到满意**。最新的货币政策声明指出<sup>2</sup>，尽管通胀率仍居高不下，但在过去一年已得到了缓解（Inflation has eased over the past year but remains elevated）。官员们也分别下调了对今、明两年第四季度核心PCE通胀的预测：今年的预测从3.7%下调至3.2%，明年从2.6%下调至2.4%。这些变化表明，美联储认为到明年底通胀就将离2%的目标不远了。

其次，**美联储暗示本轮加息周期已经结束**。尽管鲍威尔仍称不排除进一步紧缩的可能性，但点阵图显示<sup>3</sup>，已经没有任何官员预计明年的政策利率会比今年12月的水平更高，这等于变相“官宣”了政策利率已经在本轮周期见顶。

第三，**美联储预计明年或有三次降息，不及市场预期的五次，但比我们预期的两次要多**。根据点阵图，对明年底的联邦基金利率中值的预测从9月的5.1%下移至4.6%，对应在当前基础上进行3次25 bp的降息。在19名给出预测的官员中，有8人预测降息两次或更少，另外11人预测降息三次或更多，从点位分布

<sup>2</sup> <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20231213a.htm>

<sup>3</sup> <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/fomcprojtabl20231213.pdf>

看，大部分人集中在两次与三次之间。

此外，鲍威尔在讲话中提到，美联储官员们在本次会议上讨论了明年降息的可能性，美联储深知利率处于高位可能带来的风险，出于平衡风险的考虑，接下来还会有更多这方面的讨论<sup>4</sup>。对于可能触发降息的原因，鲍威尔称主要是根据通胀放缓的预期，降息并不一定需要衰退，也可以是货币政策正常化的一种表现。

上述变化给市场传递了一个信号，那就是美联储政策的主要目标或已从抗通胀转向既要抗通胀，也要防止过度紧缩。我们在此前报告中指出，明年美联储的首要任务是引导经济软着陆，这要求货币政策既不能过松，也不能过紧，为了降低衰退风险，美联储需要谨慎行事，必要时转向宽松，历史上美国经济成功软着陆也大都伴随降息，比如1995年和2019年都是在加息后转向降息（请参考报告《[美联储会提前降息吗？](#)》）。尽管现在对于降息的时间和幅度还有很大不确定性，但美联储态度的变化已经表明，它不希望过度打压经济增长，而是想以一个完美的软着陆为抗通胀的战斗画上句号。

我们认为，美联储明年降息路径还有较多不确定性。其一，美联储对降息的预测是基于对通胀路径的判断，尽管今年通胀回落较多，但这并不意味着明年通胀也会有同样幅度的改善。实际上，过去一年通胀的放缓有很多是受益于供给的改善，如供应链的修复、劳动力参与率的提高、以及能源价格的下降，尚不清楚这些供给因素能否持续改善，对明年通胀的降低作用能否像过去一年那样明显。

其二，美联储的鸽派言论会导致金融条件放松，加剧经济“不着陆”风险（即经济增长不弱，通胀居高不下）。过去一个月美债利率大幅下行，30年期房贷利率快速回落，有迹象表明抵押贷款需求在利率回落后反弹，这可能会加剧房地产市场的不平衡，导致房价居高不下。利率回落也可能使其他利率敏感部门的活动重新提速。总而言之，在供给尚未完全恢复的情况下，需求反弹会

---

<sup>4</sup> <https://www.federalreserve.gov/mediacenter/files/FOMCpresconf20231213.pdf>

增加通胀的弹性，让本来不会出现的二次通胀变成一种可能。

短期来看，美联储的鸽派言论将强化“软着陆”交易，但最终结局是否真的那么美好，有待观察。FOMC会议结束后美债利率大幅下降，美元指数下跌，美股三大股指大涨，创下历史新高，市场在得到了美联储对于降息的指引后开启“庆祝”模式。我们认为美联储态度的软化会推高市场风险偏好，对非美经济体的汇率也会带来益处。但中期来看，美联储降息路径还有很多不确定性，在此过程中，市场波动或将加大。



---

以上观点来自：2023年12月14日中金公司研究部已发布的《美国货币政策变数或加剧市场波动》

刘政宁 分析员 SAC 执证编号：S0080520080007 SFC CE Ref: BRF443

肖捷文 分析员 SAC 执证编号：S0080523060021

张文朗 分析员 SAC 执证编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

## 专题聚焦

### 探讨跨周期提质，逆周期增量——2023年中央经济工作会议点评

中央经济工作会议首提“高质量发展是硬道理”，以调结构来为稳增长添动力，统筹好需求与供给、速度与质量、发展与安全的关系。在稳增长的同时，也继续重视经济结构改善。实际上，金融周期下半场需求缺口具有跨周期特征，需要逆周期政策发力扩内需，同时也需要跨周期政策助力经济结构改善。

以提质的“进”促进三“稳”，统筹好质量关系，先立后破。在指导原则和方针方面，会议首次提出“把高质量发展作为新时代的硬道理”，并放在五个“必须”首位，相比此前的“发展是硬道理”，增加了对“质量”重视的补充。同时，在经济工作方法论中，与政治局会议一致，在以往“稳中求进”的基础上，增加“以进促稳、先立后破”，一方面对稳增长有诉求，把稳预期放在三稳之首（稳预期、稳增长、稳就业），强调“增强宏观政策取向一致性”，“把非经济性政策纳入宏观政策取向一致性评”，“加强政策协同联动、放大组合效应”，“政策储备打好提前量、留出冗余度”。另一方面，强调通过转方式、调结构、提质量、增效益的“进”来实现“三稳”（稳预期、稳增长、稳就业）添动力。在调结构、增质量的同时，要“先立后破”，注意把握和处理好“速度与质量、宏观数据与微观感受、发展经济与改善民生、发展与安全”的关系，统筹扩大内需和深化供给侧结构性改革，统筹好“地方债务风险化解和稳定发展”。

以效率促安全，发展新质生产力。在逆全球化的国际大背景下，产业链安全的重要性更加突出。为了维护产业链安全，部分国家推进产业链的“回岸”、“友岸”。但是，这种做法是以牺牲效率来维护安全，导致供给短缺，最终会提升通胀中枢。而以科技创新来提升产业链安全，可以实现效率和安全的统一。本次会议在促进高质量发展的九大任务中，将科技创新放在了首位，提出“以科技创新引领现代化产业体系建设”，我们认为突出科技创新的作用，是以提升效率促进产业链安全，而不是为了安全牺牲效率，将提升我国经济的长期增长潜力。在提升效率方面，2023年9月，习近平总书记在黑龙江调研时，提出

了“新质生产力”的概念<sup>5</sup>，是未来科技创新的主要发展方向。

**改革和开放进一步深化。**会议强调“要谋划进一步全面深化改革重大举措，为推动高质量发展、加快中国式现代化建设持续注入强大动力”，在国有企业、民营企业、全国统一大市场、财税金融等重点领域进一步深化改革。对于“扩大高水平对外开放”，在外贸方面“加快培育外贸新动能”，“拓展中间品贸易、服务贸易、数字贸易、跨境电商出口”。在吸引外资方面，一方面在中期内进行制度改革，“放宽电信、医疗等服务业市场准入，对标国际高标准经贸规则”，另一方面在短期内“切实打通外籍人员来华经商、学习、旅游的堵点”，便利人员交流。在对外投资方面，会议重点强调了“抓好支持高质量共建‘一带一路’八项行动的落实落地”。

**明年财政政策力度有望提升、支出结构进一步优化，同时减税降费政策力度高于今年。**一是财政政策总量方面，会议提到要“用好财政政策空间，提高资金效益和政策效果”，“统筹好地方债务风险化解和稳定发展”，结合财政政策“适度加力”的表述，我们认为明年财政支出强度有望高于今年。此外会议还提及“合理扩大地方政府专项债券用作资本金范围”，城中村改造或被纳入专项债支持范围。二是财政支出结构有望继续优化，今年一般公共预算支出便是“有保有压”，一般性支出得以控制，但在社会保障和就业、国防、科技、教育等领域支出增速则相对较高，我们预计明年支出结构优化或继续进行。三是我们预计财政减税降费力度有望高于今年。2022年是税费减缓退的大年，高达2.4万亿的存量增值税留抵税额退税政策有效改善了企业现金流压力，今年前10月工企利润仍是小幅负增长，减税降费政策力度有必要加码。本次会议提出要“落实好结构性减税降费政策，重点支持科技创新和制造业发展”，而去年中央经济工作会议并未提及减税降费，我们预计明年或有增量政策出台，力度将较今年有一定提升。

**货币政策要求从“精准有力”转为“精准有效”，更加注重融资的结构性问题。**2022年的经济工作会议提出“稳健的货币政策要精准有力”，2023年经

<sup>5</sup> <http://jhsjk.people.cn/article/40073774>



济工作会议强调继续实施“稳健的货币政策”的同时，提出“灵活适度、精准有效”的政策要求。我们认为，这样的货币政策定调与中央金融工作会议以来对货币政策的定位是一致的，即更加强调提高资金的效能，更加注重对于重点领域的融资支持。我们认为，中国货币投放可能已经进入了一个新的阶段，信贷投放货币的重要性相对下降，而财政投放货币的重要性逐步上升。货币投放方式的变化不是一个短期现象，因为其背后是经济增长动力的结构性调整，与金融周期下行阶段经济结构变化的逻辑比较一致。货币投放方式的变化意味着，在现有指标中要更加关注社融、M1、贷款利率和民间融资利率，信贷增速的指示意义可能相对减弱。

**扩大有潜能、有效益的内需。**会议提出“着力扩大国内需求”，包括“激发有潜能的消费”和“扩大有效益的投资”，并要求“形成消费和投资相互促进的良性循环”。我们认为，“有潜能的消费”指向的是那些仍然有增长空间、有释放潜力的消费领域，比如数字、绿色、健康等新型消费，以及智能家居、文旅、国货等新的增长点，传统消费方面则以新能源汽车、电子等为代表。在2023年7月，国家发改委等多部门便联合发布了促进汽车和电子产品消费的若干措施，未来或将延续支持鼓励的政策方向。此外，会议在抓好“三农”工作，推动城乡融合、区域协调发展，推进生态文明建设和绿色低碳发展，保障和改善民生等方面也均做了安排部署。

---

以上观点来自：2023年12月13日中金公司研究部已发布的《探讨跨周期提质，逆周期增量——2023年中央经济工作会议点评》

张文朗 分析员 SAC 执证编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

黄文静 分析员 SAC 执证编号：S0080520080004 SFC CE Ref: BRG436

郑宇驰 分析员 SAC 执证编号：S0080520110001 SFC CE Ref: BRF442

邓巧锋 分析员 SAC 执证编号：S0080520070005 SFC CE Ref: BQN515

周彭 分析员 SAC 执证编号：S0080521070001 SFC CE Ref: BSI036

段玉柱 分析员 SAC 执证编号：S0080521080004

黄亚东 分析员 SAC 执证编号：S0080523070016 SFC CE Ref: BTY091

## 专题聚焦

### 12月FOMC：美联储开始转向

北京时间今天凌晨，12月FOMC落下帷幕。与预期一致（会前CME期货隐含12月不加息概率98%），美联储继续停止加息，维持基准利率在5.25%~5.5%，这已是7月加息25bp后连续第三次暂停加息，也被市场视为事实上的加息停止。

相比已经成为既定事实的加息结束，市场更关心的是何时降息，毕竟市场已经开始提前交易明年3月开始总计降息5次了。在这一点上，此次美联储姿态比我们预想的更“鸽”，不仅点阵图暗示可能2024年有三次降息，而且相比两周前鲍威尔认为讨论降息依然不成熟（premature），此次表示降息讨论“逐步进入视野”（begins to come into view）也有明显变化。市场一度担心此前抢跑过多，会被美联储“敲打”，但结果反而是美联储向市场“靠拢”。受此提振，10年美债快速降至4%，美元下跌，美股和黄金大涨。利率期货隐含3月开始全年降息6次。

#### 一、美联储的信号：转向第一步；“官宣”加息结束，降息进入视野

“官宣”加息周期结束。美联储在本次会议上继续按兵不动，将基准利率维持在5.25%~5.5%，已被市场充分计入。会议声明措辞仅有小幅调整，从此前的“决定后续进一步的加息幅度”（In determining the extent of additional policy firming）改为“决定后续任何的加息幅度”（In determining the extent of any additional policy firming）。鲍威尔对于“any”这一词之差的解释是加息周期基本结束，只不过不想完全排除这一可能性<sup>6</sup>。虽然在市场看来，加息结束早已是既定事实，但美联储的这一表态意味着“官宣”加息停止。

降息进入讨论范围，点阵图隐含3次降息。针对市场最关心的降息路径，本次会议2024年利率终点降至4.6%，较2023年底的5.4%隐含3次降息，对比之下，9月份点阵图隐含2024年2次降息。虽然这一幅度低于期货市场会前交易的5次（会前CME利率期货预计明年3月即开始降息），但不论是鲍威尔的表态还

<sup>6</sup> <https://www.federalreserve.gov/mediacenter/files/FOMCpresconf20231213.pdf>

是点阵图的变化，都在往市场“靠拢”而非在“敲打”市场。与之相应的是，长期中性利率分布在往更高方向转移，但中位数维持2.5%不变。

这一情形类似于2019年初“倒逼”不加息。我们在年度展望《[2024年展望：避不开的周期](#)》中分析，市场预期和利率可能呈现阶梯状下行，分别对应倒逼“不加息”和“降息”。此次美联储“官宣”加息结束，类似于2019年初，只不过此次略过了因为2018年底市场大跌的“倒逼”过程。2019年初倒逼不加息成功后，美股开始见底反弹，美债利率震荡下行，直到5月份经济数据转弱推动降息预期升温，本次的区别在于此轮美股并未经历大跌，且美债降息预期也已经充分计入。

## 二、未来政策路径：降息可能比原本预想的要早，但基本面不支持短期开启降息

既然美联储已经“官宣”加息结束并表示降息进入讨论范围，那么何时降息自然也就成为市场的关注焦点，也将直接决定美债利率终点和市场走势。美联储此次的意外表态可能使得降息来得比我们原本预想的2024年下半年更早，但基本面也并不支持短期内就开启降息。比照2019年的经验，降息的到来可能需要一些标志性的基本面变化，当时是3m10s利差首次倒挂，此次可能是失业率或者通胀突破阈值。

实际上，市场对于2024年美债利率预期的分歧，更多体现在开始降息时点的差异上，而非整体降息幅度。只要此次美国经济不是深度衰退的硬着陆，我们认为这一可能性较小，那么长端美债可能的中枢大概落在3.5%到3.8%附近（实际利率1.5~2%，通胀预期2%左右；或者利率预期3.5-3.75%，期限溢价在零附近）。考虑到降息的其中一个主要目的是将曲线拉平转正，即短端利率降至长端附近，那么隐含当前5.3%的短端利率累计降息幅度在125bp左右。如果降息时点如市场当前交易的那样全部在明年内完成，长端美债的反应自然就会前置，相反如果只有一部分的降息幅度在2024年，那么回落速度也就会相对滞后且顺延。

从基本面角度看并不支持过早降息，主要原因是：1）经济并不差，并未

看到几个月内快速转弱的基础。由于美国居民94%的存量按揭都是固定利率，被此前的利率锁定并不受高利率影响，因此收入中用于付息的压力并不大，再加上较多的超额储蓄，都解释了居民消费的韧性。这使得美国增长面临深度和突然下滑的可能性较低，也是短期降息紧迫性没那么大的基本面“支点”。**2）金融条件过早下行可能再度激活地产增量需求。**当前7.5%的房贷利率也就刚刚超过7%的租金回报率；市场已经自发交易降息，若美联储也快速降息的话，有可能使得本来需求就不错的房地产市场需求再度活跃。**3）明年一季度房租和发债的扰动依然存在。**BLS公布的新签约租金指标领先CPI中大权重项等量租金（OER）大约三个季度。我们注意到租金近期再度上行，这有可能在1Q24导致CPI中租金分项同比上行。此外，财政部预计明年一季度净发行美债6440亿美元，高于四季度，这可能对又转负的期限溢价带来扰动。**4）从节奏和时间看，美联储完成政策路径切换也非常紧凑。**美联储需要完成调整点阵图、管理缩表停止、暗示降息三件事。参考上一轮经验，美联储从暗示结束加息到首次降息持续了半年时间（《[详解中美各部门融资成本与负担](#)》）。

### 三、提前降息的其他考虑：预防式降息、对冲流动性收紧、大选因素

虽然我们认为基本面并不支持美联储在一季度就开启降息，但若假设美联储出于非基本面因素选择提前降息，可能的考虑来自三个方面：**1）预防式降息，可以预防式降息一两次观察效果，类似于停止加息观察紧缩效果。**美联储提早小幅降息有助于防范过度紧缩的风险，如1995年和2019年，经济均未衰退但美联储都分别小幅降息75bp，且距下次降息分别停止了一年和4个月。但站在当前角度，由于融资成本刚刚压制，预防式降息可能冒着较大需求再度上行的风险。**2）对冲缩表的流动性收紧影响。**虽然当前美联储缩表仍在按计划进行，但是TGA账户已基本回补至合理水平、且隔夜逆回购还可在很大程度对冲财政部净发债（美联储账上逆回购已快速回落至当前的1.18万亿美元左右，6-10月合计对冲短债净发行幅度达81%）。我们测算金融流动性明年一季度仍有支撑，但二季度之后则将开始显现，除非届时美联储选择停止缩表并降息。**3）避开干扰大选之嫌。**美国2024年大选将于明年7月和8月共和民主两党初选结束，候选人正式提名后进入最终阶段，货币政策届时的变化也将难免对此有一定影

响。

**四、资产含义：利率中枢下行，短期预期充分；流动性短期内对美股有支撑；美元震荡，黄金待降息催化**

回顾过去几十年加息结束和降息开始的经验，我们发现一些普适性的规律，例如长端美债利率在加息停止前见到高点；市场通常反弹，且新兴领涨；成长和利率敏感型领先；美元指数小幅走弱等等（《[加息尾声的资产含义](#)》）。不过，复盘的时候要注意不能忽略各个阶段更大的宏观环境和背景。比如1994年格林斯潘时期，外部环境和决策选择都更为顺畅，加息停止和降息开启的主动权都由美联储掌握；但2018~2019年则要更为波折。

此次会议美联储向市场靠拢而非敲打，等于进一步确认了市场的交易方向，因此也打消了市场交易大幅逆转的风险，只不过预期也已经交易的相当充分。试想，如何还能交易的比3月降息累计降6次更为乐观？因此，站在当下，我们认为美债利率中枢下行是大方向，但可能震荡下行，等待降息催化剂；美股短期仍有支撑，明年一季度过后关注缩表对流动性冲击的影响，下行压力~10%；美元震荡，黄金待降息催化。具体来看：

► **美债：中枢下行是大方向，短期交易充分，等待降息催化剂。**短期内，此次会议打消了敲打市场的风险，但预期也已经相当充分，等待降息催化剂，提示明年一季度通胀路径（房租分项）和财政部发债（期限溢价）的扰动。我们测算利率中枢明年或在3.5~3.8%附近，当前短债比长债具有更大吸引力。

► **美股：金融流动性可支撑至明年一季度，明年先抑后扬。**我们测算金融流动性指标绝对规模至今年末仅小幅回落，明年一季度反而可能增加（按照财政部一季度净发债计划计算）；但二季度后，金融流动性压力则会逐步显现。短期内我们不建议追高，明年前期的压力来自二季度流动性收紧和盈利趋弱的压力，但我们也不担心深调，下行压力10%左右，主要来自“滚动式”放缓下盈利先行释放的支撑；待利率下行和降息预期更为明确后，市场或再度反弹。

► **美元：维持震荡，点位102~106。**加息停止并不是美元趋弱的主要理由。

在其他市场目前更弱的环境下，短期内可能维持震荡。同样是2019年，美联储停止加息后，美元短期走弱，但随后在2019年的大部分时间里，甚至7~9月降息周期中依然偏强，充分说明货币政策并非汇率的主导因素。

► **黄金：合理中枢2100美元/盎司。**此前过度降息交易下，12月初黄金价格一度创出历史新高。参考我们对美元点位和实际利率估算，按照实际利率1.8%~2.5%、美元指数102~106，黄金合理中枢为2100美元/盎司，下一波机会待降息催化。



以上观点来自：2023年12月14日中金公司研究部发布的《12月FOMC：美联储开始转向》

刘刚 分析员 SAC 执证编号：S0080512030003 SFC CE Ref: AVH867

李赫民 分析员 SAC 执证编号：S0080522070008 SFC CE Ref: BQG067

李雨婕 分析员 SAC 执证编号：S0080523030005 SFC CE Ref: BRG962

杨萱庭 联系人 SAC 执证编号：S0080122080405

## 附：一周主要研报回顾

### 宏观

- 2023.12.11 中国图说中国宏观周报：货币投放进入新阶段
- 2023.12.12 海外宏观专题报告：2024年破立之间：海外市场的共识与变数
- 2023.12.13 中国宏观热点速评：跨周期提质，逆周期增量 ——2023年中央经济工作会议点评
- 2023.12.13 海外宏观简评：美国通胀数据不支持提前降息
- 2023.12.13 中国宏观热点速评：融资量价均需关注财政 | 11月金融数据点评
- 2023.12.14 海外央行观察：美国货币政策变数或加剧市场波动

### 策略及大宗商品

- 2023.12.12 大宗商品：有色金属：氧化铝：下游需求仍是定价之锚
- 2023.12.13 中国策略简评：重落实，提信心，迎发展 ——12月中央经济工作会议点评
- 2023.12.14 海外策略：12月FOMC：美联储开始转向

### 固定收益

- 2023.12.11 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
- 2023.12.11 中资美元债周报：城投新发密集，二级表现一般
- 2023.12.12 简评：低等级城投及类城投利差回落显著，地产压力仍存 ——2023年11月行业利差跟踪
- 2023.12.13 简评：高质量发展与防风险并重，利率下行周期延续 ——中央经济工作会议点评
- 2023.12.13 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报
- 2023.12.13 简评：M1和M2剪刀差扩大，仍需降低实际利率促进货币流通 ——11月份金融数据点评
- 2023.12.14 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
- 2023.12.15 招投标备忘录：付息国债23年第7期续发，贴现国债23年第81期新发 ——利率债招标分析
- 2023.12.15 中国可转债策略周报：与纯债怎么比：低价券的"真实收益率"

### 行业

- 2023.12.11 机械：中金通用自动化周报：首批搭载开源鸿蒙系统的高动态人形机器人交付
- 2023.12.11 REITs：公募REITs周报（12.4-12.8）：投融资两端积极推进
- 2023.12.11 电力电气设备：电新周报：电车下游需求环比走强，政治局会议定调积极

- 2023.12.11 房地产：11月二手房成交量稳价降，挂牌量增势趋缓
- 2023.12.11 传媒互联网：传媒2024年展望：盈利为锚，多元变现与新技术发展千帆起
- 2023.12.11 机械：光伏设备月报（9）：钙钛矿技术催化频至，关注产业链价格走势
- 2023.12.12 机械：注塑机与压铸机月跟踪（8）：连续4个月环比有所回暖
- 2023.12.12 不动产与空间服务：周评#369：上周新房销售同比跌幅略走阔
- 2023.12.12 电力电气设备：全球储能市场2024年展望：经济性驱动储能装机量高增
- 2023.12.13 不动产与空间服务：中央经济工作会议延续此前地产取态
- 2023.12.13 基础材料：基础材料有望受益财政发力与扩内需
- 2023.12.13 主题研究：着力扩大内需，关注消费结构性机会
- 2023.12.13 银行：经济工作会议对信贷的启示
- 2023.12.13 家电及相关：以旧换新和智慧家居新品将稳住家电内需
- 2023.12.13 化工：油气化工2024年展望：长风破浪会有时
- 2023.12.13 银行：11月社融信贷速评
- 2023.12.13 机械：人形机器人12月专题：特斯拉发布人形二代机optimus gen2，感知环节引关注
- 2023.12.13 电力电气设备：中金看海外公司 | 维斯塔斯：周期韧性成长的海外风机龙头
- 2023.12.14 传媒互联网：线上平台月报：3Q23业绩落地，流量增长压力显现
- 2023.12.14 家电及相关：显示应用多元化，微型投影崭露头角
- 2023.12.14 医疗健康：医保谈判降幅整体温和，支付端政策向好
- 2023.12.14 钢铁：钢铁2024年展望：聚焦被低估的钢铁制造业核心资产
- 2023.12.14 银行：11月社融数据对明年的启示
- 2023.12.14 软件及服务：人工智能十年展望（十四）：从Perplexity看AI+搜索的破局之道
- 2023.12.14 不动产与空间服务：阶段性抛压渐已释放，提示板块交易型机会
- 2023.12.14 传媒互联网：数据月报：11月重点内容上线积极，短剧带动板块热度走高
- 2023.12.14 机械：碳化硅设备：2024 SiC开启放量，加速设备国产化替代
- 2023.12.15 不动产与空间服务：北上优化地产政策，调整效果未来可期



## **法律声明**

本文章由中金研究院基于公开信息及/或中国国际金融股份有限公司已发布的研究报告（以下简称“研究报告”）制作而成。中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下合称“中金公司”）对这些信息及观点的真实性、准确性、时效性及完整性不作任何保证。

本文章仅摘编研究报告的部分观点，贵方如使用本文章所载观点，有可能会因缺乏对完整报告的了解或缺乏相关的解读而对其中的信息、观点、判断等内容产生理解上的歧义。贵方如使用本文章，须寻求专业顾问的指导及解读。

本文章中的信息、意见等均仅供贵方参考之用，其中的信息或观点不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见在任何时候均不构成对任何人的具有针对性的、指导具体投资的操作意见。贵方应当对本文章中的信息和意见进行评估，根据自身情况自主做出决策并自行承担风险。对依据或者使用本文章所造成的任何后果及风险，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本文章所载意见、评估及预测为研究报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司研究部可能会发出与本文章所载意见、评估及预测不一致的研究报告。中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本文章意见不一致的市场评论和/或观点。

本文章不构成任何合同或承诺的基础，中金公司不因任何单纯接收、阅读本文章的行为而将接收人视为中金公司的客户。

本文章的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、转载、翻版、复制、刊登、发表、修改、仿制或引用。

---

**如有进一步需求，请联系：**

赵 扬 yang.zhao@cicc.com.cn

薛皓月 haoyue.xue@cicc.com.cn

伍曼玮 manwei.wu@cicc.com.cn