

【事件】

北京时间 12 月 11 日，美联储公开市场委员会（FOMC）公布最新利率决议，宣布降低联邦基金利率 25 基点至 3.5%-3.75% 区间。决议公布后，美联储主席鲍威尔出席记者会回答记者提问。

【点评观点】

- 决议文本显示就业或是美联储本次选择降息的原因，美联储内部对于货币政策的分歧增大

本次决议文本主要的修改有三处：

首先，决议文本开头删除了关于失业率仍处于低位的表述，改为“失业率截至 9 月有所上升”。这一修改暗示美联储对于当前美国劳动力市场的担忧，美联储当前的政策重心或进一步转向就业。不过对于通胀的表述仍然是“通胀处于相对高位”，结合降息 25 基点的决策，本次利率决议显示出美联储当前面临的两难处境。

第二处修改是新增了“委员会认为准备金余额已下降至充足水平，并将按需求启动购买短期美国国债，以在持续基础上维持充足的准备金供应”这一表述，正式宣布启动 RMP 购债扩表，首月或购买 400 亿 3 年期以下的中短期国债。当前美联储存款机构准备金水平在 2.8 万亿美元左右，处于 23 年 2 月份以来的低位水平，显示当前美元流动性的相对紧张状态。购买短期国债有利于快速向市场提供流动性，提振市场风险偏好。

另外需留意的是，本次会议反对降息的委员数量达到 2 名，较前次会议增加 1 名，显示美联储内部对于货币政策的分歧进一步增加。

总体看，本次决议最突出的特征是在两难中的平衡。一方面是劳动力市场不断趋向疲弱，使得美联储不得不在决策中考虑对就业的影响，同时近期美元流动性紧张的问题也使得整体政策更倾向于进行宽松；另一方面是通胀仍然在相对高位且具有较强粘性，同时经济数据的缺失也使得美联储不得不慎重决策。本次降息 25 基点+启动 RMP 购债扩表是美联

研究部

姓名：张思达
SFC：基点 T227
电话：0755-21519179
Email：zhangsd@gyzq.com.hk

储反复衡量后的产物，这也意味着明年的美联储货币政策仍然具有较高不确定性。

➤ 点阵图显示美联储官员分歧较大，明年降息路径尚未清晰

本次点阵图显示，多数 FOMC 委员仍预计年内降息 3 次共计 75 基点（12 月份降息后 75 基点的降息已完成）。26 年政策分歧较大，中位数显示 26 年或只降息一次；27 年政策分歧稍小，中位数显示 27 年或降息一次。本次点阵图显示美联储官员分歧仍然相对较大，缺乏明确的降息路径，特别是 26 年的降息路径目前高度不确定，或需依赖后续经济数据及官员表态才会逐渐清晰。

FOMC 对于经济数据的预测方面：

- 2025、2026、2027、2028 年底失业率预期中值分别为 4.5%、4.4%、4.2%、4.2%。（9 月预期分别为 4.5%、4.4%、4.3%、4.2%）。
- 2025、2026、2027、2028 年底 PCE 通胀预期中值分别为 2.9%、2.4%、2.1%、2.0%。（9 月预期分别为 3.0%、2.6%、2.1%、2.0%）。
- 2025、2026、2027、2028 年底核心 PCE 通胀预期中值分别为 3.0%、2.5%、2.1%、2.0%。（9 月预期分别为 3.1%、2.6%、2.1%、2.0%）。
- 2025、2026、2027、2028 年底 GDP 增速预期中值分别为 1.7%、2.3%、2.0%、1.9%。（9 月预期分别为 1.6%、1.8%、1.9%、1.8%）。

本次经济预测中下调了今明两年的通胀预测，上调了所有年份的经济增速预测，整体来看对于经济前景的看法更加乐观，特别是对于通胀的担忧程度有一定的改善，相信这种预测上的转变也是本次美联储最终决定降息的重要原因。

➤ 鲍威尔记者会：鹰派程度不及市场预期

以下是本次美联储主席鲍威尔的记者会要点：

- 利率前景：可以等待并观察经济如何发展。目前处于中性水平区间的上端。目前没有人会把加息作为基本预期。长期利率可能因预期经济增长加快而上升。（中性偏鹰的表述。当前市场上普遍认为美

联储可能会进行加息，对于长期利率上行的判断或暗示美联储未来进一步降息的空间或受到限制)

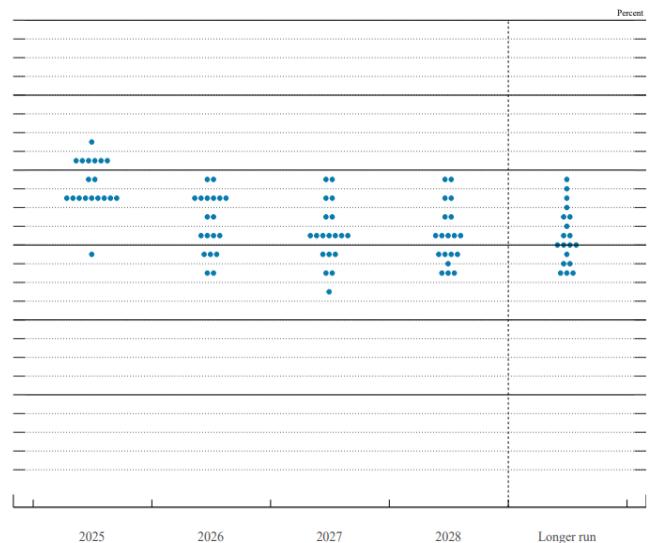
- 通胀前景：通胀风险偏向上行。峰值通胀率可能高出或低于当前水平零点几个百分点。当前通胀超调主要由关税引起。若关税取消，通胀率将处于 2% 区间的低位。关税的影响很可能是一次性的。
(好消息是鲍威尔进一步明确通胀上行是一次性的，但是这一表述也暗示当前美国通胀具有较强粘性。)
- 经济前景：不认为经济过热，明年的基准前景将是稳健增长，可以等待并观察发展情况。（从侧面否认了未来加息的可能性）
- 就业前景：劳动力市场存在下行风险。近几个月就业增长被夸大了 6 万个岗位。失业率可能最多再上升 0.1%-0.2%。（本次决定降息的主要原因，不过也否认了未来失业快速上升的可能，对于市场有安抚作用）
- RMP 购债：购买短期国库券仅用于准备金管理，购债规模可能在未来几个月内保持高位，随后逐渐减少。（回应市场对于美联储变相 QE 的解读，打压市场预期）

此前市场高度预期本次记者会鲍威尔声调将偏鹰派，以平衡降息后的市场预期，但鲍威尔的鹰派程度并未达到市场预期的程度，特别是对于通胀和就业的表述给予了市场一定的想象空间。

➤ 观点：明年降息路径高度不确定，一季度关注哈塞特是否放鸽

综合来看，这次美联储 FOMC 会议的结果超过了市场此前普遍预期的鹰派降息。对于本次议息会议，市场重点关注的是明年的降息路径，但是无论是利率决议还是点阵图又或是鲍威尔记者会，这方面的有效信息显得并不充足，这一悬念或将留到了明年美联储主席换届之后。需要留意的是，当前白宫暗示新一任美联储主席或为哈塞特，这意味着鲍威尔将在未来数月成为“看守主席”，而哈塞特对于市场预期的影响将逐渐增加。目前哈塞特的观点偏向鸽派，支持谨慎降息，这给市场留下了想象空间。如果明年一季度期间哈塞特进一步发表鸽派言论，或显著激发海外市场的降息交易，有利于市场风险偏好的进一步抬升。

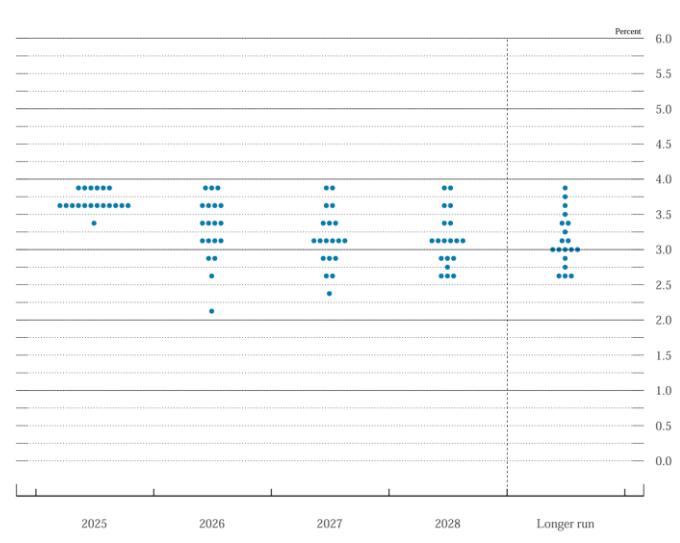
图 1: 9月份 FOMC 内部分期缩小，官员普遍更偏向鸽派，利率预期中位数下移



资料来源: FED、国元证券经纪(香港)整理

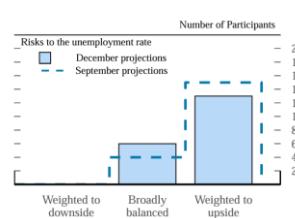
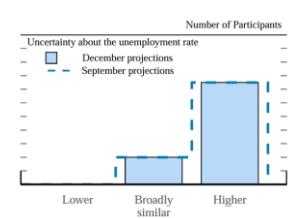
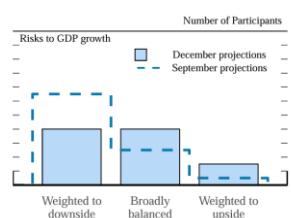
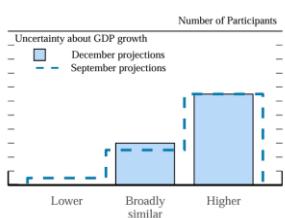
图 3: 与会者认为 GDP 增速仍然将有不确定性

图 2: 12月份关于对于明年利率政策的分歧进一步加大



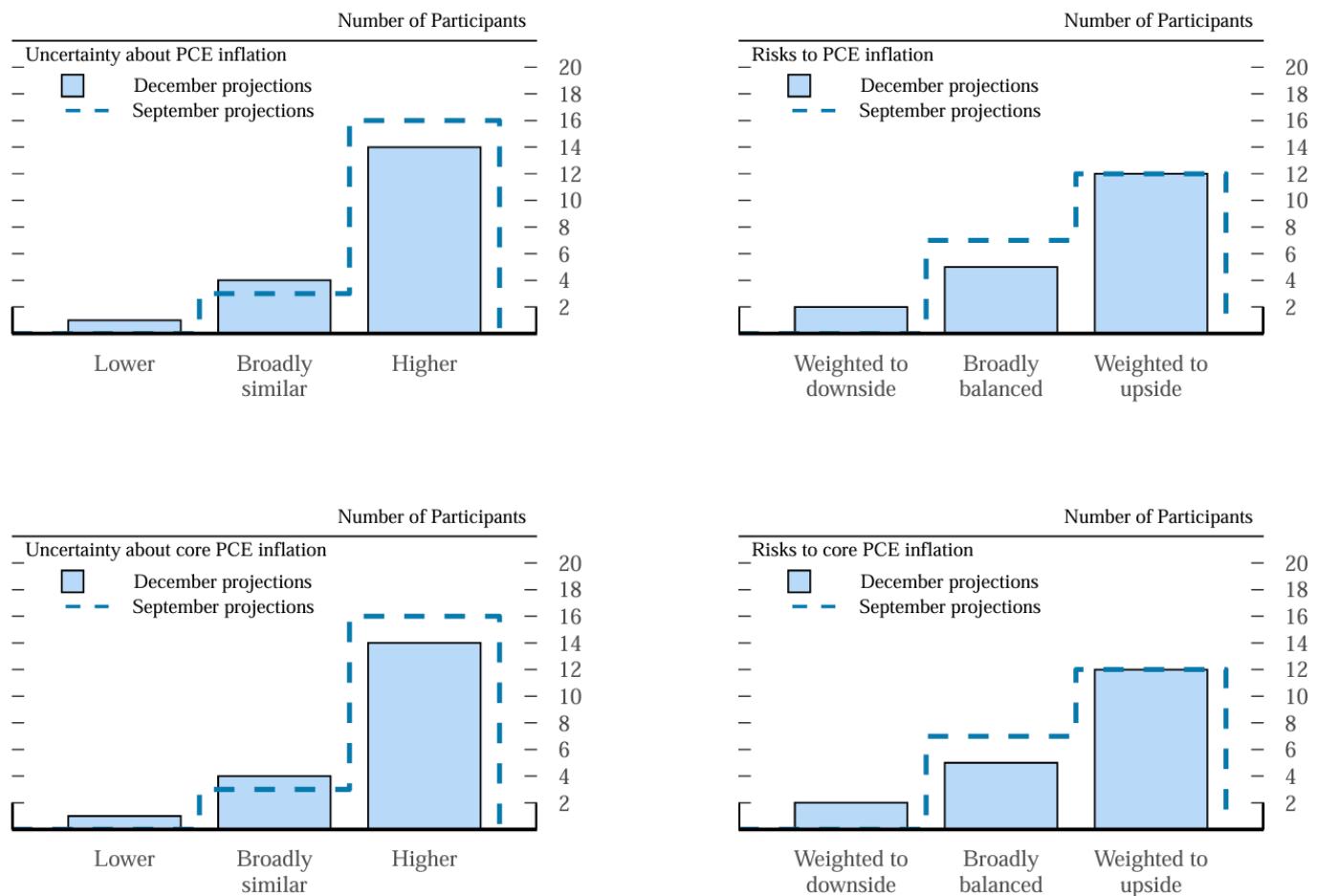
资料来源: FED、国元证券经纪(香港)整理

图 4: 更多与会者认为失业率或有更高的上行风险



资料来源: FED、国元证券经纪(香港)整理

资料来源: FED、国元证券经纪(香港)整理

图 5：更多与会者认为通胀的不确定性将增加


资料来源: FED、国元证券经纪(香港)整理

免责条款

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，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、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本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，国元证券经纪（香港）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。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）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报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显着地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。