

摘要：我们将在文中对2024年最后一个央行周内，美联储、日本央行发布的利率决议进行详细解析。

正文

人民币汇率热点

《解读2024年最后一个超级央行周》

2024年12月24日

主要观点

- 1、我们预计2025年美联储仍有降息空间，且实际降息幅度可能超出12月FOMC会议所预测的范围。同时，我们不排除美联储暂停降息的可能性，但加息的可能性相对较低。
- 2、整体而言，我们预计日本的工资与通胀之间的正向循环有望在2025年得到持续，日本央行或将在2025年3月再次开启加息，年内加息次数或为2次左右，贸易和金融市场风险令日本央行在货币政策操作方式上更加审慎。然而，鉴于植田和男指出“汇率与物价之间的联系正在加强”，因此，若日元出现快速贬值，超出140至157这一我们假定的日本央行认为的适宜的日元兑美元汇率区间，我们不排除其将在2025年加快加息的步伐。

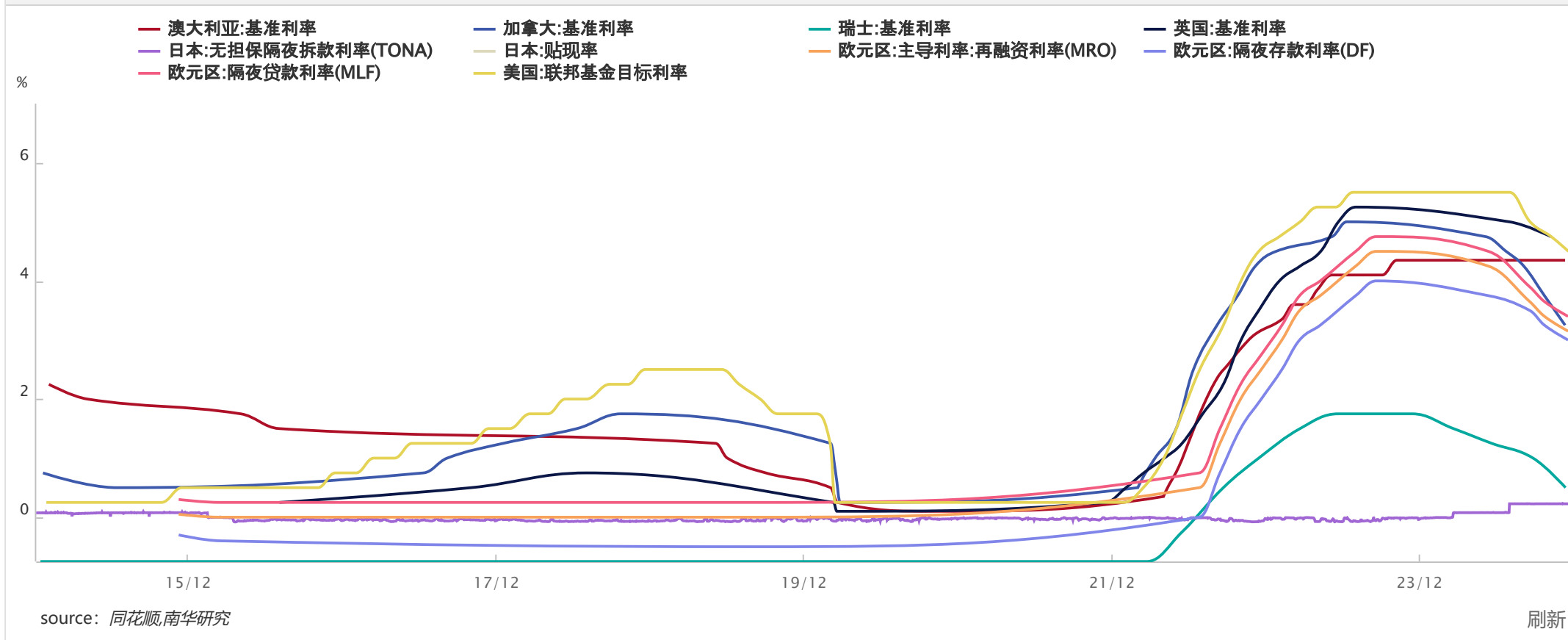
3、展望后市，目前美元指数依旧在上行通道，加之欧元区经济基础相对薄弱，预计美元在中期内保持强势的可能性较高。本周，欧美市场迎来圣诞节假期，市场的流动性大概率会明显下降。美元兑人民币即期汇率方面，预计在2024年的最后一周，整体运行环境或较为平稳，但仍需关注中间价7.2左右和即期汇率7.3左右（在岸）这两个关键位。

风险点：特朗普加征关税超预期、美联储降息不达预期、日本央行货币政策超预期、日本汇率或通胀表现超预期、地缘政治冲突升级

正文

继加拿大央行、欧洲央行以及瑞士央行于前一周宣布降息之后，接下来的一周迎来了更为密集的全球央行政策决策高峰。在该周，美联储、日本央行以及英国央行在短短24小时内相继公布了其利率决议结果，并对外发布了新闻发布会。尽管这些决策结果大体上与市场预期一致，但最终对市场产生的影响是进一步巩固了“强势美元格局”。下文将对2024年最后一个央行周内，美联储、日本央行发布的利率决议进行详细解析。

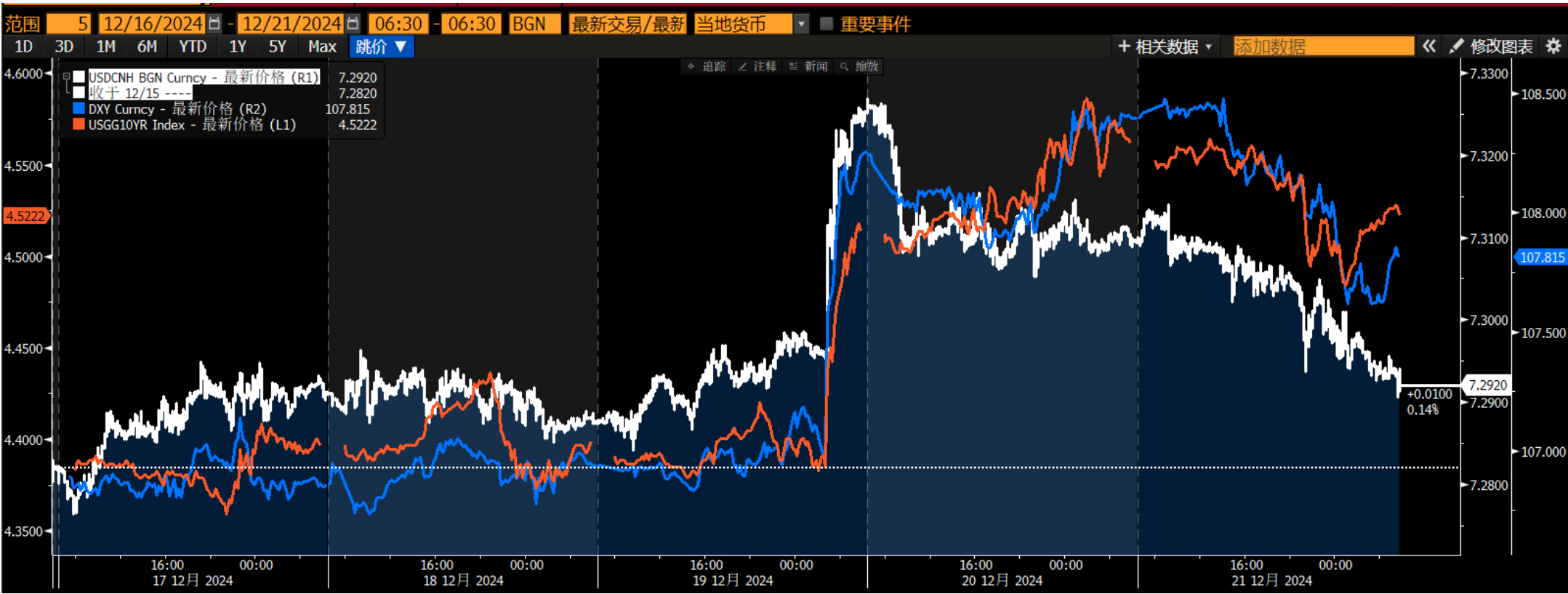
图：各主要海外国家基准利率



一、美联储：说着最鹰派的话，做着最鸽派的事

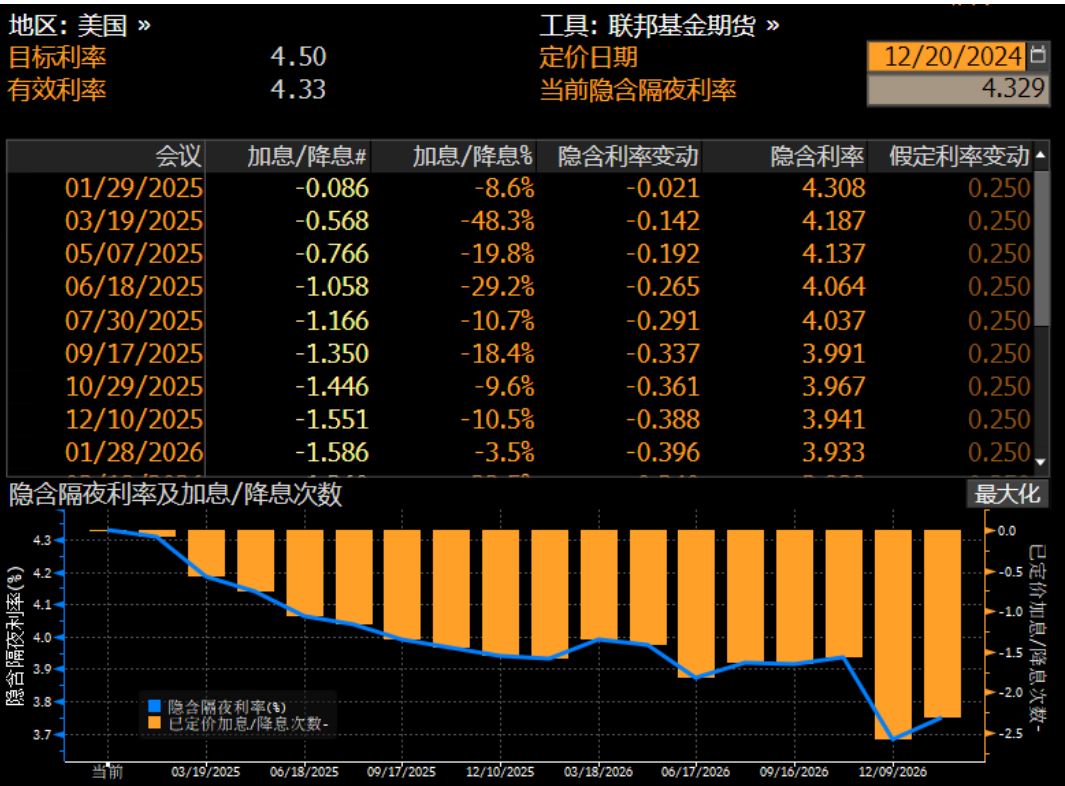
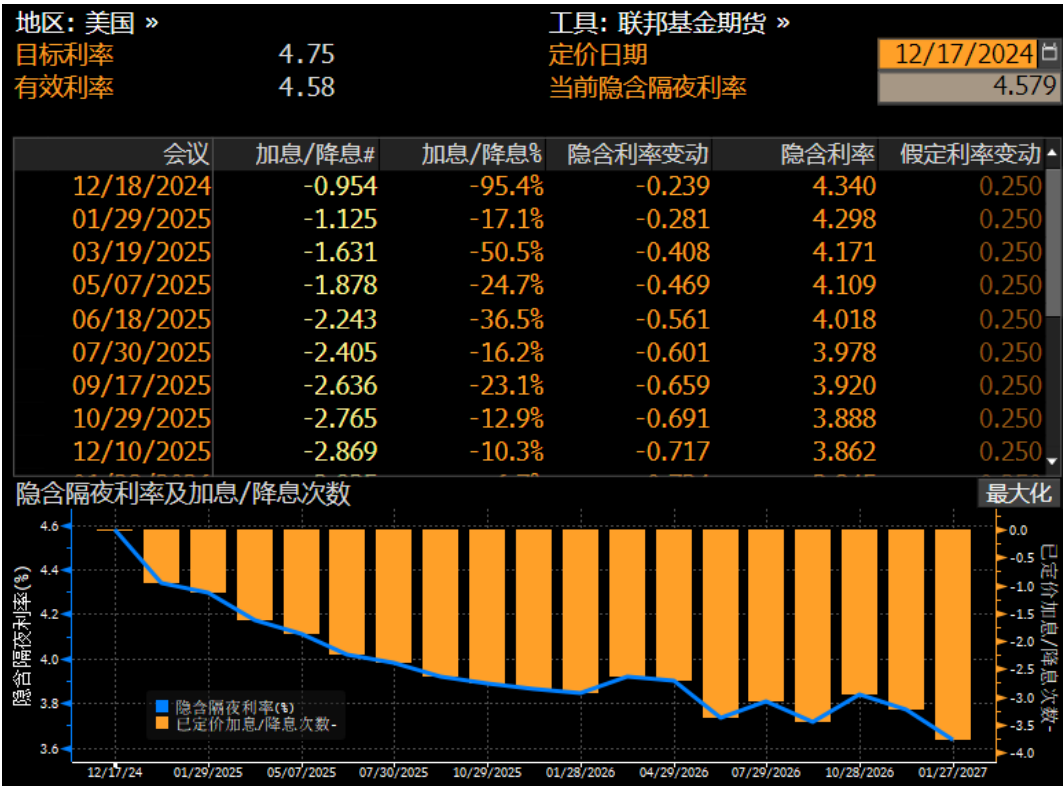
随着特朗普当选为美国总统，叠加近期美国经济呈现出持续的积极态势（美国第三季度GDP环比折年率被上修至3.1%（初值2.8%，前值3.0%），其中个人消费者支出上修至3.7%，服务消费为主要拉动项），市场对于美国经济实现“软着陆”以及通胀再次抬升的预期逐渐增强。因此，在12月的FOMC会议召开之前，市场普遍预期美联储将采取一种“鹰派降息”策略，即通过降低利率25个基点以预防经济过度冷却，同时通过“鹰派”的声明来抑制通胀预期。然而，在FOMC会议结果基本符合市场预期的情况下，外汇市场的反应依旧剧烈，美元指数一度触及年度高点，10年期美国国债收益率急剧上升，美元兑人民币即期汇率应声上行。我们认为，这种市场反应主要与美联储主席鲍威尔在会后的发言有关。

图：在基本符合市场预期的FOMC会议落地后，外汇市场反应依旧激烈



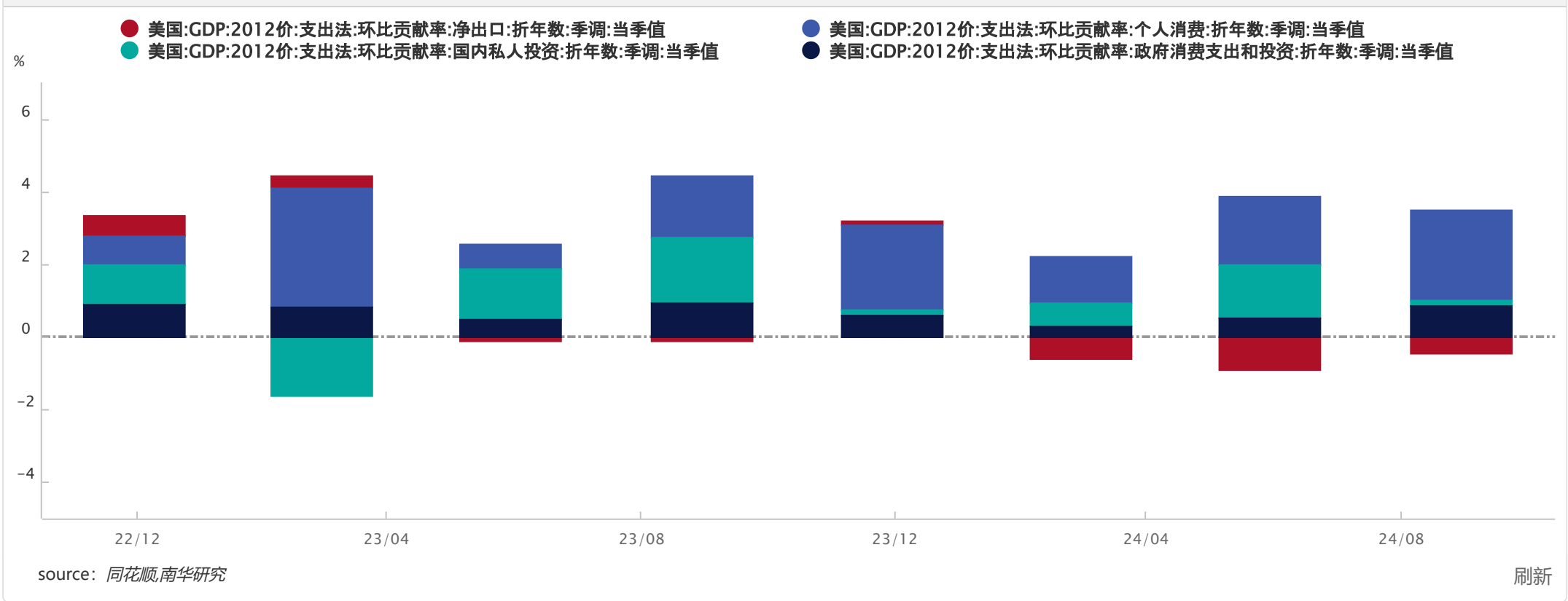
source: Bloomberg、南华研究

图：12月FOMC会议前后，市场对美联储加/降息预期



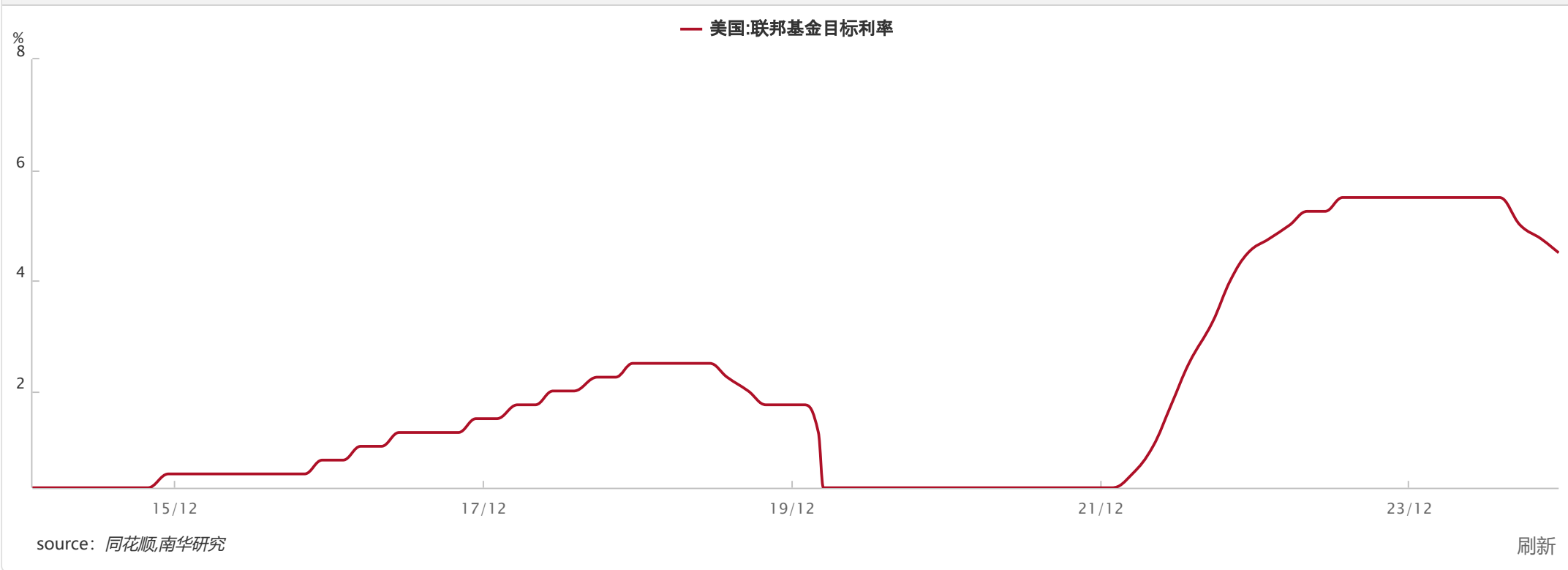
source: Bloomberg、南华研究

图：美国GDP各分项环比贡献率



在2024年12月18日举行的FOMC议息会议上，美联储如期将联邦基金利率目标区间下调了25个基点，至4.25%-4.50%。从会议整体释放的信号来看，包括点阵图、政策声明、前瞻性指引以及美联储主席鲍威尔的讲话，均暗示了美联储在未来的货币政策调整中可能展现出更加谨慎的降息倾向，这表明了一种比市场预期更为强硬的货币政策立场。

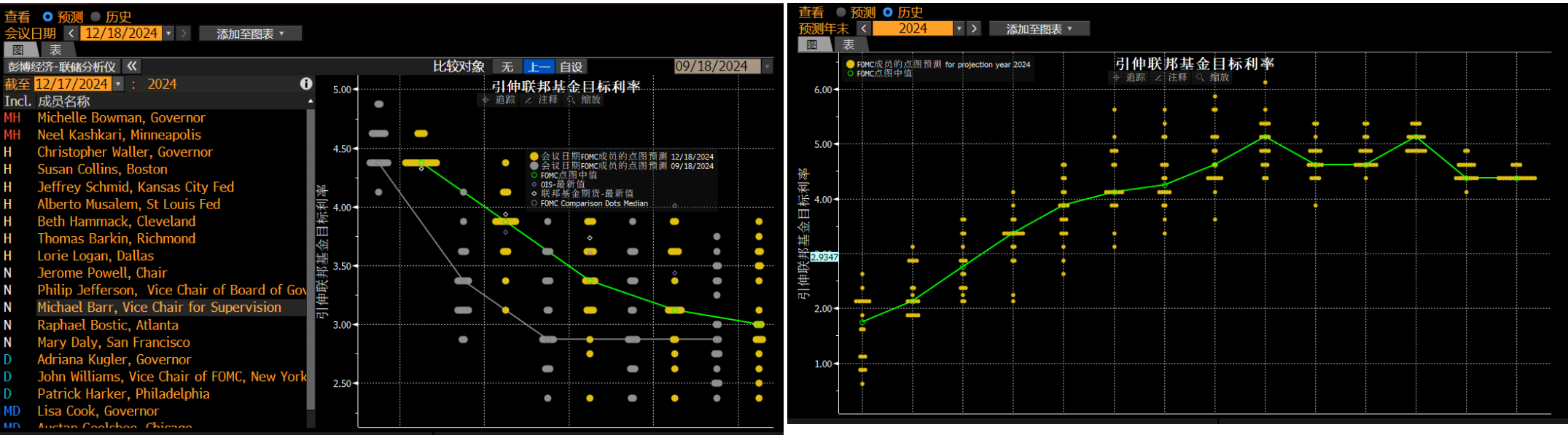
图：美国联邦基金目标利率走势



1、在FOMC内部，对于此次利率下调存在分歧。克利夫兰联邦储备银行行长哈马克对此次降息25个基点的决策投了反对票，同时其他3位没有投票权的参与者也在点阵图中表达了对降息的反对意见，这四位决策者均支持维持利率不变。这是自本轮美国降息周期开始以来，美联储的决策第二次未能获得全体决策者的一致同意。

2、点阵图偏鹰。本次点阵图预测2025年的降息次数为两次，利率区间降至3.75%至4%，这一预测低于市场预期的三次降息，也少于9月份预测的四次。此外，点阵图中有四位官员认为2024年底的利率应维持在4.5%至4.75%之间，反对当前的降息决策。在这四位官员中，除了克利夫兰联邦储备银行行长哈马克外，其他三位目前并非票委，但他们将在2025年成为票委，这可能预示着明年美联储票委阵容将倾向于更为强硬的货币政策立场。进一步与9月的点阵图相比，本次点阵图显示2025年至2027年的利率中枢有所上升，其中2025年底的政策利率中位数上调至3.75%至4%，2026年底的政策利率中位数上调至3.25%至3.5%。

图：美联储点阵图变化情况（2024年12月VS2024年9月）



source: Bloomberg、南华研究

3、经济预测大幅上调2025年通胀预期，指向不急于降息。经济前瞻性指引显示美联储对美国整体通胀和核心PCE均有所上修，其将2024年PCE和核心PCE预期分别上调至2.4%和2.8%（前值2.3%和2.6%），2025年PCE和核心PCE预期分别上调至2.5%和2.5%（前值2.2%和2.1%）。考虑到本次经济前瞻性指引在美国经济预期及就业率预期上均展示了一定的信心，其中，经济预测方面，对2024年经济增长预期较9月有所上修，升至2.5%，对2025年经济增速预测上调至2.1%；失业率方面，认为劳动市场将缓慢降温而非极速降温，因此对2024年失业率预期较9月有所下修，回落至4.2%，对2025年失业率预期下调至4.3%。因此，结合本次对通胀预期的调整，可见美联储的论据来自于三方面，分别为更高通胀、更强经济、更靠近中性利率。当然，美联储暗示未来降息节奏可能放缓的原因主要是对通胀的考虑，特别是对特朗普上台后的政策不确定因素计入了后续货币政策判断的考量。

图：12月经济前瞻（SEP）

Table 1. Economic projections of Federal Reserve Board members and Federal Reserve Bank presidents, under their individual assumptions of projected appropriate monetary policy, December 2024

Percent

Variable	Median ¹					Central Tendency ²					Range ³				
	2024	2025	2026	2027	Longer run	2024	2025	2026	2027	Longer run	2024	2025	2026	2027	Longer run
Change in real GDP	2.5	2.1	2.0	1.9	1.8	2.4–2.5	1.8–2.2	1.9–2.1	1.8–2.0	1.7–2.0	2.3–2.7	1.6–2.5	1.4–2.5	1.5–2.5	1.7–2.5
September projection	2.0	2.0	2.0	2.0	1.8	1.9–2.1	1.8–2.2	1.9–2.3	1.8–2.1	1.7–2.0	1.8–2.6	1.3–2.5	1.7–2.5	1.7–2.5	1.7–2.5
Unemployment rate	4.2	4.3	4.3	4.3	4.2	4.2	4.2–4.5	4.1–4.4	4.0–4.4	3.9–4.3	4.2	4.2–4.5	3.9–4.6	3.8–4.5	3.5–4.5
September projection	4.4	4.4	4.3	4.2	4.2	4.3–4.4	4.2–4.5	4.0–4.4	4.0–4.4	3.9–4.3	4.2–4.5	4.2–4.7	3.9–4.5	3.8–4.5	3.5–4.5
PCE inflation	2.4	2.5	2.1	2.0	2.0	2.4–2.5	2.3–2.6	2.0–2.2	2.0	2.0	2.4–2.7	2.1–2.9	2.0–2.6	2.0–2.4	2.0
September projection	2.3	2.1	2.0	2.0	2.0	2.2–2.4	2.1–2.2	2.0	2.0	2.0	2.1–2.7	2.1–2.4	2.0–2.2	2.0–2.1	2.0
Core PCE inflation ⁴	2.8	2.5	2.2	2.0		2.8–2.9	2.5–2.7	2.0–2.3	2.0		2.8–2.9	2.1–3.2	2.0–2.7	2.0–2.6	
September projection	2.6	2.2	2.0	2.0		2.6–2.7	2.1–2.3	2.0	2.0		2.4–2.9	2.1–2.5	2.0–2.2	2.0–2.2	
Memo: Projected appropriate policy path															
Federal funds rate	4.4	3.9	3.4	3.1	3.0	4.4–4.6	3.6–4.1	3.1–3.6	2.9–3.6	2.8–3.6	4.4–4.6	3.1–4.4	2.4–3.9	2.4–3.9	2.4–3.9
September projection	4.4	3.4	2.9	2.9	2.9	4.4–4.6	3.1–3.6	2.6–3.6	2.6–3.6	2.5–3.5	4.1–4.9	2.9–4.1	2.4–3.9	2.4–3.9	2.4–3.8

source: Bloomberg、南华研究

4、会议声明和鲍威尔主席在会后的言论暗示了未来可能减缓降息的步伐。 尽管鲍威尔指出美国通胀仍在下降趋势中，劳动力市场也在逐渐降温，因此美联储在本次会议上维持了降息的决策。然而，他强调了三点：一是政策仍然具有限制性，二是无需进一步冷却劳动力市场以实现2%的通胀目标，三是当前或已接近于适当放慢进一步政策调整的时机。以下是关键点的总结：

- 1) 在经济预测方面，确认了美国经济增长的强劲势头。
- 2) 关于未来降息的步伐，表达了明年将继续降息但降息幅度将有所减少的观点（“政策仍然具有限制性”、“无需进一步冷却劳动力市场以实现2%的通胀目标”、“当前或已接近于适当放慢进一步政策调整的时机”、“在考虑货币政策进一步调整的程度和时机时”）
- 3) 加息的可能性被认为较低（“似乎不是一个可能的结果”）。

表：12月FOMC新闻发布会上鲍威尔关键表述

内容	具体表述
经济	最近的指标显示，经济活动继续以稳健的步伐扩张
	没有理由认为经济衰退的可能性比通常情况下更大
通胀	通胀已经越来越接近2%的长期目标
	关税对通胀的影响，认为实际政策的落地情况并不十分了解，所以现在下结论还为时过早
就业	不认为需要劳动力市场进一步降温才能让通胀率降至2%
	当前劳动力市场比 2019年要冷得多，并且仍在逐渐变冷
货币政策	我们正处于或接近适当放缓进一步调整步伐的时间点
	不会排除任何可能，但 2025年再次加息似乎不是一个可能的结果
	认为当前政策仍然是有意义的限制水平，但至于进一步的削减

source：FED、南华研究

刷新

表：2024年FOMC议息会议主要内容对比（11月VS12月）

内容		11月	12月
宏观经济与金融	经济增长	稳健	稳健
	物价	取得进展，但在某种程度上保持高位	取得进展，但在某种程度上保持高位
	就业	年初以来，就业市场总体放缓，失业率有所上行、但仍很低	年初以来，就业市场总体放缓，失业率有所上行、但仍很低
	风险	就业与通胀的风险大致平衡，经济前景具有不确认定性，关注双重使命两端的风险	就业与通胀的风险大致平衡，经济前景具有不确认定性，关注双重使命两端的风险
政策	利率	降息25个基点，4.50%-4.75%	降息25个基点，4.25%-4.50%
		隔夜回购利率降低到4.75%，总规模上限5000亿美元/日	隔夜回购利率降低到4.5%，总规模上限5000亿美元/日
		隔夜逆回购利率降低到4.55%，交易方规模上限1.600亿美元/日	隔夜逆回购利率降低到4.25%，交易方规模上限1,600亿美元/日
	QT	总上限600亿美元/月：国债减持上限250亿美元/月；机构债或MBS减持上限350亿美元/月	总上限600亿美元/月：国债减持上限250亿/月；机构债或MBS减持上限350亿美元/日
前瞻指引	利率	在考虑更多政策利率调整时，将仔细评估数据、前景、风险	在考虑更多政策利率调整的程度和时机时，将仔细评估数据、前景、风险
	QT	继续按计划缩表	继续按计划缩表
投票结果		全票通过	1票反对（哈玛克，支持维持利率不变）

source：FED、南华研究

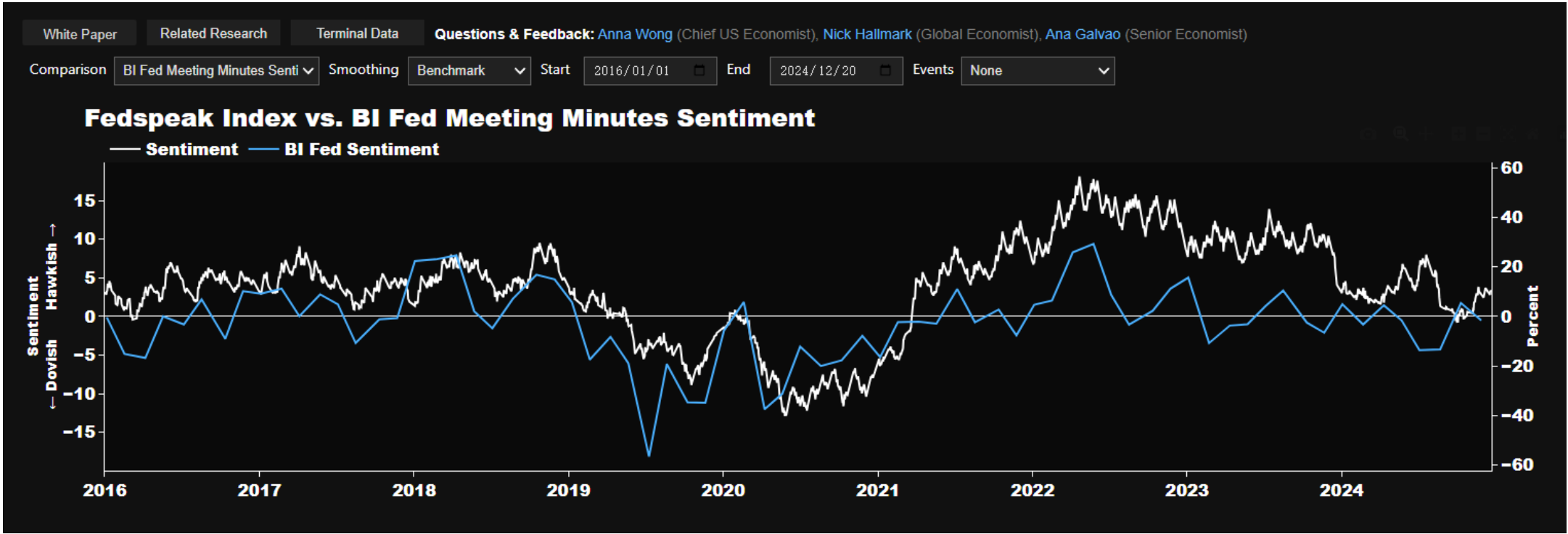
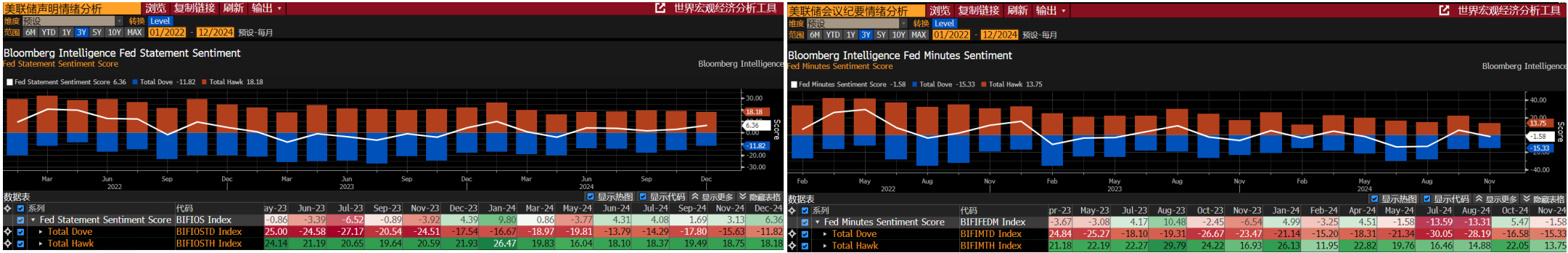
刷新

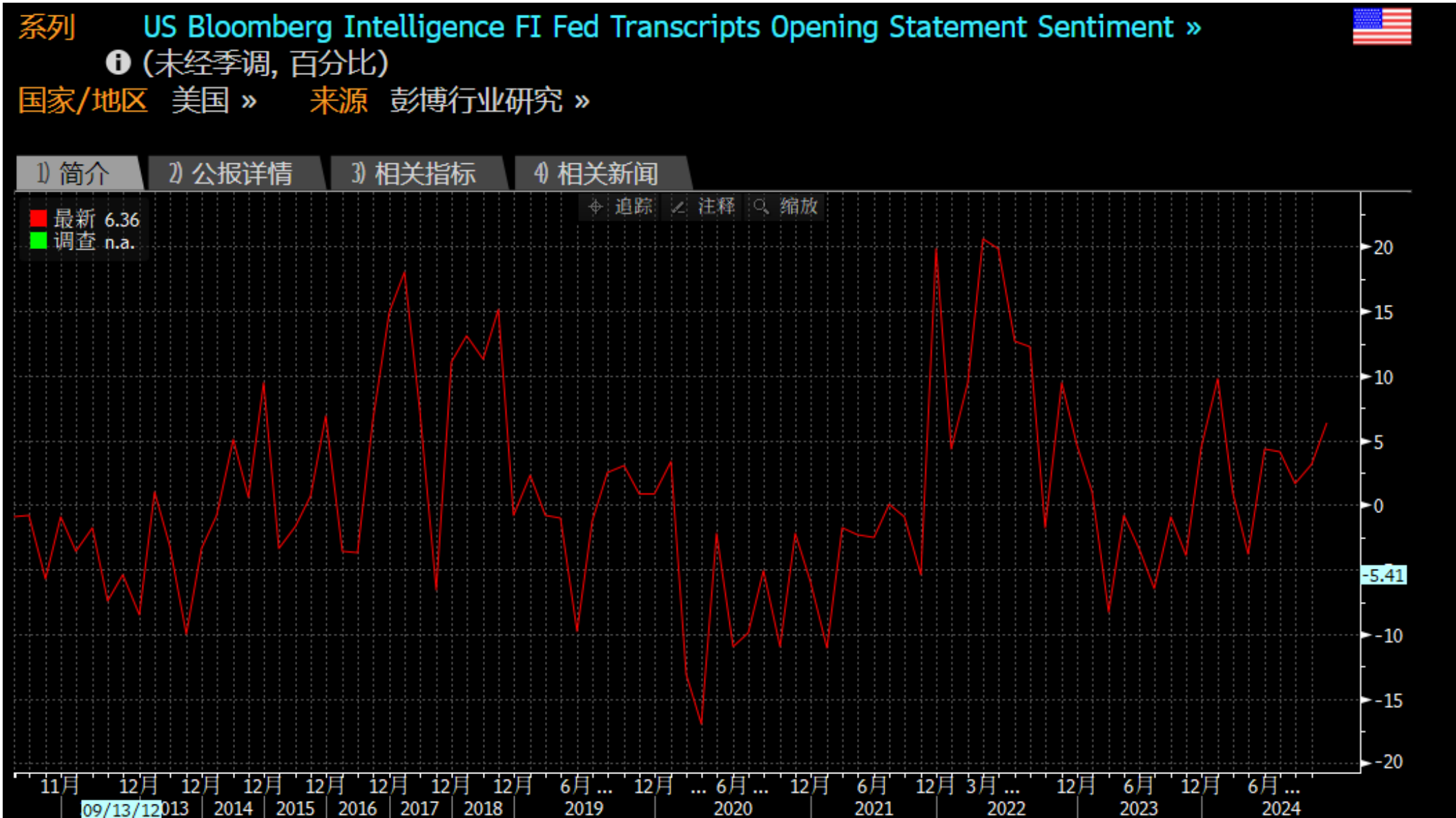
展望后市，我们预计2025年美联储仍有降息空间，且实际降息幅度可能超出12月FOMC会议所预测的范围。同时，我们不排除美联储暂停降息的可能性，但加息的可能性相对较低。以下是我们的分析依据，具体

分析请参见2025年外汇展望报告《布局与破局》：

1) 根据前述分析，本次会议传达的信息显示，美联储将从现在起在降息决策上采取更为审慎的态度。这一点从彭博研究的文本分析中（FED开场词情绪指数、FED发言情绪指数）也得到了体现。

图：彭博对美联储发言的文本研究结果

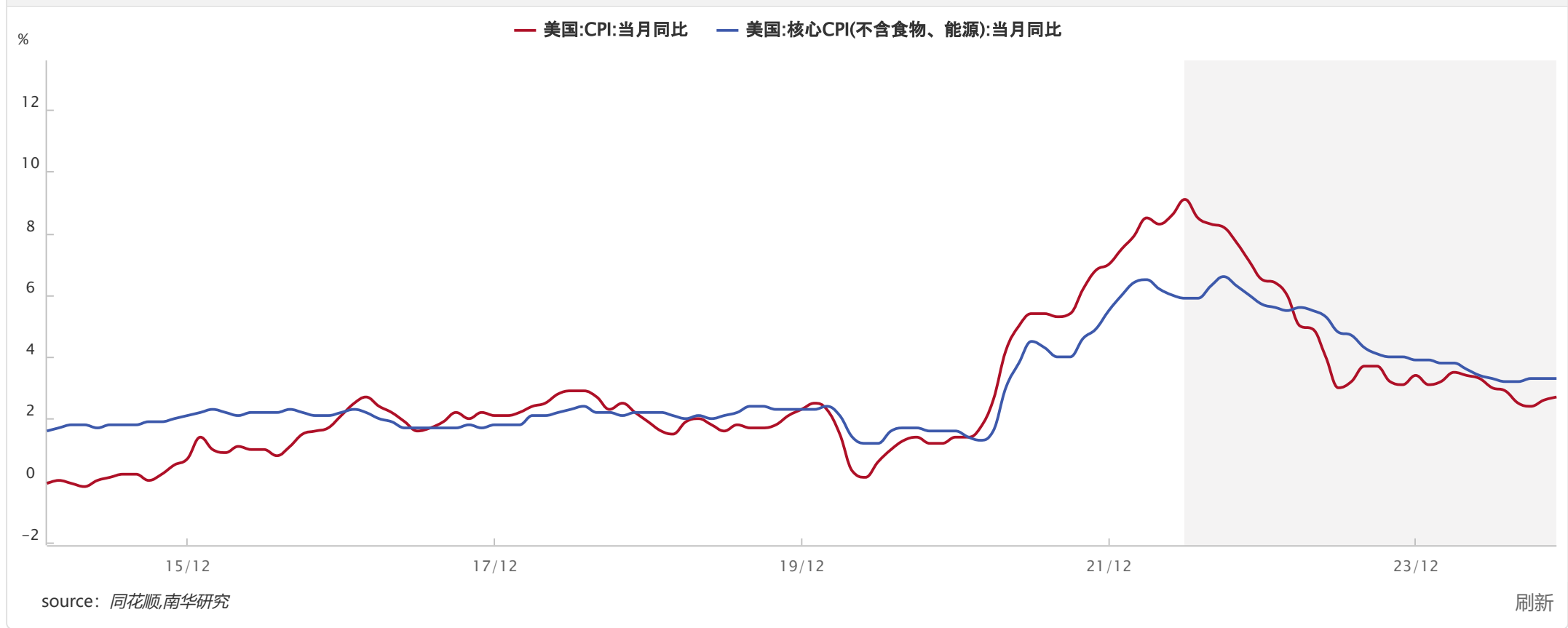




source: Bloomberg、南华研究

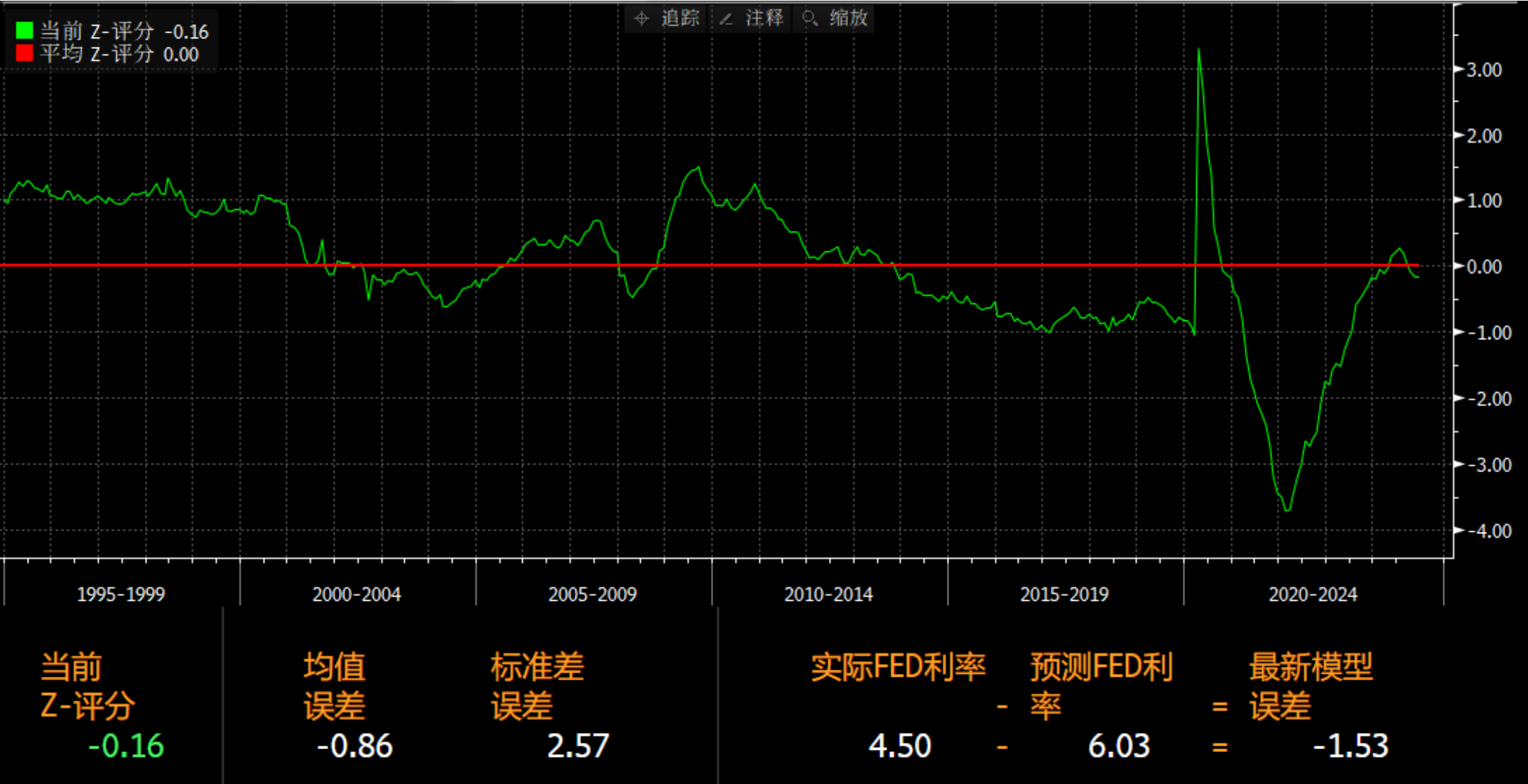
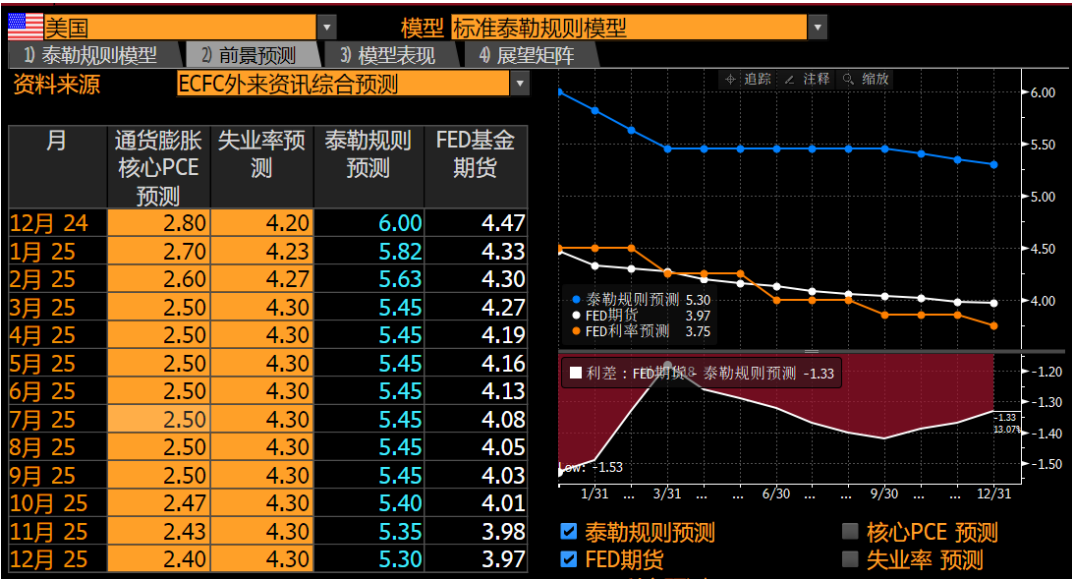
2) 对于2025年美国的通胀预期，在不考虑特朗普政策变动的情况下，由于住房通胀的下降趋势，预计短期内美国整体通胀水平将继续下降。然而，非住房核心通胀部分仍将对通胀水平起到一定的支撑作用，使得CPI同比涨幅接近2%的可能性不大。此外，能源价格的潜在上涨风险可能会减缓CPI涨幅的下降趋势。因此，我们可以预见2025年美国通胀的整体趋势将呈现放缓态势，但相较于2024年，通胀下降的速度可能会有所减缓。2025年美国CPI同比中枢可能降至约2.4%，而核心CPI同比中枢可能降至3%左右。若将特朗普政策变动纳入考量，尤其是关税和移民政策，2025年美国通胀下行的斜率会进一步放缓。尽管如此，特朗普重返政坛对2025年引发“再通胀”的风险仍然较低。

图：美国CPI表现



- 3) 依据泰勒规则（Taylor rule），即便考虑到美国较高的通胀水平，3.5%以上的利率水平也是适宜的。与此同时，在特朗普2.0时代，我们不排除关税对美国经济或在一定程度上起到抑制作用。
- 4) 我们预计2025年美国经济实现软着陆的可能性较大。

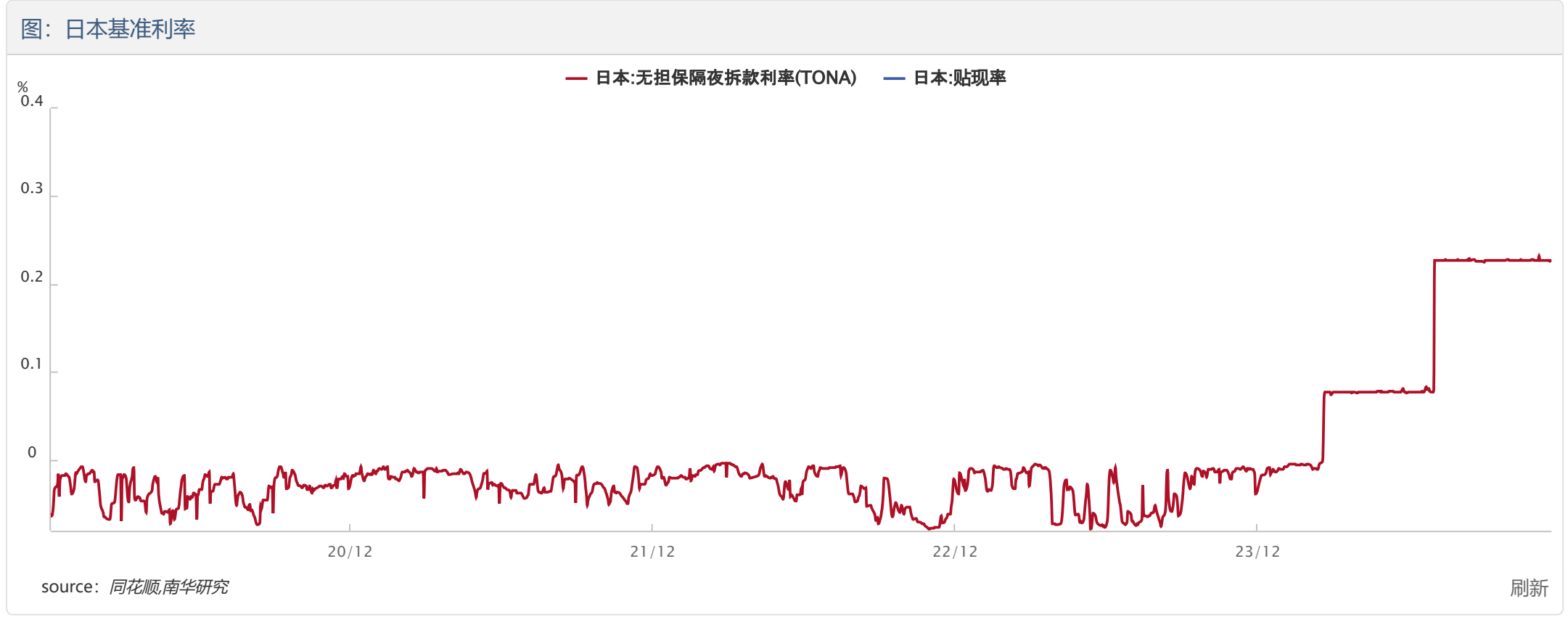
图：泰勒规则



source: Bloomberg、南华研究

二、日本央行：犹豫不决

整体而言，本次日本央行的会议声明与上次相比无明显变动，但本次会议内部出现分歧，其中一委员提议加息25个基点。具体来看，12月19日，日本央行以8票赞成、1票反对的结果决定维持基准利率于0.25%不变，此举基本符合市场预期。唯一的反对票由委员田村直树投出，他主张应将利率提升至0.5%以应对日益增长的通胀风险。此次会议标志着日本央行在本年度的货币政策决策的结束，并以年内共实施两次加息收官，一次在2024年3月，标志着日本结束了负利率政策，一次在7月，意外加息将政策利率提升至0.25%。在此次议息会议结束后，受行长植田和男的影响，其立场被市场解读为偏向宽松，导致美元兑日元跌破155的关键水平，10年期日本国债收益率应声回落，市场对2025年1月加息的预期有所下降。



1、为何维持不加息？

对于日本央行决定维持当前利率水平的原因，我们认为主要基于下述几点的考量：一是、外部环境的不确定性增加。植田行长明确指出，美国特朗普时期政府政策的不确定性依旧较高，其财政、关税和移民政策可能对金融市场产生影响。二是、日本工资增长趋势尚未充分明确。植田行长在新闻发布会上强调，央行需要更

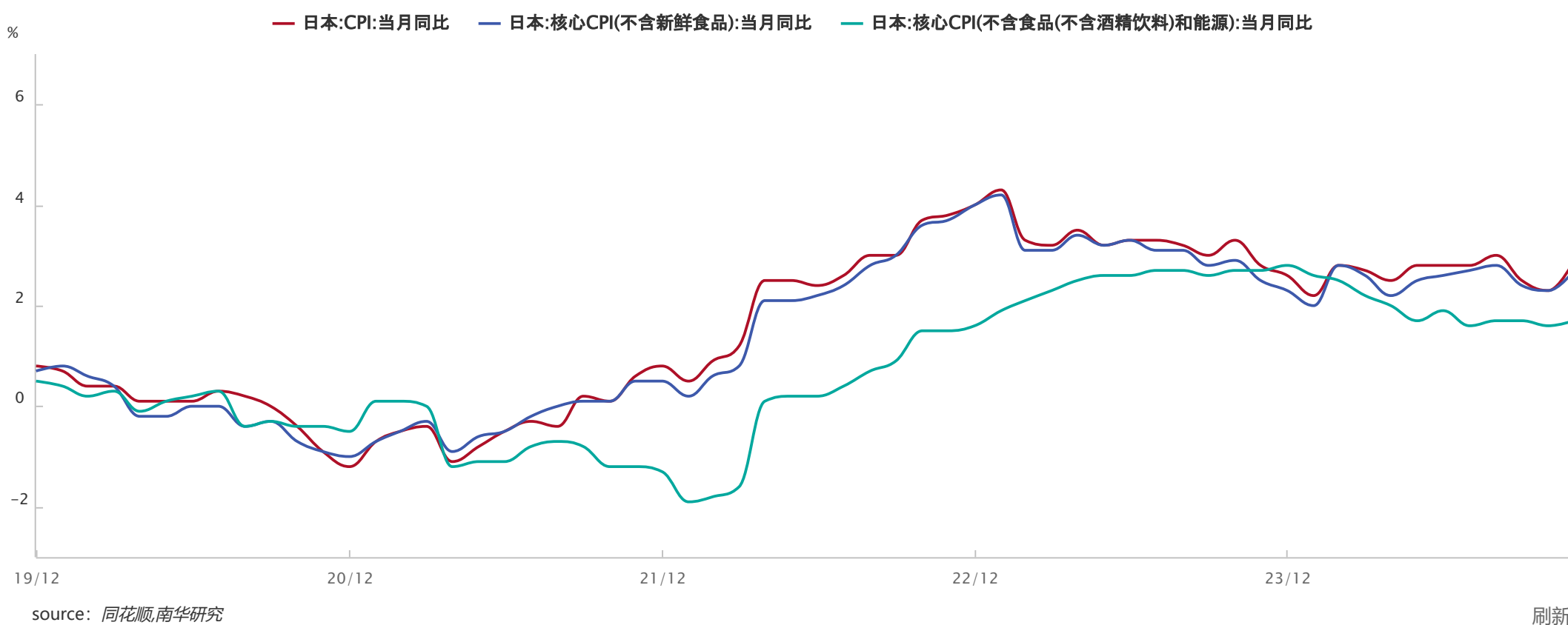
多数据来评估工资增长的趋势，并预计2025年3月和4月将是工资趋势更加明朗化的时期。**三是、日本央行在制定货币政策时面临两难困境**，一方面是汇率贬值与通胀上升的风险，另一方面是涨薪与涨价正循环尚未确定。

2、本次会议有何看点？

本次议息会议及会后新闻发布会重点如下：

- 1) 对当前日本经济增长与通胀情况的评估维持了其先前的论断，认为经济增长已超越潜在水平，而核心通胀或将持续上行。
- 2) 植田和男的整体发言呈现出温和偏鸽派的立场，并未如市场所预期的那样对2025年1月会议加息给出明确的肯定性答复。相反，他表达了对加息步伐的审慎态度，强调将根据实际情况灵活调整政策。在此立场下，日本薪资增长水平被确定为未来货币政策决策的关键参考因素。
- 3) 尽管行长植田和男重申了将依据数据情况推进利率上调的立场，但重点强调了对日本当前工资增长趋势及即将上任的特朗普政府政策的担忧。

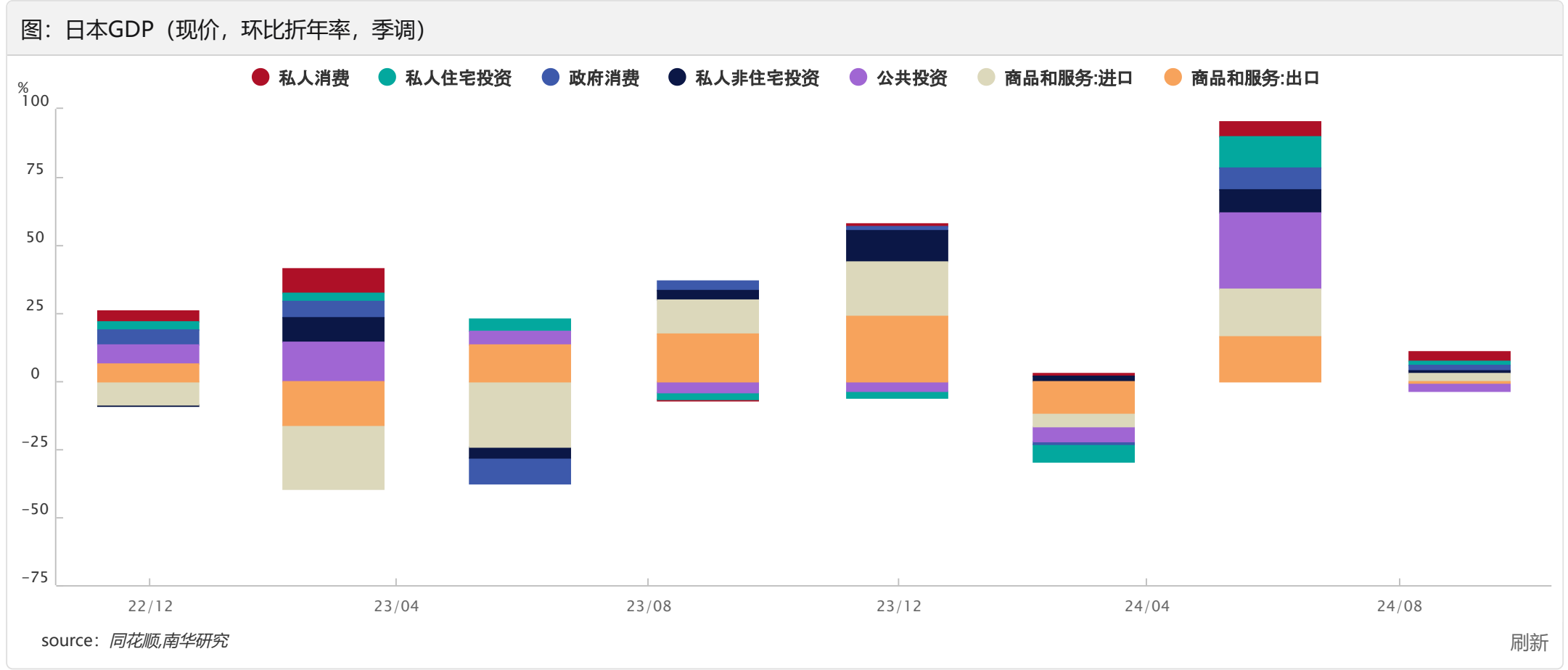
图：日本CPI与核心CPI同比情况



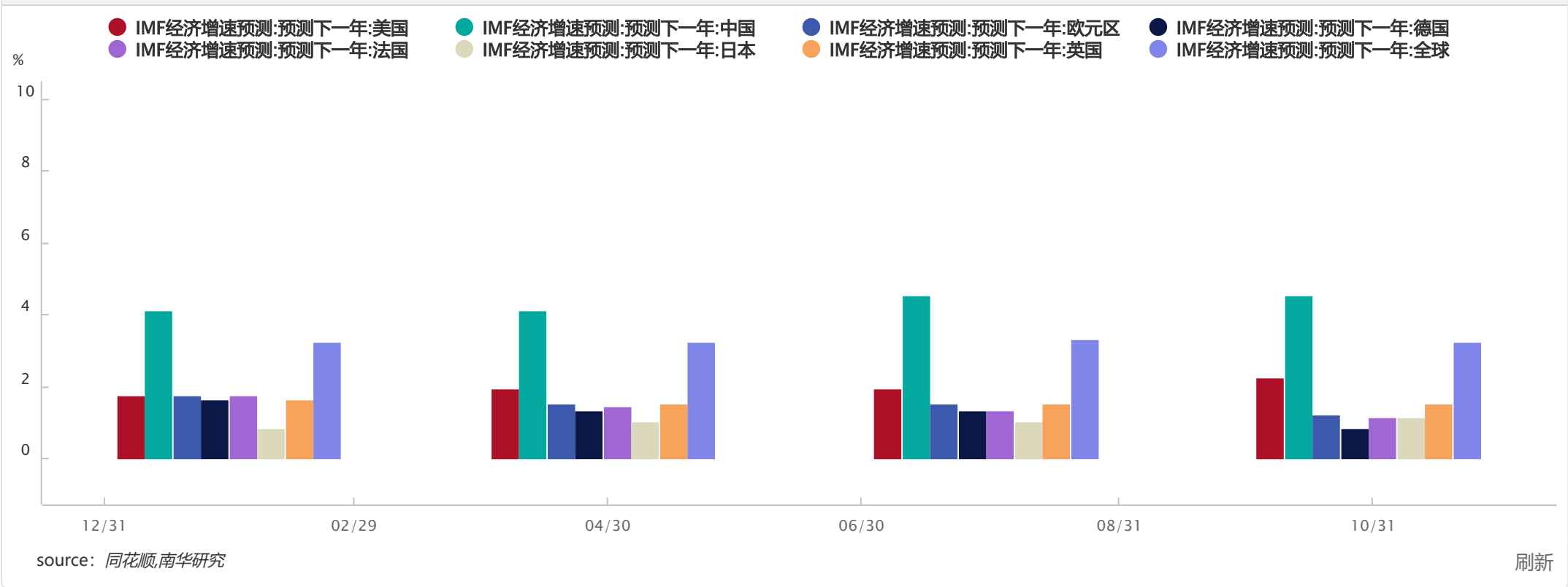
展望后市，整体而言，我们预计日本的工资与通胀之间的正向循环有望在来年得到持续，日本央行或将在明年3月再次开启加息，年内加息次数或为2次，贸易和金融市场风险令日本央行在货币政策操作方式上更加审慎。具体分析如下：

1) 为推进货币政策的正常化进程，日本银行有必要继续实施加息策略。根据国际货币基金组织（IMF）的最新预测报告，2025年全球经济增长率预计将达到3.2%。具体到各国，美国的经济增长率预计为2.22%，相较于之前的预测值1.9%有所上调，欧元区预计增长率为1.2%，较之前的预测值1.5%有所下调。在欧元区内部，德国的增长率预计为0.8%，低于之前的预测值1.3%，法国预计增长率为1.1%，略低于之前的预测值1.3%，而日本预计增长率为1.1%，略高于之前的预测值1%。英国的增长率预计为1.5%，与之前的预测持平，中国的增长率预计为4.5%，同样与之前的预测持平。总体而言，2025年全球经济增长率可能与2024年大致相同，多数国家的经济增长率预计也将与2024年持平，包括中国和英国等。日本核心CPI在2025年或有

望维持在2%以上，这为日本央行提供了进一步推进货币政策正常化、渐进提升政策利率的基础。而本次议息会议上，日本央行会议还公布了对过去10年宽松货币政策的“多角度回顾”的结果，这标志着日本央行在多年实施量化宽松政策后，正积极探索货币政策的正常化路径，为未来日本央行加息打下了一定的理论基础。



图：IMF预测的全球及各主要国家2025年经济增速情况

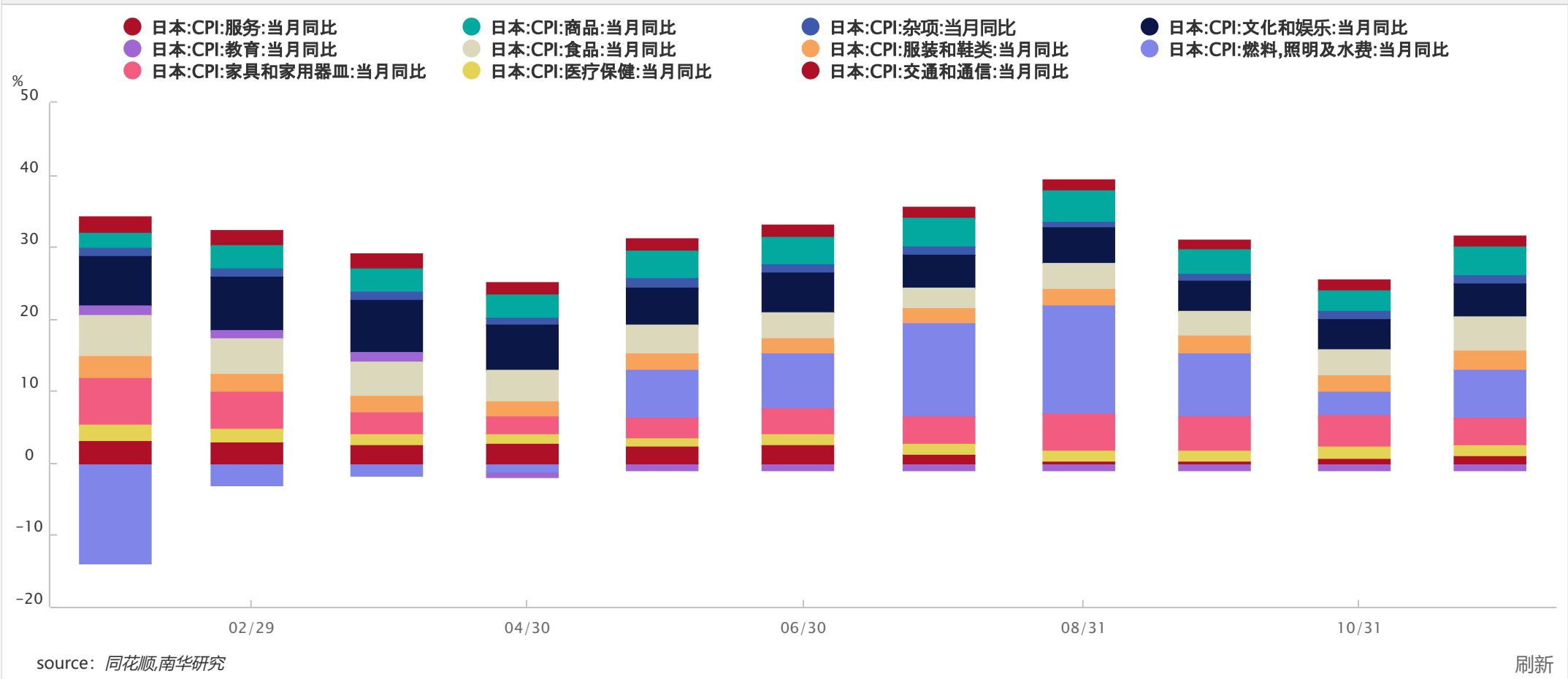


- 2) 特朗普政府的政策框架需待其于2025年1月正式就职后方能初步揭示大致轮廓。在此之前，市场参与者和政策分析师将无法获得足够的信息来对新政府的政策方向和潜在影响进行全面评估。因此，特朗普政府的具体政策措施及其对国内外经济和金融市场的长远影响，仍将是未来一段时间内不确定性的主要来源。
- 3) 行长植田和男反复提及了特朗普政策的不确定性，以及下一次日本央行的政策会议将在特朗普就职后的第四天召开。基于这些考量，我们推断植田和男在2025年1月份采取加息行动的概率不高。然而，鉴于植田和男指出“汇率与物价之间的联系正在加强”，因此，若日元出现快速贬值，超出140至157这一我们假定的日本央行认为的适宜的日元兑美元汇率区间，我们不排除其将在2025年加快加息的步伐。

图：美元兑日元走势



图：日本CPI同比拆解



免责声明

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，本报告所载资料、意见及推测仅反映在本报告载明的日期的判断，期货市场存在潜在市场变化及交易风险，本报告观点可能随时根据该等变化及风险产生变化。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不应作为您进行相关交易的依据。本公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

本公司的销售人员或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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、涉及相应业务内容的子公司可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

未经本公司允许，不得以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。经过本公司同意的转发应遵循原文本意并注明出处“南华期货股份有限公司”。未经授权的转载本公司不承担任何责任。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

南华研究院投资咨询业务资格：证监许可【2011】1290号
南华宏观外汇团队
周骥 投资咨询证号：Z0017101

公司总部地址：浙江省杭州市上城区富春路136号横店大厦
邮编：310008
全国统一客服热线：400 8888 910
网址：www.nanhua.net
股票简称：南华期货
股票代码：603093

Bigger mind, Bigger fortune
智慧创造财富