

2024年03月21日

## 美联储表态偏鸽，首次降息或将在年中开启

宏观研究团队

——3月FOMC会议点评

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

潘纬桢（联系人）

panweizhen@kysec.cn

证书编号：S0790122110044

事件：美联储于北京时间3月21日凌晨2点发布3月FOMC会议声明，宣布保持利率水平不变。

### ● 声明及发布会要点

1. 美联储宣布保持利率水平不变，缩表将继续按2022年5月计划有序进行。
2. 美联储对美国经济看法没有改变。在声明中，美联储的措辞同1月份相比几乎没有变化，即认为美国经济在稳步扩张，就业增长依然强劲，但删去了具体的时间区间表述，失业率也保持在较低水平。通胀方面，过去一年有所缓和，但仍处于高位。显示当前美联储对整体货币政策的经济环境及目标的看法均未变。
3. 美联储在此次会议上**上调2024年经济增长预测、核心PCE预测**，PCE预测维持不变，**下调失业率预测**。点阵图显示2024年预计将降息至4.5%-4.75%，与2023年12月会议保持一致，但支持降息3次的人数更多。
4. 发布会上，鲍威尔表态较为中性鸽派，后续联储或仍需要更多的时间来对降息时点进行判断。在发言稿以及问答中，美联储主席鲍威尔表示通胀水平取得了实质性放缓，而劳动力市场则保持强劲。已经达到利率水平的顶点，**今年的某个时点降息是合适的**。若劳动力市场出现超预期走弱，货币政策将会及时应对。去通胀进程将会较为颠簸，但仍在持续。后续的缩表方面，在本次会议上讨论了放缓缩表速度的问题，但还没有做出任何的决定，但普遍认为即将很快放缓缩表节奏是合适的。

### ● 美联储2024年大概率降息，首次降息时点或在年中

1. **去通胀进程仍在持续，泰勒规则下，当前利率水平或已偏高**。从本次会议的表态来看，美联储认为美国去通胀进程整体还在持续，从更能体现通胀趋势的PCE中值数据来看，美国通胀水平确实仍在趋势性回落中，结合前期美联储官员们的表态来看，其更为关注通胀水平变动的趋势。从泰勒规则来看，当前美国的利率水平也已经偏高。这意味着美联储需要降息，才能更加的符合当前经济形势。
2. **美联储首次降息或在年中，但中长期利率水平或更高**。从当前的情况来看，美联储首次降息时点或在年中。一则彼时美国的通胀、就业数据变动的趋势会更加明显；二则彼时美联储对引导经济软着陆的诉求亦会提升。基准情形下，我们维持6月份进行第一次降息的判断。但需要注意的是，从中长期的角度来看，整体的利率水平或更高。

### ● 市场短期风险偏好将会有所提振

发布会后，市场反应较为积极。美股方面，在发布会后，美股快速上涨，最终道琼斯指数上涨1.03%，纳斯达克指数上涨1.25%；美债方面，发布会后10年期美债收益率波动幅度相对较少；美元方面，发布会后快速下降；黄金则迎来一定幅度上涨。我们认为随着美联储短期内态度偏鸽，市场短期风险偏好将会有所提振。

● **风险提示：**国际局势紧张引发通胀超预期，美国经济超预期衰退。

### 相关研究报告

《设备更新贡献制造业投资 2.8 个百分点—兼评 2 月经济数据》-2024.3.19

《生产需求延续弱修复—宏观周报》-2024.3.17

《2024 年政策观察——一文速览两会重要信息—宏观经济点评》-2024.3.16

## 目 录

1、 声明及发布会要点 .....	3
1.1、 利率水平保持不变，对美国经济看法仍然较为乐观.....	3
1.2、 经济预测上调通胀预测，点阵图显示 2024 有 3 次降息.....	3
1.3、 发布会上，鲍威尔表态较为中性偏鸽.....	4
2、 美联储 2024 年大概率降息，首次降息时点或在年中 .....	5
2.1、 去通胀进程仍在持续，泰勒规则下，当前利率水平或已偏高.....	5
2.2、 美联储首次降息或在年中，但中长期利率水平或更高.....	6
3、 市场风险偏好短期或将有所提振 .....	7
4、 风险提示 .....	8

## 图表目录

图 1： 12 月点阵图显示会降息 3-4 次 .....	4
图 2： 3 月点阵图显示加息已经结束 .....	4
图 3： 美国去通胀进程仍在持续中 .....	6
图 4： 泰勒规则下，美国利率水平已经偏高.....	6
图 5： 美国实际利率水平仍在提升 .....	6
图 6： 美国长期通胀预期未再下降 .....	6
图 7： 美股录得较大涨幅 .....	7
图 8： 10 年期美债收益率下降 .....	7
图 9： 美元指数下降 .....	7
图 10： 黄金价格上行 .....	7
图 11： CME 期货显示 6 月大概率降息.....	8
表 1： 美联储 3 月决议内容相较于 1 月几乎没有改变.....	3
表 2： 美联储上调 2024 年经济增长预测 (%) .....	4

**事件：**美联储于北京时间3月21日凌晨2点发布3月FOMC会议声明，宣布保持利率水平不变。

## 1、声明及发布会要点

### 1.1、利率水平保持不变，对美国经济看法仍然较为乐观

美联储在此次会议上宣布保持利率水平在5.25%-5.5%区间。缩表方面，将继续按照2022年5月份会议上发布的《缩减美联储资产负债表规模的计划》来有序缩减持有国债及MBS。

在声明中，美联储的措辞同1月份相比几乎没有变化，即认为美国经济在稳步扩张，就业增长依然强劲，但删去了具体的时间区间表述，失业率也保持在较低水平。通胀方面，过去一年有所缓和，但仍处于高位。显示当前美联储对整体货币政策的经济环境及目标的看法均未变。

**表1：美联储3月决议内容相较于1月几乎没有改变**

声明要点	1月会议表述	3月会议表述
<b>美国经济</b>	最近的指标表明，经济活动一直在稳步扩张(at a solid pace)。	最近的指标表明，经济活动一直在稳步扩张(at a solid pace)。
<b>就业与通胀</b>	自去年初以来，就业增长有所放缓，但仍保持强劲，失业率也保持在较低水平。过去一年通胀有所放缓，但仍处于高位。	就业增长依然强劲，失业率也保持在较低水平。过去一年通胀有所放缓，但仍处于高位。
<b>银行业风险/货币政策目标</b>	委员会力求在长期内实现最大就业和2%的通货膨胀率。委员会判断，实现就业和通胀目标的风险正在趋向更好的平衡。经济前景不明朗，委员会仍高度关注通胀风险。	委员会力求在长期内实现最大就业和2%的通货膨胀率。委员会判断，实现就业和通胀目标的风险正在趋向更好的平衡。经济前景不明朗，委员会仍高度关注通胀风险。
<b>货币政策行动</b>	为了支持其目标，委员会决定将联邦基金利率的目标范围维持在5.25%至5.5%。在考虑对联邦基金利率目标范围的任何调整时，委员会将仔细评估后续数据、不断变化的前景和风险平衡。委员会预计，在对通胀持续向2%迈进更有信心之前，不宜降低目标范围。此外，委员会将继续减少其持有的国债、机构债务和机构抵押贷款支持证券，如其先前宣布的计划所述。委员会坚定致力于将通货膨胀率恢复到2%的目标。	为了支持其目标，委员会决定将联邦基金利率的目标范围维持在5.25%至5.5%。在考虑对联邦基金利率目标范围的任何调整时，委员会将仔细评估后续数据、不断变化的前景和风险平衡。委员会预计，在对通胀持续向2%迈进更有信心之前，不宜降低目标范围。此外，委员会将继续减少其持有的国债、机构债务和机构抵押贷款支持证券，如其先前宣布的计划所述。委员会坚定致力于将通货膨胀率恢复到2%的目标。
<b>货币政策立场</b>	将继续监测即将发布的信息对经济前景的影响，包括公共卫生、劳动力市场状况、通胀压力和通胀预期以及金融和国际形势等信息，同时如果出现可能阻碍相关货币政策目标实现，将会准备适当调整货币政策立场。	将继续监测即将发布的信息对经济前景的影响，包括公共卫生、劳动力市场状况、通胀压力和通胀预期以及金融和国际形势等信息，同时如果出现可能阻碍相关货币政策目标实现，将会准备适当调整货币政策立场。

资料来源：美联储、开源证券研究所

### 1.2、经济预测上调通胀预测，点阵图显示2024有3次降息

美联储在此次会议上调2024年经济增长预测、核心PCE预测，PCE预测维持不变，下调失业率预测。点阵图显示2024年预计将降息至4.5%-4.75%，与2023年12月会议维持一致，但支持降息3次的人数更多。

经济预测方面，美联储上调2024年经济增长和通胀预测，下调失业率预测。与2023年12月份相比，本次美联储将2024年GDP增速预测由1.4%上调至2.1%，2025年亦有上调；下调失业率预测，2023年12月份预测2024年失业率为4.1%，3月预

测下调 0.1 个百分点至 4.0%；上调通胀水平预测，其中 2024 年 PCE 维持 2023 年 12 月的 2.4% 不变，但核心 PCE 则从 2.4% 上调至 2.6%。2024 年联邦基金利率中值保持 2023 年 12 月份预测的 4.6% 不变。

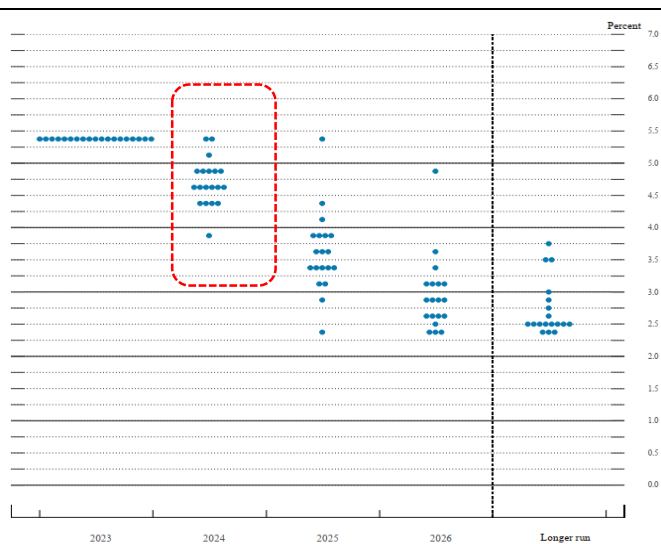
点阵图方面，此次点阵图相较于 2023 年 12 月份变化相对不大，即均认为 2024 年会有 3 次降息，2024 年底利率水平将会在 4.5%-4.75% 区间。但从具体的人数上来看，更多的委员（10 位）赞同进行 3 次降息。

表2：美联储上调 2024 年经济增长预测（%）

预测指标	预测年份	2023.09 预测值	2023.12 预测值	2024.03 预测值
GDP 增速	2024	1.5	1.4	2.1
	2025	1.8	1.8	2.0
	2026	1.8	1.9	2.0
失业率	2024	4.1	4.1	4.0
	2025	4.1	4.1	4.1
	2026	4.0	4.1	4.0
PCE	2024	2.5	2.4	2.4
	2025	2.2	2.1	2.2
	2026	2.0	2.0	2.0
核心 PCE	2024	2.6	2.4	2.6
	2025	2.3	2.2	2.2
	2026	2.0	2.0	2.0
联邦基金利率	2024	5.1	4.6	4.6
	2025	3.9	3.6	3.9
	2026	2.9	2.9	3.1

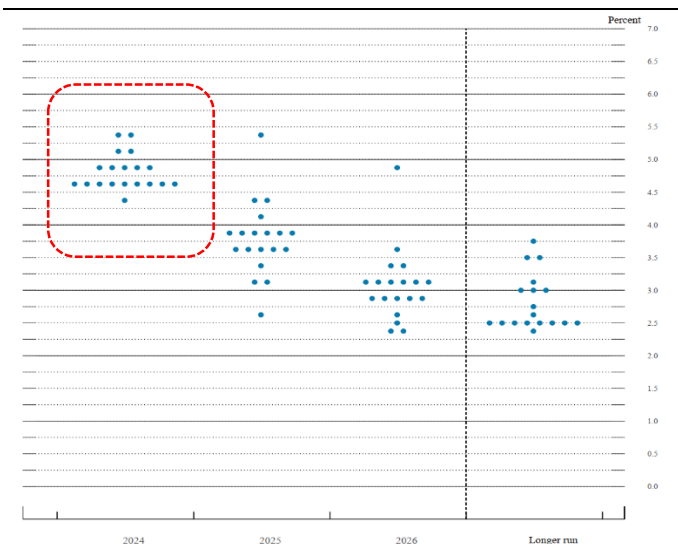
数据来源：美联储、开源证券研究所

图1：12月点阵图显示会降息3-4次



资料来源：美联储、开源证券研究所

图2：3月点阵图显示加息已经结束



资料来源：美联储、开源证券研究所

### 1.3、发布会上，鲍威尔表态较为中性偏鸽

从发布会上鲍威尔的发言和表态来看，整体表态中性偏鸽，后续联储或仍需要更多的时间来对降息时点进行确定。

(1) 后续的降息方面, 美联储主席鲍威尔表示通胀水平取得了实质性放缓(eased substantially), 而劳动力市场则保持强劲, 这是非常好的消息。当前限制性的货币政策已经对经济、通胀产生了向下的压力, 劳动力市场紧张程度的缓和、去通胀进程的持续(progress on inflation has continued), 对于实现就业和通胀目标的风险正在变得更加平衡(are moving into better balance)。委员会认为随着劳动力市场再平衡的延续, 对于通胀的向上支撑力将会减轻, 已经达到利率水平的顶点, **今年的某个时点降息是合适的**(it will likely be appropriate to begin dialing back policy restraint at some point this year), 并表示知道降息过早或者过迟, 将会对去通胀进程产生相反的结果(could result in a reversal of the progress), **若劳动力市场出现超预期走弱, 货币政策将会及时应对**(an unexpected weakening in the labor market could also warrant a policy response)。

(2) 关于通胀水平, 鲍威尔称通货膨胀虽然在过去一年显著放缓, 且长期通货膨胀预期仍然得到了较好的锚定。1、2 月份的通胀数据比预期的要高, 显示去通胀进程将会较为颠簸(disinflation path would be “bumpy”), 通胀的上行风险仍然存在, 但去通胀进程仍在持续。

(3) 后续的缩表方面, 在本次会议上讨论了放缓缩表速度的问题, 但还没有做出任何的决定, 但普遍认为即将很快放缓缩表节奏是合适的(it will be appropriate to slow the pace of runoff fairly soon), 但不意味着缩表进程将会缩水, 是为了更加逐步地接近最终水平(approach that ultimate level more gradually), 并且有助于减少货币市场受到压力的可能性。

## 2、 美联储 2024 年大概率降息, 首次降息时点或在年中

### 2.1、 去通胀进程仍在持续, 泰勒规则下, 当前利率水平或已偏高

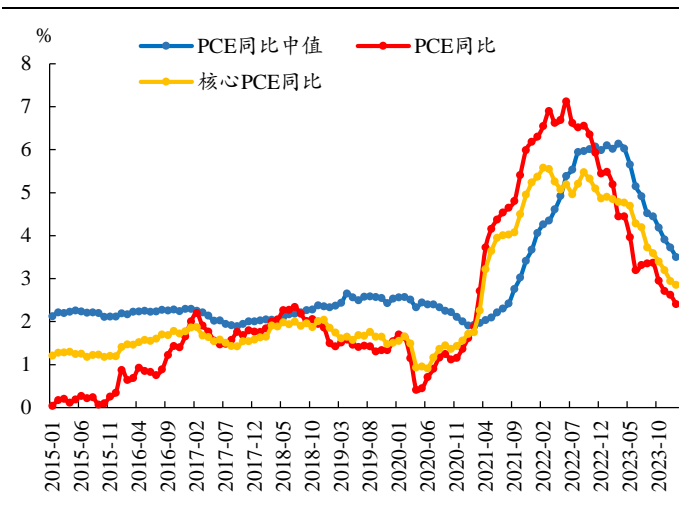
我们曾指出, 2 月的通胀数据显示美国去通胀进程存在着一定的“波动性”, 目前仍在“攻坚期”。美国去通胀进程整体还在持续, 其问题在于本轮去通胀所需时间可能较长, 且后续货币政策对通胀水平的影响亦需要密切注意。(详见《通胀水平略有反弹, 但对 2024 降息时点影响或有限—美国 2 月 CPI 点评》) 从本次会议的表态来看, 美联储对通胀水平的变化亦持有相同看法, 从更能体现通胀趋势的 PCE 中值数据来看, **美国通胀水平确实仍在趋势性回落中, 且核心 PCE 亦未出现反弹**。结合前期美联储官员们的表态来看, 其更为关注通胀水平变动的趋势, 而非单月的通胀数据。

此外, 从泰勒规则来看, 当前美国的利率水平也已经偏高。美联储理事沃勒(Chris Waller) 曾经对美联储本轮货币紧缩政策进行了简单回顾<sup>1</sup>, 其中一个关键的经验便是, 当相关条件满足时, 货币政策行动应该更加迅速。而从泰勒规则看, 无论是原始规则亦或是修正后的规则, 当前联邦基金实际利率均较理论值要高<sup>2</sup>, 这意味着美联储需要降息, 才能更加的符合当前经济形势。结合沃勒的回顾来看, 不难理解为何 2024 年美联储大概率将进行多次降息。

<sup>1</sup><https://www.federalreserve.gov/econres/notes/feds-notes/the-federal-reserves-responses-to-the-post-covid-period-of-high-inflation-20240214.html>

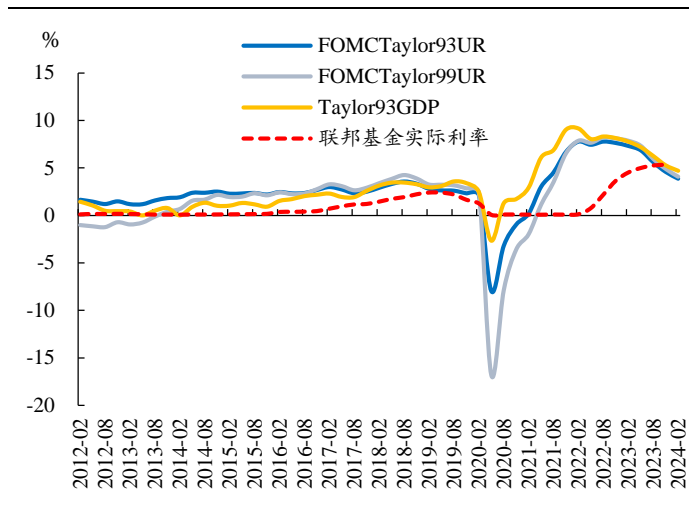
<sup>2</sup> 亚特兰大联储提供了各类泰勒规则下的联邦基金利率理论值, 详见 <https://www.atlantafed.org/cqer/research/taylor-rule#Tab1>

图3：美国去通胀进程仍在持续中



数据来源：亚特兰大联储、开源证券研究所

图4：泰勒规则下，美国利率水平已经偏高



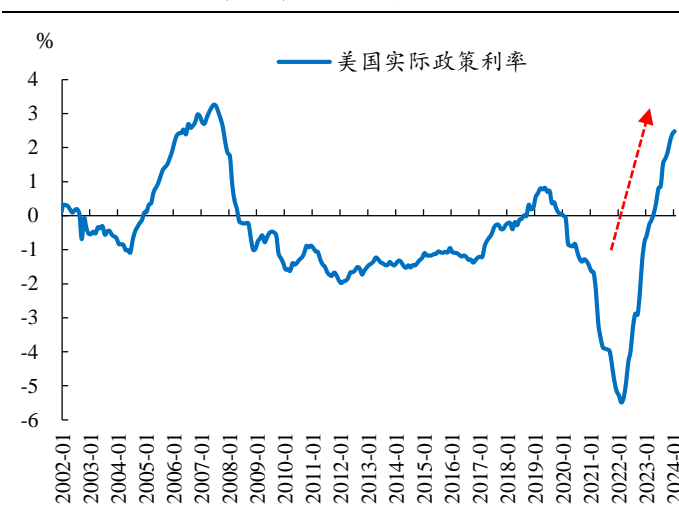
数据来源：亚特兰大联储、开源证券研究所

## 2.2、美联储首次降息或在年中，但中长期利率水平或更高

如何看待后续美联储的降息节奏？我们认为，从当前的情况来看，美联储首次降息时点或在年中。一、彼时美国的通胀、就业数据变动的趋势会更加明显，若去通胀趋势不出现逆转，美联储决策的难度将会降低；二、彼时美国实际政策利率将会进一步提升，对于经济的压力也将会增大，美联储对引导经济软着陆的诉求亦会提升。基准情形下，我们维持6月份进行第一次降息的判断。

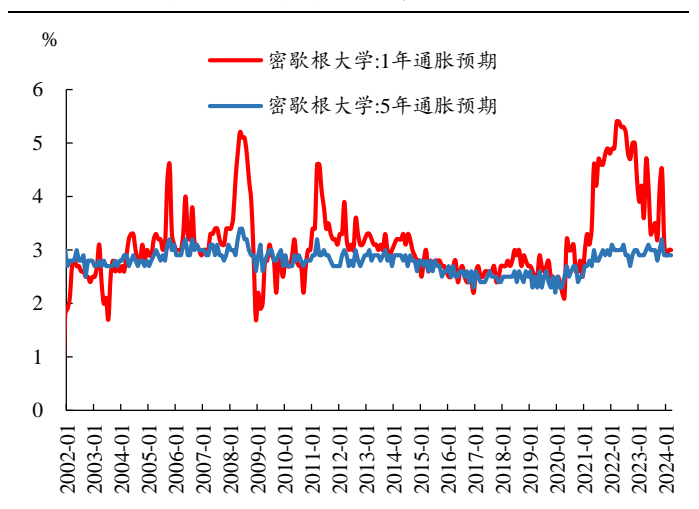
但我们需要注意的是，2024年美联储虽然可能会有3次降息，从中长期的角度来看，整体的利率水平或更高。从密歇根大学的5年通胀预期变化来看，已经连续4个月维持在2.9%的水平。因此2024年的降息虽然可以对美国经济形成支撑，并提升软着陆的概率，但这或也将扩大中长期通胀中枢提升的概率，因此美联储或将在较长的一段时间内维持一个相对高的利率水平。

图5：美国实际利率水平仍在提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：美国长期通胀预期未再下降

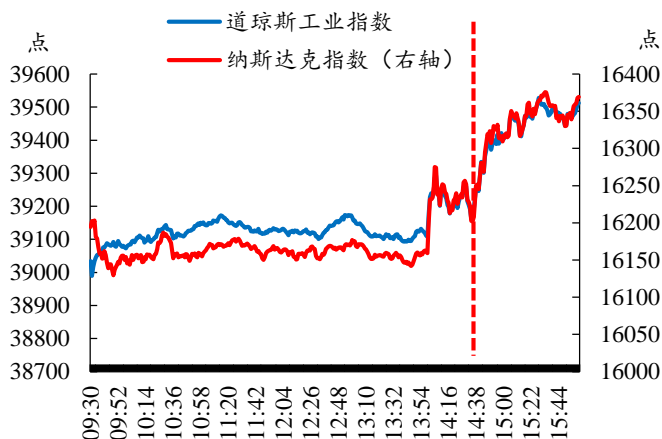


数据来源：Wind、开源证券研究所

### 3、市场风险偏好短期或将有所提振

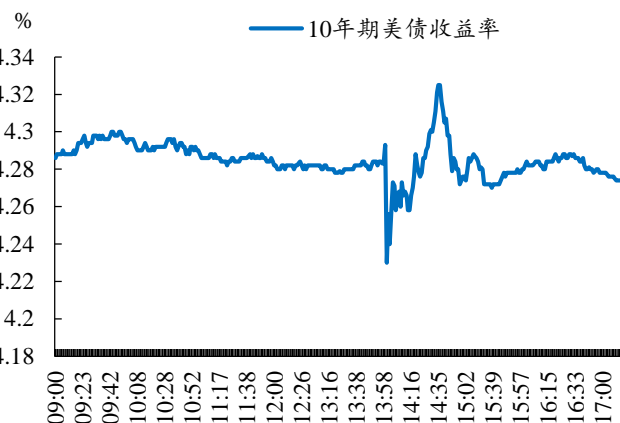
发布会后，市场反应较为积极。美股方面，在发布会后，美股快速上涨，最终道琼斯指数上涨 1.03%，纳斯达克指数上涨 1.25%；美债方面，发布会后 10 年期美债收益率波动幅度相对较少；美元方面，发布会后快速下降；黄金则迎来一定幅度上涨。我们认为随着美联储短期内态度偏鸽，市场短期风险偏好将会有所提振。CME 期货显示 6 月降息的概率为 70.8%。

图7：美股录得较大涨幅



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：10年期美债收益率下降



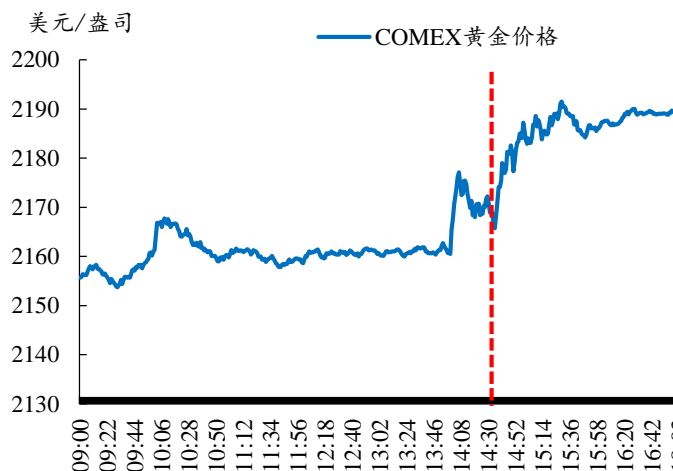
数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：美元指数下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：黄金价格上行



数据来源：Wind、开源证券研究所

**图11: CME 期货显示 6 月大概率降息**

CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES										
MEETING DATE	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/5/1					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	7.7%	92.3%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.8%	70.8%	23.4%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.9%	38.7%	46.8%	11.6%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.3%	31.2%	45.1%	19.0%	2.4%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.1%	16.5%	38.0%	32.3%	10.9%	1.2%
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	11.3%	30.8%	34.2%	18.1%	4.5%	0.4%
2025/1/29	0.0%	0.0%	0.4%	6.8%	22.5%	32.8%	24.9%	10.2%	2.1%	0.2%
2025/3/19	0.0%	0.2%	3.9%	15.2%	28.0%	28.6%	17.1%	5.9%	1.1%	0.1%
2025/4/30	0.1%	1.8%	8.8%	20.8%	28.2%	23.6%	12.2%	3.8%	0.6%	0.0%

资料来源: CME、开源证券研究所

#### 4、风险提示

国际局势紧张引发通胀超预期, 美国经济超预期衰退。



## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年11月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn