

警惕降息预期的“假摔”： 3月FOMC会议点评

事件：

3月21日，美联储公布3月议息会议结果，维持联邦基金利率5.25%-5.5%不变，符合市场预期。

投资要点：

利率决议维持不变，增量信息有限：美联储连续第五次会议维持现有利率不变，符合市场预期，利率决议的文本内容与1月基本类似，仅对就业市场的表述更积极，增量信息相对有限；

鲍威尔讲话继续强调年内开启降息是合适的，但首次降息需要谨慎对待，尤其是关注通胀和就业数据的走势：（1）强调在今年某个时刻降息是合适的，但首次降息具有重要影响，会谨慎对待；（2）重申美联储抗通胀的任务，1-2月数据并未提振信心；（3）缩表速度有望放缓；（4）就业市场仍强劲，但失业率可能边际上升；

经济预测对经济更乐观，点阵图维持年内降息75BP指引，但存在分歧，且降息终点水平抬升：（1）与12月相比，3月美联储SEP大幅上调2024年经济增速（1.4%→2.1%），2025-2026年经济增速同样略有上调，失业率和通胀预测的调整幅度相对较小；（2）点阵图维持2024年降息75BP指引不变，不少委员认可更少的降息幅度，而2025-2026年的利率指引略有提升，意味着本轮降息周期幅度和节奏上或低于此前市场预期；

市场解读偏鸽，美股大幅走强：（1）降息预期上，市场仍然预期美联储最早或6月开启降息，全年降息幅度75BP，幅度上与美联储指引相一致；（2）大类资产上，美股和黄金走强，美债利率和美元指数走弱，表明市场对3月会议的解读总体偏鸽；

往后看，美国二次通胀风险仍在，警惕降息预期的“假摔”，降息节奏不排除继续后移的可能性：（1）往后看，年内美联储降息仍是大概率事件，但二次通胀风险仍在，市场对6月开启降息或仍较为乐观，不排除继续推后的可能性；（2）大宗商品价格反扑、租金为核心的核心服务韧性叠加美股和房地产的财富效应，对美国CPI带来支撑，通胀下行速率放缓甚至有可能再度上扬；（3）对于大类资产而言，需警惕降息预期的假摔，降息并非一蹴而就，流动性宽松交易或阶段性面临挑战。年初以来美股、大宗商品不同程度受益于宽松交易，但若后续通胀下行低于预期，则前期过于乐观的流动性预期可能阶段性受阻。

风险提示：一是美国通胀下行偏慢；二是大宗商品价格上涨；三是海外市场大幅波动等。

团队成员

分析师 燕翔
执业证书编号：S0210523050003
邮箱：yx30128@hfzq.com.cn

分析师 许茹纯
执业证书编号：S0210523060005
邮箱：xrc30167@hfzq.com.cn

相关报告

- 1、《去通胀的“最后一英里”——美国2月CPI数据点评》—2024.03.13
- 2、《降息仍需等待：1月FOMC会议点评》—2024.02.01
- 3、《降息空间打开——12月FOMC议息会议点评》—2023.12.14



正文目录

1	利率决议维持不变，鲍威尔讲话重申年内或降息	3
2	经济预测：对经济更乐观，维持年内降息 75BP 指引	4
3	市场解读偏鸽，美股大幅走强	5
4	美国二次通胀风险仍在，警惕降息预期的“假摔”	6
5	风险提示	8

图表目录

图表 1：3 月和 1 月议息会议利率决议文本对比	3
图表 2：美联储官员经济预测中位数	4
图表 3：FOMC 会议点阵图（2024.03）	5
图表 4：FOMC 会议点阵图（2023.12）	5
图表 5：市场预期美联储最早或 6 月开启降息、全年降息幅度 75BP	5
图表 6：美国 CPI 有望继续下探但保持在 2% 以上	6
图表 7：2 月油价上行带动能源项环比大幅转正	7
图表 8：2024H2 美国 CPI 住宅同比或二次回升	7
图表 9：历次降息前后各项经济数据持续降温，PMI、非农和工业生产最为明显	7

1 利率决议维持不变，鲍威尔讲话重申年内或降息

利率决议维持利率不变、符合市场预期，文本内容基本与1月类似，增量信息有限：（1）**利率**：3月决议维持联邦基金利率 5.25%-5.5% 不变，连续五次会议不加息，符合市场预期。继续强调“实现其就业和通胀目标的风险正在更好地平衡”、“在通胀接近 2% 的信心增强之前，降息是不合适的”；（2）**购债**：继续重申缩表按计划进行；（3）**经济**：与1月表述类似，对经济表态偏积极，强调实现就业和通胀目标的风险正在趋向更好的平衡，但也提到“经济前景不明朗”。对失业率表述由“就业增长有所放缓，但仍强劲，失业率维持低位”改为“就业增长保持强劲”，其余表述不变，总体更偏积极；（4）**通胀**：继续重申抗通胀目标，强调通胀在过去一年已有所缓和，但也重申“通胀依然高企”，“委员会高度关注通胀风险，坚定致力于让通胀回到 2% 的目标”。

图表 1：3 月和 1 月议息会议利率决议文本对比

	3 月 FOMC 声明	1 月 FOMC 声明
利率	维持利率 5.25%-5.5% 不变。在考虑对联邦基金利率目标区间的任何调整时，委员会将仔细评估即将到来的数据、不断变化的前景和风险平衡。在通胀接近 2% 的信心增强之前，降息是不合适的。	维持利率 5.25%-5.5% 不变。在考虑对联邦基金利率目标区间的任何调整时，委员会将仔细评估即将到来的数据、不断变化的前景和风险平衡。在通胀接近 2% 的信心增强之前，降息是不合适的。
购债	根据此前的锁表计划，继续减少国债、机构债和机构 MBS 持有量	根据此前的缩表计划，继续减少国债、机构债和机构 MBS 持有量
经济	最近的指标表明，经济活动一直在稳步扩张。 就业增长保持强劲 ，失业率维持低位。经济前景不明朗。实现其就业和通胀目标的风险正在更好地平衡。	最近的指标表明，经济活动一直在稳步扩张。自今年早些时候以来， 就业增长有所放缓，但仍强劲 ，失业率维持低位。经济前景不明朗。实现其就业和通胀目标的风险正在更好地平衡。
通胀	通胀在过去一年有所缓和，但依然高企。委员会高度关注通胀风险，坚定致力于让通胀回到 2% 的目标	通胀在过去一年有所缓和，但依然高企。委员会高度关注通胀风险，坚定致力于让通胀回到 2% 的目标

来源：美联储、华福证券研究所；标红为新增或修改部分

鲍威尔讲话继续强调年内开启降息是合适的，但首次降息需要谨慎对待，尤其是关注通胀和就业数据的走势：（1）**强调在今年某个时刻降息是合适的，但首次降息具有重要影响，会谨慎对待**：美联储的政策利率可能已达到峰值，在今年某个时候开始放松货币政策是合适的。如有需要，利率将维持在高水平更长时间；但如果劳动力市场意外疲软，也可能需要采取应对措施。首次降息具有重大影响，“我们会谨慎地对待这个问题，并让数据说话；（2）**重申美联储抗通胀的任务**：“1 月和 2 月数据确实没有提振央行对通胀的信心，我们预计可能在今年上半年看到稍微更强的通胀”；（3）**锁表速度有望减缓**：官员们已在本次会议上讨论了放缓缩减的可能性，普遍观点是很快会减缓缩表的步伐；（4）**就业市场仍强劲，但失业率可能边际上升**：“我们正见证强劲的劳动力市场，极端不平衡问题大多已得到解决，也没有出现裂痕”。“我们确实预计失业率将上升，正在密切关注裁员情况”。

2 经济预测：对经济更乐观，维持年内降息 75BP 指引

与 12 月相比，3 月美联储 SEP 大幅上调 2024 年经济增速，通胀预期下滑速度则放慢：**(1) 实际 GDP 增速**：对 2024 年预期较 12 月大幅上调（1.4%→2.1%），对 2025 年预期（1.8%→2.0%）、2016 年预期（1.9%→2.0%），意味着美联储对美国经济形势判断更为乐观；**(2) 失业率**：2024 年失业率中枢由 12 月的 4.1% 降至 4.0%，但幅度较小，而 2 月美国失业率已上升至 3.9%，意味着美联储认为后续失业率上行压力仍相对较小；**(3) 通胀**：2024 年的 PCE 预测维持不变（2.4%），与 1 月实际数据保持一致，2025 年预测略有上调（2.1%→2.2%）；核心 PCE 预测由 12 月的 2.4% 升至 2.6%，意味着在美联储眼中，在经济韧性仍较强的背景下，2024 年通胀或很难接近 2% 目标；**(4) 联邦基金利率**：对 2024 年预期维持 4.6% 不变。

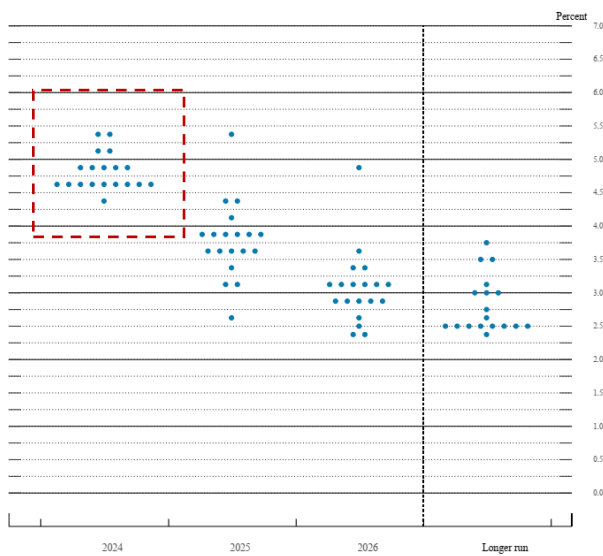
图表 2：美联储官员经济预测中位数

指标 (%)	预测时点	2024	2025	2026	长期
实际 GDP 增速	2024.03	2.1	2.0	2.0	1.8
	2023.12	1.4	1.8	1.9	1.8
失业率	2024.03	4.0	4.1	4.0	4.1
	2023.12	4.1	4.1	4.1	4.1
PCE	2024.03	2.4	2.2	2.0	2.0
	2023.12	2.4	2.1	2.0	2.0
核心 PCE	2024.03	2.6	2.2	2.0	-
	2023.12	2.4	2.2	2.0	-
联邦基金利率	2024.03	4.6	3.9	3.1	2.6
	2023.12	4.6	3.6	2.9	2.5

来源：美联储、华福证券研究所

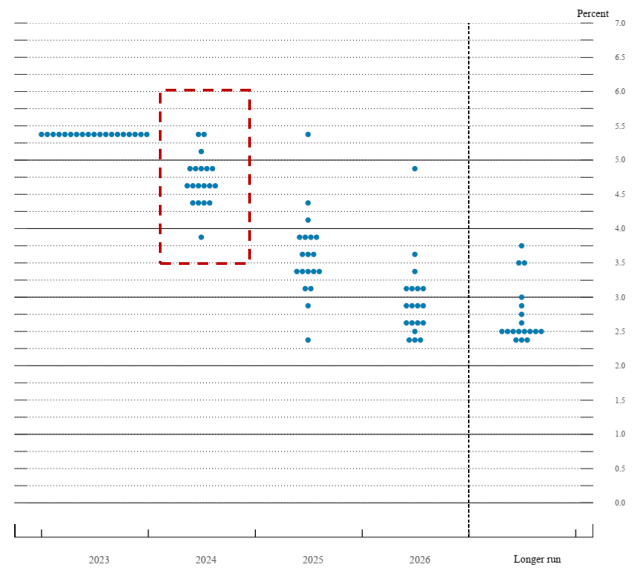
3 月点阵图维持 2024 年降息 75BP 指引不变，但内部有一定分歧，不少委员认可更少的降息幅度，而 2025-2026 年的利率指引略有提升，意味着本轮降息周期幅度和节奏上或低于此前市场预期：**(1)** 3 月点阵图显示，FOMC 委员对 2024 年降息预期的中位数（9 票）仍维持在 75BP，但同样有 9 票认同加息幅度小于 75BP，说明美联储内部仍然有一定分歧，尤其是在美国经济韧性仍较强、通胀离 2% 目标仍有一定距离，不排除后续加息少于 75BP、加息时点继续后移可能性；**(2)** 对 2025-2026 年政策利率指引分别由 3.6%、2.9% 上升至 3.9%、3.1%，长期均衡利率也由 2.5% 略微升至 2.6%，意味着本轮降息周期在幅度和节奏上或低于此前市场预期。

图表 3: FOMC 会议点阵图 (2024.03)



来源: 美联储、华福证券研究所

图表 4: FOMC 会议点阵图 (2023.12)



来源: 美联储、华福证券研究所

3 市场解读偏鸽, 美股大幅走强

市场对会议结果解读总体偏鸽, 美股和黄金走强, 美债和美元走弱。降息预期上, 根据 CME 利率期货数据, 市场仍然预期美联储最早或 6 月开启降息, 全年降息幅度 75BP, 幅度上与美联储指引相一致。大类资产上, 10 年期美债下行 2.4BP 至 4.27%, 三大股指道琼斯、纳斯达克、标普 500 分别上涨 1.03%、1.25%、0.89%, 美元指数下跌 0.4% 至 103.4, 黄金再度走高, COMEX 黄金上涨近 1.5%, 再度逼近 2200 美元/盎司大关。

图表 5: 市场预期美联储最早或 6 月开启降息、全年降息幅度 75BP

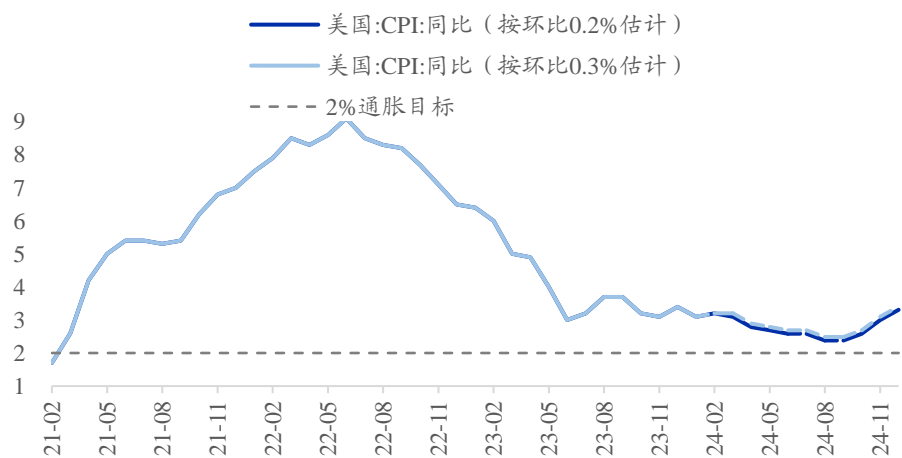
CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES										
MEETING DATE	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/5/1					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	10.5%	89.5%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	7.5%	67.3%	25.2%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.8%	37.8%	46.0%	12.4%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.0%	30.7%	44.3%	19.5%	2.6%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.5%	17.1%	37.6%	31.7%	10.9%	1.3%
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.0%	1.1%	12.3%	31.2%	33.5%	17.3%	4.3%	0.4%
2025/1/29	0.0%	0.0%	0.6%	7.0%	22.3%	32.4%	24.9%	10.4%	2.2%	0.2%
2025/3/19	0.0%	0.3%	4.1%	15.4%	27.8%	28.3%	17.0%	5.9%	1.1%	0.1%
2025/4/30	0.1%	1.9%	8.8%	20.5%	28.0%	23.6%	12.4%	3.9%	0.7%	0.0%

来源: CME FedWatch、华福证券研究所

4 美国二次通胀风险仍在，警惕降息预期的“假摔”

基于美联储指引以及美国经济温和回落的判断，年内美联储降息仍是大事件，但二次通胀风险仍在，市场对6月开启降息或仍较为乐观，不排除继续推后的可能性。对于美联储而言，去通胀的“最后一英里”仍然充满挑战。在美国经济韧性较强，大规模的经济和金融风险事件尚未看到的背景下，去通胀仍是其核心要义。但往后看，无论是按0.3%还是0.2%的环比假设计算，后续美国CPI大概率继续回落，到8月降至2.4%-2.5%区间，离美联储2%目标尚有一定距离，且不排除有反弹风险。

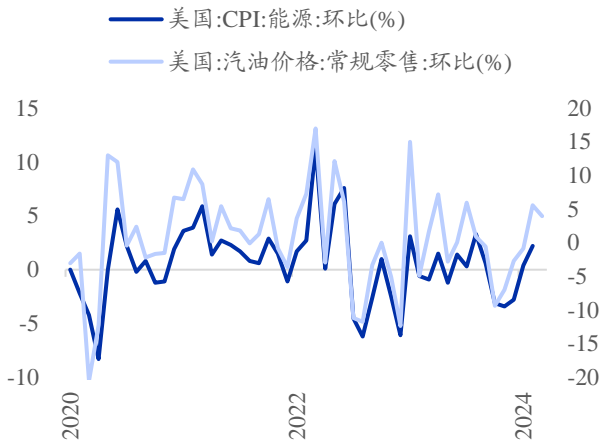
图表 6：美国 CPI 有望继续下探但保持在 2% 以上



来源：Wind、华福证券研究所

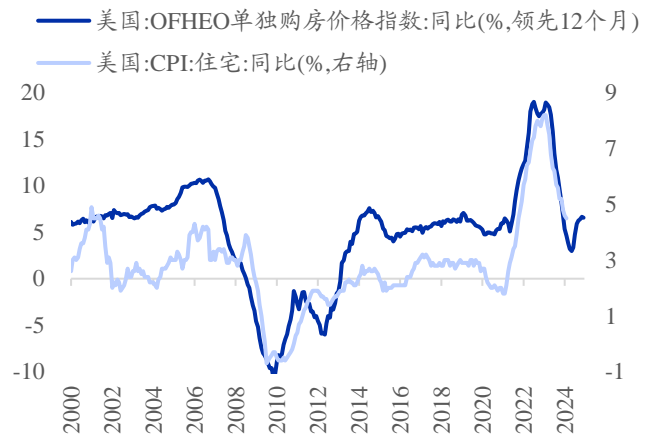
大宗商品价格反扑、租金为核心的核心服务韧性叠加美股和房地产的财富效应，对美国CPI带来支撑，通胀下行速率放缓甚至不排除上扬可能性：（1）大宗商品价格或保持韧性，增加美国输入性通胀压力：2023年以来在降息预期+供给侧扰动带动下，大宗商品价格再度上行，年初至今布油再度回至85美元以上、累计上涨11.8%，铜价逼近9000关口、累计涨幅5%。体现在CPI数据中，2月CPI环比中能源项大幅反弹（-0.9%→2.3%），是其环比回升最主要贡献。往后看，在欧佩克国家减产、铜矿企业削减资本开支等供给侧扰动下，大宗商品价格或保持韧性，对美国CPI带来提振；（2）租金为核心的核心服务项在2024H2有触底回升趋势：从历史数据看，房价对CPI中住宅项约领先一年左右，2023H2美国房价同比再度提升，意味着2024H2CPI住宅项或二次回升，而后者占美国CPI比重为45%，或导致美国CPI二次通胀风险抬升；（3）美股和房地产积累较大涨幅，财富效应对内需带来提振，使得核心通胀难以迅速回落：截至3月20日，年初以来道琼斯、纳斯达克、标普500分别上涨4.8%、9.1%、9.5%，而房价在2023年上涨5.6%，2024年在供需紧平衡背景下也大概率维持上涨态势。而从美国居民资产负债表看，截至23Q4，股票和房地产合计占比约52%，股价和房价的上涨，能够有效发挥财富效应，对居民消费在内的内需提供安全垫效应，核心通胀难以迅速回落。

图表 7：2 月油价上行带动能源项环比大幅转正



来源：Wind、华福证券研究所

图表 8：2024H2 美国 CPI 住宅同比或二次回升



来源：Wind、华福证券研究所

但从历史经验看，对于美联储而言，经济有明显冷却迹象时可能会降息，不需要等到通胀实质性接近2%。1981年以来美联储8轮降息开启的节点，美国经济已处于持续下行中，非农就业、PMI降幅明显，通胀短期或仍在相对高位。因此美联储不需要等到通胀降到2%才开始降息，但需要看到经济有明显冷却迹象，尤其是PMI、非农就业等大幅度转冷。通胀并非美联储考虑的唯一因素，但若经济韧性超预期，同时通胀环比下降减缓甚至再度爬升，意味着美联储推迟降息节奏的可能性加大。

图表 9：历次降息前后各项经济数据持续降温，PMI、非农和工业生产最为明显

	CPI同比 (%)	核心CPI同比 (%)	失业率 (%)	新增非农就业 (万人)	职位空缺率 (%)	居民可支配收入同比 (%)	制造业PMI (%)	非制造业PMI (%)	工业生产指数同比 (%)
T-6M	3.9	4.0	5.4	18	4.0	4.4	54.5	56.4	4.9
T-5M	3.9	3.9	5.3	20	4.0	4.6	53.9	58.0	5.0
T-4M	4.1	4.2	5.2	23	4.0	4.6	52.2	59.1	4.8
T-3M	4.1	4.2	5.3	13	4.0	4.6	51.5	58.7	4.4
T-2M	4.1	4.2	5.3	11	3.9	4.1	49.9	57.4	3.5
T-1M	4.0	4.2	5.4	13	3.8	4.0	47.9	54.8	2.9
T	3.9	4.1	5.5	10	3.9	3.9	46.9	55.3	2.1
T+1M	3.9	4.0	5.5	11	3.8	3.5	46.4	53.5	1.5
T+2M	3.8	3.9	5.5	10	3.8	3.4	46.5	53.4	1.2
T+3M	3.7	3.9	5.6	12	3.7	3.2	46.0	52.6	1.1
T+4M	3.7	3.8	5.6	7	3.5	2.8	46.2	51.7	0.5
T+5M	3.6	3.8	5.6	10	3.6	2.8	46.8	53.6	0.2
T+6M	3.6	3.8	5.6	7	3.6	2.5	46.3	53.6	-0.1

来源：Wind、华福证券研究所；T为美联储首次降息当月，统计1981年以来的9次降息周期

对于大类资产而言，需警惕降息预期的假摔，降息并非一蹴而就，流动性宽松交易或阶段性面临挑战。年初以来，美股、黄金、工业金属及原油等大类资产不同程度受益于宽松交易，但若后续通胀下行低于预期，则前期过于乐观的流动性预期可能阶段性受阻。对于美股而言，短期已积累较大涨幅，阶段性提示风险，但全年维度看美国经济基本面仍相对较好，对企业盈利构成支撑。美债利率的大幅下行则需要等到经济进一步冷却再予以确认



5 风险提示

一是美国通胀下行偏慢；二是大宗商品价格上涨；三是海外市场大幅波动等。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn