

联储中性偏鸽，对经济增长下的去通胀抱有信心

——美联储 FOMC 会议

核心要点：

美联储中性偏鸽，维持年内75BP的降息幅度，提高经济增长预期：3月20日，美联储FOMC会议决定继续维持联邦基金目标利率5.25%-5.50%不变。量化紧缩（QT）计划继续执行。经济预测方面，美联储官员显著上调了实际经济增速，小幅上调了核心PCE通胀增速，略微降低了失业率，基本反映对经济增长下的去通胀抱有信心，也支持本次会议中性偏鸽的基调。缩表方面，鲍威尔表示量化紧缩的缓和可能很快到来，同时希望回到国债为主的资产负债表并考虑流动性的分布。对于长期利率的预测稍有抬升，鲍威尔认为“可能不会如疫情前那么低”。

此前偏强的数据暂未明显动摇美联储对去通胀进程的乐观评估，年中降息仍可期待：前两个月偏强的通胀与劳动数据引发市场忧虑，但目前看还尚未动摇美联储对去通胀进程较乐观的评估，对“二次通胀”风险的警惕程度有限。其判断经济增长依然将较强、利率处于限制性范围，这意味着美联储整体还是倾向于降息。虽然如此，在美国财政力度仍然不弱的情况下，对经济偏乐观的预测和对应的金融条件放松可能导致通胀的粘性和在四季度小幅回升的压力，点阵图结构也表明美联储中有更多官员开始注意通胀粘性的风险。我们维持美联储在二季度末进行首次降息、全年降息3次共75BP的判断。在年中进行首次降息后，美联储可能在有充分数据观察时间的9月和12月进行第二和第三次降息；而如果四季度CPI快速回升至3%以上，核心CPI仍未降至3%附近，则美联储可能选择在12月不降息，全年仅降息2次，目前的点阵图也在暗示这一风险。

本次FOMC的6个要点：（1）美联储对2024年的PCE通胀维持2.4%的中位数预测，但对核心PCE通胀从2023年12月的2.4%小幅上调至2.6%。鲍威尔表示本轮利率周期已经到达顶峰，他相信通胀降低的整体趋势没有改变，尽管路径可能比较颠簸（bumpy）。美联储仍倾向于从实际利率角度出发进行降息。（2）2024和2026年的失业率预期中位值均被从4.1%略下调至4.0%；鲍威尔在会议中多次提及难以预料的事件和劳动市场的恶化都可能促进降息的来临。失业率预测在4%左右的情况下，劳动市场的走弱和失业率的走高可能成为触发降息的核心数据，前提是通胀回落趋势的确认。（3）经济增长的上调最为显著，2024年从1.4%大幅增加至2.1%，经济的软着陆是基准情况，而不着陆带动通胀回升的风险也有所增加。（4）对于缩表的调整，鲍威尔没有给出明确的细节和时间表，只是表示放缓缩表节奏的时间可能很快到来（fairly soon）。未来QT缩减规模和降息可能同时进行，减轻对美债的压力。（5）美联储的长期联邦基金利率预测从2.5%抬升至2.6%，预测范围从2.5%-3.0%提升至2.5%-3.1%。对于长期利率和中性利率的评估有小幅的提升，这与鲍威尔认为利率“可能不会如疫情前那么低”的判断相符。（6）本次会议的点阵图也较为微妙，暗含降息次数再缩减的风险：尽管维持了2024年3次共计75BP的降息，但是点阵图的结构显示19位官员中有10位支持4.5%-4.75%或更低的利率，也就是说如果再有一两位官员提高对通胀的警惕，那么点阵图就可能降为50BP的降息引导。另外，官员们对2025和2026的联邦基金利率展望也分别从3.6%和2.9%提高至3.9%和3.1%，这仍然表明偏高的利率会在更长期持续。

分析师

章俊

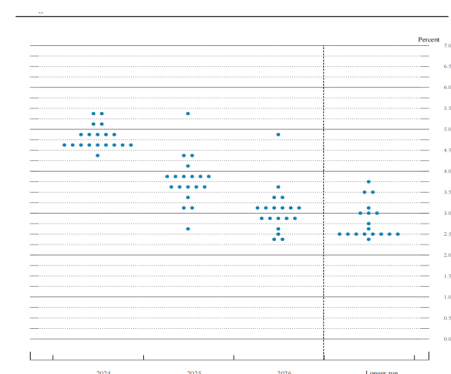
☎：010-8092 8096

✉：zhangjun_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070003

研究助理：于金潼

图：点阵图维持75BP降息幅度，结构值得注意



资料来源：FRB，中国银河证券研究院整理

风险提示：

1. 美国经济韧性超预期的风险
2. 美国通胀反弹的风险
3. 美国出现突发流动性危机的风险

3月20日，美联储FOMC会议决定继续维持联邦基金目标利率5.25%-5.50%不变。量化紧缩（QT）计划继续执行，QT上限950亿美元/月，3月预计缩减约753亿美元。本次会议声明相对中性，仅将对新增就业的评估改为强劲，但鲍威尔在发布会和问答中对通胀和其他核心经济数据的评价稍显鸽派。这表明虽然美联储仍在观察数据，但从实际利率的角度来看上半年降息可能并未降低。

经济预测方面，美联储官员显著上调了实际经济增速，小幅上调了核心PCE通胀增速，略微降低了失业率，基本反映对“软着陆式去通胀”抱有信心，也支持本次会议中性偏鸽的基调。缩表方面，鲍威尔表示量化紧缩的缓和可能很快到来，同时希望回到国债为主的资产负债表并考虑流动性的分布。对于长期利率的预测稍有抬升，鲍威尔认为“可能不会如疫情前那么低”。

总体上，前两个月偏强的通胀与劳动数据尚未动摇美联储对去通胀进程较乐观的评估，并未特别注意“二次通胀”的风险。其判断经济增长依然将较强、利率处于限制性范围，这意味着美联储整体还倾向于降息。虽然如此，在美国财政力度仍然不弱的情况下，对经济偏乐观的预测和对应的金融条件放松可能导致通胀的粘性和在四季度小幅回升的压力，点阵图结构也表明美联储中有更多官员开始注意通胀粘性的风险。

市场方面，在鲍威尔偏鸽的态度下，美国三大股指均明显上行，美元指数走低至103.4023；中短端国债收益率下行相对更多，2年期国债降8.7BP至4.609%，10年期国债降2.2BP至4.274%。CME数据显示联邦基金利率期货交易者在会后维持了6月首次降息、全年降息3次的预期。

我们维持美联储在二季度末进行首次降息、全年降息3次共75BP的判断。在年中进行首次降息后，美联储可能在有充分数据观察时间的9月和12月进行第二和第三次降息；而如果四季度CPI快速回升至3%以上，核心CPI仍未降至3%附近，则美联储可能选择在12月不降息，全年仅降息2次，目前的点阵图也在暗示这一风险。

美联储对经济的展望更加乐观，维持3次降息指引，但要警惕降息预期可能面临的压力

由于3月不降息的预期已经在会前成为市场共识，本次会议主要的看点仍是美联储经济预测（SEP）对各项重要数据的预测、点阵图所反映的官员们态度、对缩表进程的讨论以及鲍威尔在发布会上展露的姿态。下文将从通胀、劳动市场、经济增长、缩表与中性利率和点阵图六个方面讨论本次FOMC会议的重要变化，进而讨论美联储的货币政策路径和可能面临的风险。

- （1）通胀方面，美联储对2024年的PCE通胀维持2.4%的中位数预测，但对核心PCE通胀从2023年12月的2.4%小幅上调至2.6%，可能受到近期服务和居住成本价格强于预期的影响。虽然如此，鲍威尔还是表示本轮利率周期已经到达顶峰，1、2月超预期的通胀没有增加美联储降息的信心，但他相信通胀降低的整体趋势没有改变，尽管路径可能比较颠簸（bumpy）。不难看出，前两个月偏强的通胀没有显著加强美联储对“二次通胀”叙事的警惕，其仍偏向于从实际利率角度出发进行降息。不过，美联储本次偏鸽的表态可能助长通胀回升的动力，还需警惕降息预期面临的压力。**
- （2）劳动市场方面，美联储的评估同样乐观。2024年和2026年的失业率预期中位值均被从4.1%略下调至4.0%，新增就业的描述也再度升级为强劲（strong）。当然，美联储目前将劳动市场的韧性视为并不阻碍降息的好消息。值得注意的是，鲍威尔在会议中多次提及难以预料的事件和劳动市场的恶化都可能促**

进降息的来临。失业率预测在 4%左右的情况下,对劳动数据的观察可以加强,劳动市场的走弱和失业率的走高可能成为触发降息的核心数据。

- (3) **经济增长的上调最为显著, 2024 年从 1.4%大幅增加至 2.1%, 2025 和 2026 年也提高至 2.0%。**在劳动市场带来的薪资韧性、持续偏强的财政力度和逐渐放松的金融条件等因素均支持经济不弱的扩张的状态下, 软着陆是基准情况, 而不着陆带动通胀回升的风险也有所增加。经济的韧性并不阻碍降息, 但如果加速可能导致降息次数的缩减。
- (4) **对于缩表的调整, 鲍威尔没有给出明确的细节和时间表, 只是表示放缓缩表节奏的时间可能很快到来 (fairly soon)。**同时, 美联储希望未来的资产负债表以国债资产为主, 这暗示可能不会明显降低 MBS 的缩减规模。**未来 QT 缩减规模和降息可能同时进行, 减轻对美债的压力。**
- (5) **美联储的长期联邦基金利率预测从 2.5%抬升至 2.6%, 预测范围从 2.5%-3.0% 提升至 2.5%-3.1%。**对于长期利率和中性利率的评估有小幅的提升, 这与鲍威尔认为利率“可能不会如疫情前那么低”的判断相符。
- (6) **本次会议的点阵图也较为微妙, 暗含降息次数再缩减的风险:** 尽管维持了 2024 年 3 次共计 75BP 的降息, 但是点阵图的结构显示 19 位官员中有 10 位支持 4.5%-4.75%或更低的利率, 也就是说如果有一两位官员提高对通胀的警惕, 那么点阵图就可能降为 50BP。另外, 官员们对 2025 和 2026 的联邦基金利率展望也分别从 3.6%和 2.9%提高至 3.9%和 3.1%, 这仍然表明偏高的利率会在更长期持续。

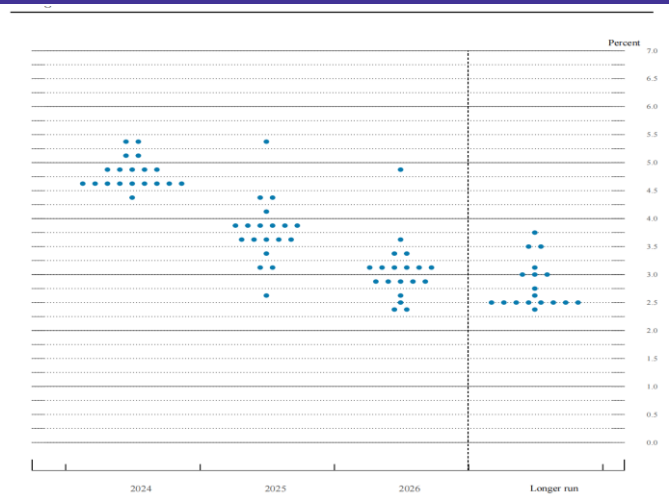
总结来看, 美联储认为通胀仍在回落道路上, 经济增长较好, 降息仍然有必要, 整体是中性偏鸽的表态。劳动市场方面, 失业率的上升可能成为触发年中降息的重要因素, 但前提是通胀整体回落趋势的进一步确认。在经济基准情况是“软着陆”, 同时“不着陆”风险加大的情况下, 经济增长带动通胀在四季度回升的风险也在加强, 美联储微妙的点阵图结构暗示虽然年中降息值得期待, 全年的降息幅度仍有向 50BP 靠拢的风险, 但我们维持 75BP 的基准情况。

图 1: 美联储 SEP 预测上调经济和核心通胀增速 (%)

	中位数			
	2024	2025	2026	长期
实际GDP增速	2.1	2	2	1.8
2023年12月预测	1.4	1.8	1.9	1.8
失业率	4	4.1	4	4.1
2023年12月预测	4.1	4.1	4.1	4.1
PCE通胀	2.4	2.2	2	2
2023年12月预测	2.4	2.1	2	2
核心PCE通胀	2.6	2.2	2	2
2023年12月预测	2.4	2.2	2	2
预测联邦基金利率路径:				
联邦基金利率	4.6	3.9	3.1	2.6
2023年12月预测	4.6	3.6	2.9	2.5

资料来源: FRB, 中国银河证券研究院

图 2: 美联储点阵图暂时维持年内降息 75BP 的引导



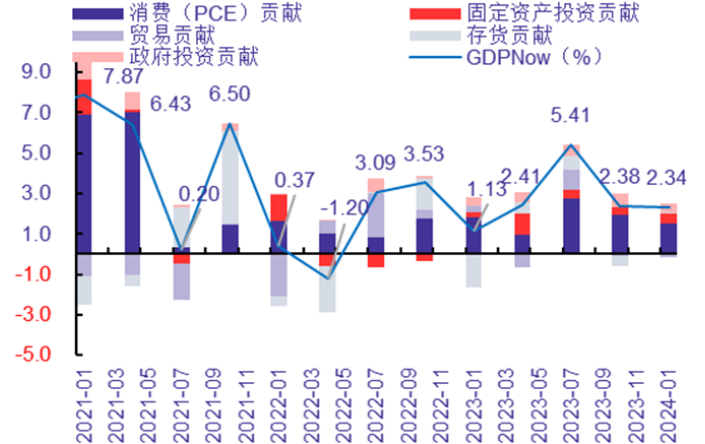
资料来源: FRB, 中国银河证券研究院

图 3：美国经济仍然具有韧性，软着陆有向不着陆发展的可能



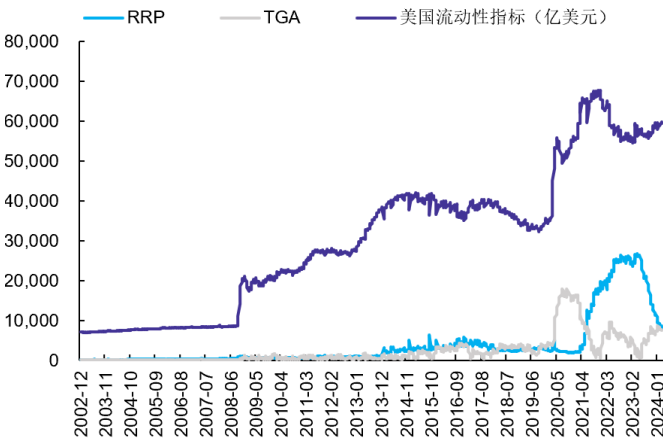
资料来源：Fred，中国银河证券研究院

图 4：GDPNow 预测美国一季度实际经济环比折年增长 2.34%



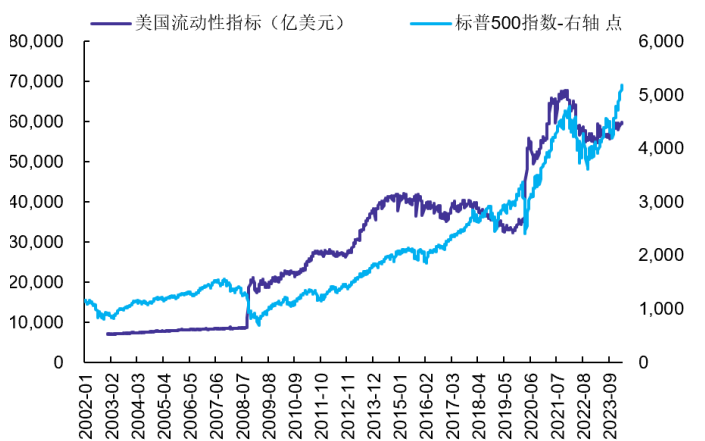
资料来源：Fred，中国银河证券研究院

图 5：逆回购账户流动性继续消耗，缩表的调整在路上



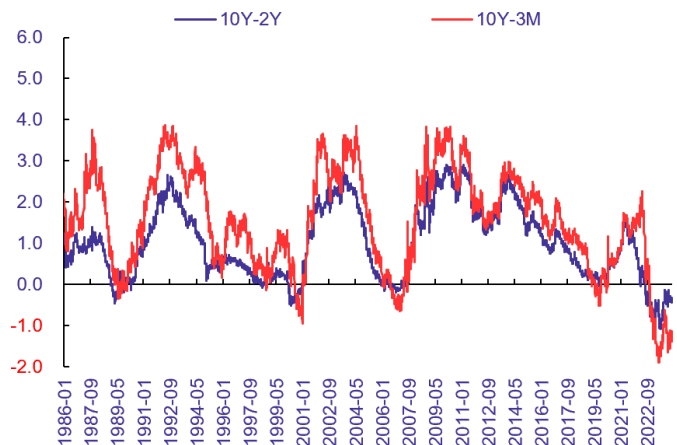
资料来源：Fred，中国银河证券研究院

图 6：美国流动性指标依然较为宽松



资料来源：Fred，中国银河证券研究院

图 7：2 年期国债收益率较 10 年期下降更明显 (%)



资料来源：Fred，中国银河证券研究院

图 8：CME 数据显示市场预期 2024 年降息 3 次，6 月首次降息

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：Fred，中国银河证券研究院

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

章俊 中国银河证券首席经济学家。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10%以上 中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间 回避：相对基准指数跌幅 5%以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20%以上 谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20%之间 中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间 回避：相对基准指数跌幅 5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn
 苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn
 上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn
 李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn
 北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn
 唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn