

2024年03月21日

证券分析师

胡少华 S0630516090002

hush@longone.com.cn

证券分析师

刘思佳 S0630516080002

liusj@longone.com.cn

联系人

董澄溪

dcx@longone.com.cn

美联储对通胀上行风险或有忽视

——海外观察：2024年3月美国FOMC会议

投资要点

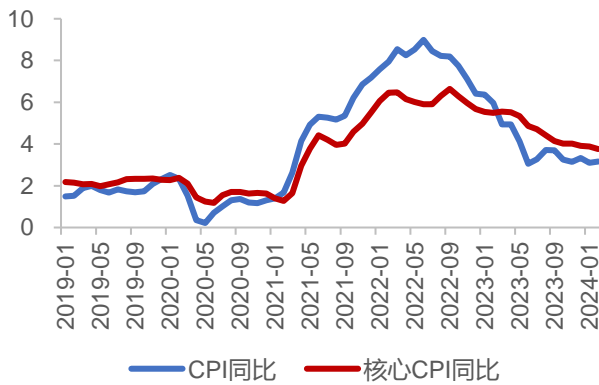
- **事件：**美联储维持联邦基金利率的目标区间在 5.25% 至 5.5% 不变，符合预期。
- **核心观点：**美联储本次会议的表态偏鸽，对通胀继续下行、经济软着陆有信心。美联储对于经济和通胀可能过于乐观，其中或酝酿了通胀上行再次超预期、美联储重新转鹰的风险，对于美股的风险也需有所关注。2023年5月以来，隔夜逆回购规模的下降引发银行准备金上行、对冲了缩表的效果。在6月底隔夜逆回购耗尽之前，美联储实际上没有退出QT的必要。QT Taper更有可能在6月中旬的会议上开始。
- **美联储本次表态偏鸽，对通胀继续下行、经济软着陆有信心。**要点如下：(1) **点阵图预测今年仍将降息3次。**与12月相比，预测2024年降息次数大于三次的委员明显减少，但19人中仅有9人预测降息次数会少于三次。对于降息条件，本次会议释放的信息不变。鲍威尔表示，需要看到更多证据表明通胀正在回落至2%的目标。(2) **对通胀下降的趋势抱有信心。**2024年1月和2月，美国通胀都超过市场预期。鲍威尔表示，近2个月的通胀数据并没有改变整体趋势，通胀正在逐渐下降，只是道路崎岖。美联储的经济预测中，2024年的PCE通胀率预测中位数未变，核心PCE从2.4%上调至2.6%，但利率预测未有对应调整。这或许说明，美联储对于通胀有更大容忍度。(3) **强化软着陆预期。**美联储对2024年实际GDP增速的预测从1.4%上调至2.1%，失业率从4.1%下调至4.0%。鲍威尔表示，移民有助于增加劳动力供给。这可能是美联储下调失业率预测的重要依据。(4) **放慢资产负债表缩减 (QT Taper) 可能“相当快”地开始，但过程可能会持续较长时间。**鲍威尔表示，放慢步伐并不意味着QT会更快结束，而只是确保市场平稳过渡，避免2019年QT时出现的银行业流动短缺问题。
- **市场降息预期上升。**期货市场计价的6月降息概率从59%上升至75%。美股上涨。美债收益率和美元指数下跌。
- **美联储对于通胀上行的风险或许关注不足。**鲍威尔在记者会中，对于经济和通胀的反应函数呈现出一定的不对称性，对于经济下行风险的重视程度偏高，但通胀上行风险关注较低。目前，美联储对于经济和通胀已经过于乐观，其中或许酝酿了通胀上行再次超预期、美联储重新转鹰的风险，对于美股的风险也需有所关注。
- **隔夜逆回购和银行准备金规模是缩表的关键观点，QT Taper更可能在6月的会议上开始。**缩表的终点是将银行准备金缩至合意水平附近，根据美联储官员表态，约在名义GDP的10%到11%，即3万亿左右。2023年5月以来，由于货币基金可投资的短期国债利率升至高于隔夜逆回购利率，隔夜逆回购账户中资金快速抽出。在美联储资产负债表上，缩表至今主要体现在隔夜逆回购的减少上，银行准备金规模几乎没有下降。隔夜逆回购耗尽之后，准备金就将开始下降。截至3月20日，隔夜逆回购仍剩余4560亿美元，按照过去2个月的平均速度，大约将于6月底耗尽。6月之前，银行准备金仍会继续增长，美联储可能没有退出QT的必要。QT Taper更有可能在6月中旬的会议上开始。6月之后，可以通过银行准备金流失速度推测缩表何时结束。
- **风险提示：**地缘政治风险；国际定价的大宗商品再通胀风险。

图1 美联储经济预测, %

Variable	Median ¹				Central Tendency ²				Range ³			
	2024	2025	2026	Longer run	2024	2025	2026	Longer run	2024	2025	2026	Longer run
Change in real GDP	2.1	2.0	2.0	1.8	2.0-2.4	1.9-2.3	1.8-2.1	1.7-2.0	1.3-2.7	1.7-2.5	1.7-2.5	1.6-2.5
December projection	1.4	1.8	1.9	1.8	1.2-1.7	1.5-2.0	1.8-2.0	1.7-2.0	0.8-2.5	1.4-2.5	1.6-2.5	1.6-2.5
Unemployment rate	4.0	4.1	4.0	4.1	3.9-4.1	3.9-4.2	3.9-4.3	3.8-4.3	3.8-4.5	3.7-4.3	3.7-4.3	3.5-4.3
December projection	4.1	4.1	4.1	4.1	4.0-4.2	4.0-4.2	3.9-4.3	3.8-4.3	3.9-4.5	3.8-4.7	3.8-4.7	3.5-4.3
PCE inflation	2.4	2.2	2.0	2.0	2.3-2.7	2.1-2.2	2.0-2.1	2.0	2.2-2.9	2.0-2.5	2.0-2.3	2.0
December projection	2.4	2.1	2.0	2.0	2.2-2.5	2.0-2.2	2.0	2.0	2.1-2.7	2.0-2.5	2.0-2.3	2.0
Core PCE inflation ⁴	2.6	2.2	2.0		2.5-2.8	2.1-2.3	2.0-2.1		2.4-3.0	2.0-2.6	2.0-2.3	
December projection	2.4	2.2	2.0		2.4-2.7	2.0-2.2	2.0-2.1		2.3-3.0	2.0-2.6	2.0-2.3	
Memo: Projected appropriate policy path												
Federal funds rate	4.6	3.9	3.1	2.6	4.6-5.1	3.4-4.1	2.6-3.4	2.5-3.1	4.4-5.4	2.6-5.4	2.4-4.9	2.4-3.8
December projection	4.6	3.6	2.9	2.5	4.4-4.9	3.1-3.9	2.5-3.1	2.5-3.0	3.9-5.4	2.4-5.4	2.4-4.9	2.4-3.8

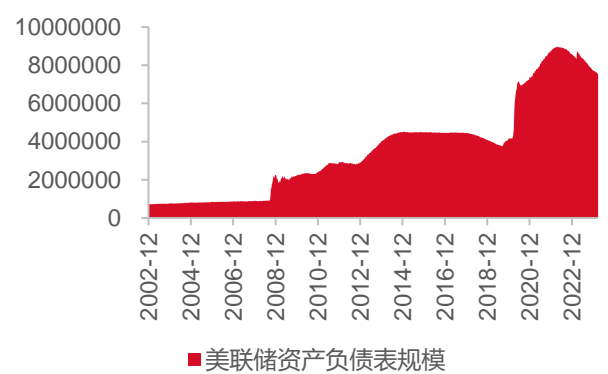
资料来源: 美联储, 东海证券研究所

图2 美国通胀增速, %



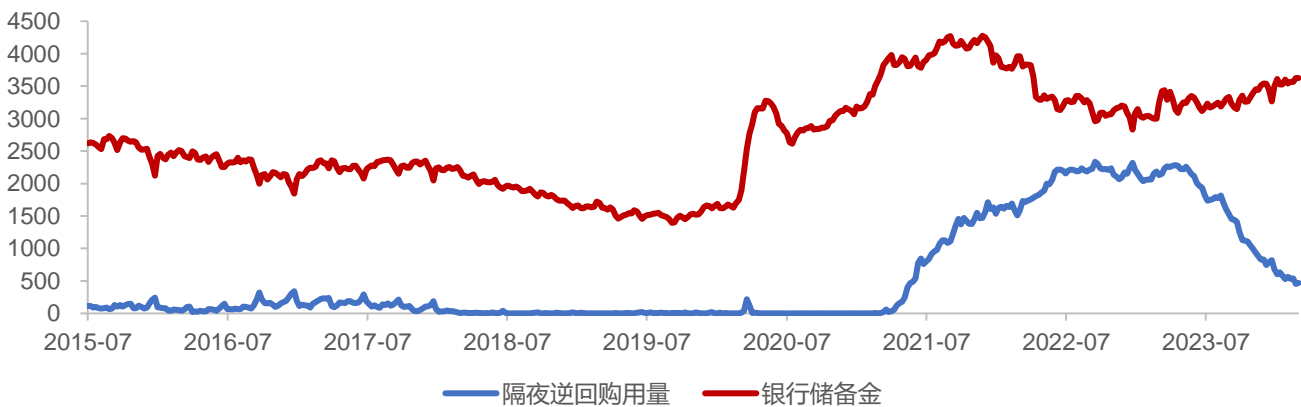
资料来源: FRED, 东海证券研究所

图3 美联储资产负债表规模, 百万美元



资料来源: FRED, 东海证券研究所

图4 隔夜逆回购和准备金规模, 十亿美元



资料来源: FRED, 东海证券研究所

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明:

本报告署名分析师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, 具备专业胜任能力, 保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑, 采用合法合规的数据信息, 审慎提出研究结论, 独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论, 不受任何第三方的授意或影响, 其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来, 均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料, 但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断, 并不代表东海证券股份有限公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下, 本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议, 任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效, 本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机: (8621) 20333275
 手机: 18221959689
 传真: (8621) 50585608
 邮编: 200125

北京 东海证券研究所

地址: 北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机: (8610) 59707105
 手机: 18221959689
 传真: (8610) 59707100
 邮编: 100089