

2024 年 3 月美联储议息会议解读

对通胀达标不失信心

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

范城恺 投资咨询资格编号
S1060523010001
FANCHENGKAI146@pingan.com.cn



事项：

美国时间 2024 年 3 月 20 日，美联储 FOMC 会议维持利率不变，并公布新一期经济预测。鲍威尔讲话后，市场交易宽松：10 年美债利率日内跌 2BP 至 4.27%，美元指数日内跌 0.4% 至 103.4，美股三大指数集体收涨。

平安观点：

- **会议声明与经济预测：上修核心通胀，年内仍降息三次。**3 月会议声明基本只字未改。经济预测方面：1) 大幅上修 2024 年经济增长预测，由 1.4% 至 2.1%。2) 维持 2024 年 PCE 通胀率预测为 2.4%，上修核心 PCE 通胀率 0.2 个百分点至 2.6%。3) 小幅下修 2024 年失业率预测 0.1 个百分点至 4.0%。4) 维持 2024 年政策利率中值为 4.6%，对应年内降息三次；上修 2025 年和 2026 年政策利率中值，分别为 3.9% 和 3.1%，对应分别减少一次降息；上修长期政策利率水平，由 2.5% 至 2.6%。5) 点阵图显示，认为年内降息不超过 2 次的人数（即政策利率不低于 4.75-5% 区间的人数），由 8 人上升至 9 人，险些超过认为降息幅度不低于 3 次的人数（10 人）；最激进的降息预期是年内降息 4 次，而上一期是降息 6 次。
- **鲍威尔讲话：对通胀达标不失信心。**在近期美国通胀反弹的背景下，鲍威尔对实现通胀目标没有失去信心，甚至对于首次降息的“信心”也没有下降：一方面，其强调通胀改善的全景不变，不愿意对近期通胀数据“过度反应”；另一方面，其提到“意外”的就业市场降温，可能也会触发降息，暗示美联储现阶段更加重视平衡双向风险。缩表方面，鲍威尔提示“很快”会放缓缩表，目的是避免不必要的流动性风险，最终让缩表之路走得更远，但尚未明确放缓缩表的节点和幅度。
- **政策逻辑：等待与观望。**本次会议前，市场降息预期已经基本处于年内冰点。美联储本次会议的信号更偏中性，可能原因包括：一是，前期通胀改善确实赋予美联储较强的信心；二是，对当前偏高的市场利率水平较为满意，但不希望看到金融市场条件过紧（增大流动性等金融风险），尤其考虑到本次会议还没有正式宣布放缓缩表；三是，有意保持政策定力，弱化市场有关“二次通胀”的猜测，这实际上有助于稳定通胀预期。目前来看，年内降息仍是大概率，不过首次降息节点存在更大不确定性。
- **市场展望：暂时平稳。**1) 美债：预计 10 年美债利率在较长时间内保持在 4% 以上，下破 4% 可能需要首次降息真正兑现（或十分临近时）。2) 美股：估值担忧与美债利率上行制造压力，但科技股行情可能相对独立。3) 美元：美元指数可能继续保持 102-105 区间窄幅波动，因未来一段时间，美国、欧洲和日本央行可能均处于“按兵不动”状态。
- **风险提示：美国通胀超预期反弹，美国经济超预期下行，美国金融风险超预期上升等。**

美联储 2024 年 3 月会议如期不降息，经济预测对 2024 年经济和就业更乐观，上修核心通胀预期，维持年内降息三次的预测。在近期美国通胀反弹的背景下，美联储本次会议的信号更偏中性，对于通胀达标和年内降息的“信心”没有明显变化。目前来看，首次降息的节点存在更大不确定性，6 月和 7 月降息都有可能。但相对肯定的是，美联储暂时会保持政策定力，耐心地等待和观望通胀降温，仍将尽力追求经济的“软着陆”。这可能为金融市场暂时创造一个平稳的政策环境。

1. 会议声明：几乎只字未改

美联储 2023 年 3 月议息会议声明，维持联邦基金利率为 5.25-5.5% 目标区间，符合市场预期。同时，美联储维持其他政策利率：1) 将存款准备金利率维持在 5.4%；2) 将隔夜回购利率维持在 5.5%；3) 将隔夜逆回购利率维持在 5.3%；4) 将一级信贷利率维持在 5.5%。缩表方面，美联储将维持原有计划，每月被动缩减 600 亿美元国债和 350 亿美元机构债券和 MBS。

图表1 美联储 2024 年 3 月议息会议声明：货币政策部分

2024 年 3 月美联储 FOMC 声明
<p>美联储已做出以下决定，以实施联邦公开市场委员会在 2024 年 3 月 20 日的声明中宣布的货币政策立场：</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ 美联储系统理事会一致投票决定将准备金余额支付的利率维持在 5.4%，自 2024 年 3 月 21 日起生效。 ■ 作为其政策决定的一部分，联邦公开市场委员会投票授权和指示纽约联邦储备银行的公开市场服务台，除非另有指示，否则根据以下国内政策在系统公开市场账户中执行交易指示： <ul style="list-style-type: none"> ■ "自 2024 年 3 月 21 日起，联邦公开市场委员会指示： <ul style="list-style-type: none"> ● 必要时进行公开市场操作，以将联邦基金利率维持在 5.25% 至 5.5% 的目标范围内。 ● 进行隔夜回购协议操作，最低投标利率为 5.5%，总操作限额为 5000 亿美元。 ● 以 5.3% 的发行利率和每天 1600 亿美元的每个交易对手限额进行隔夜逆回购协议操作。 ● 在拍卖中展期美联储持有的每个日历月到期的美国国债的本金支付金额，只针对每月超过 600 亿美元的部分。赎回不超过此上限的国库券，以及在息票本金支付低于每月上限的情况下赎回国库券。 ● 将每个日历月收到的美联储持有的机构债务和机构 MBS 的本金支付金额再投资到机构 MBS，只针对每月超过 350 亿美元的部分。 ● 如果出于运营原因需要，允许适度偏离规定的再投资金额。 ● 必要时参与美元展期和息票掉期交易，以促进美联储机构 MBS 交易的结算。 ■ 在相关行动中，美联储系统理事会一致投票批准将初级信贷利率维持在 5.5%。

资料来源：美联储，平安证券研究所

经济和政策描述部分，3 月会议声明基本只字未改，唯一的改动是，在描述就业市场时，将“新增就业过去一年有所放缓但仍然强劲”改为“新增就业仍然强劲”。与之对应的是，在通胀描述部分，保留了“通胀在过去一年已经放缓但仍然较高”的表述。上述描述符合近期经济数据走势：2024 年 1 月和 2 月，美国新增非农就业分别录得 22.9 万人和 27.5 万人，属实较强；同期，PCE 和核心 PCE 同比读数保持下降，尽管环比增速出现反弹迹象。

2. 经济预测：上修核心通胀，年内仍降息三次

美联储 2024 年 3 月发布的经济预测 (SEP)，相较 2023 年 12 月的主要变化包括：

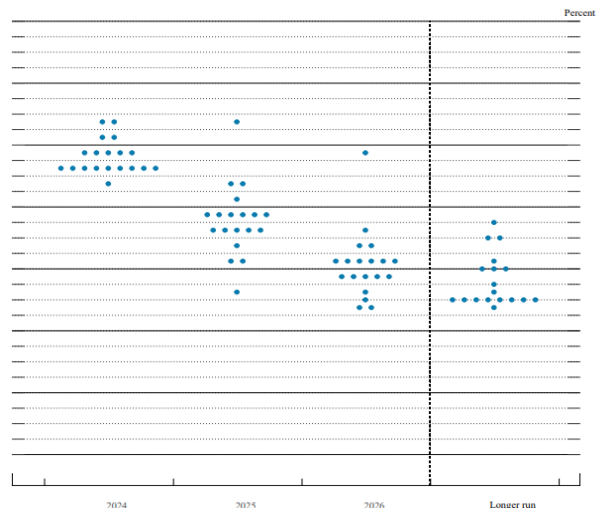
- 1) **经济增长**：大幅上修 2024 年经济增长预测，由 1.4% 至 2.1%；小幅上修 2025 和 2026 年经济增长预测 0.1-0.2 个百分点至 2%。维持长期经济增长率为 1.8%。
- 2) **通胀**：维持 2024 年 PCE 通胀率预测为 2.4%，上修核心 PCE 通胀率 0.2 个百分点至 2.6%；基本维持 2025 年 PCE 及核心 PCE 通胀率预测为 2.2% 左右，2026 年维持为 2%。维持长期通胀水平为 2%。
- 3) **就业**：小幅下修 2024 年失业率预测 0.1 个百分点至 4.0%，基本维持 2025 和 2026 年失业率预测为 4-4.1%。维持长期失业率水平为 4%。
- 4) **利率**：维持 2024 年政策利率中值为 4.6%，对应年内降息三次；上修 2025 年和 2026 年政策利率中值，分别为 3.9% 和 3.1%，对应分别减少一次降息；上修长期政策利率水平，由 2.5% 至 2.6%。
- 5) **点阵图**：认为 2024 年降息 3 次（政策利率在 4.5-4.75% 区间）的人数，由 6 人上升至 9 人，整体利率预期更为集中；不过，认为年内降息不超过 2 次的人数（即政策利率不低于 4.75-5% 区间的人数），由 8 人上升至 9 人，险些超过认为降息幅度不低于 3 次的人数（10 人）；最激进的降息预期是年内降息 4 次，而上一期是降息 6 次。

图表2 2024 年 3 月美联储经济预测

Variable	Median ¹			
	2024	2025	2026	Longer run
Change in real GDP	2.1	2.0	2.0	1.8
December projection	1.4	1.8	1.9	1.8
Unemployment rate	4.0	4.1	4.0	4.1
December projection	4.1	4.1	4.1	4.1
PCE inflation	2.4	2.2	2.0	2.0
December projection	2.4	2.1	2.0	2.0
Core PCE inflation ⁴	2.6	2.2	2.0	
December projection	2.4	2.2	2.0	
Memo: Projected appropriate policy path				
Federal funds rate	4.6	3.9	3.1	2.6
December projection	4.6	3.6	2.9	2.5

资料来源：美联储 (2024.3.20)，平安证券研究所

图表3 2024 年 3 月美联储点阵图



资料来源：美联储 (2024.3.20)，平安证券研究所

3 月会议声明和经济预测公布后，市场交易方向略显混乱，10 年美债利率及美元指数短暂跳水后快速反弹，美股三大指数由跌转涨。

3. 鲍威尔讲话：对通胀达标不失信心

整体来看，在近期美国通胀反弹的背景下，鲍威尔对实现通胀目标没有失去信心，甚至对于首次降息的“信心”也没有下降。一方面，其强调通胀改善的全景不变，不愿意对近期通胀数据“过度反应”；另一方面，其提到“意外”的就业市场降温，可能也会触发降息，暗示美联储现阶段更加重视平衡双向风险。缩表方面，鲍威尔提示“很快”会放缓缩表，目的是避免不必要的流动性风险，最终让缩表之路走得更远，但尚未明确放缓缩表的节点和幅度。

鲍威尔讲话后，市场感受偏鸽：10 年美债利率经历波动后，整体小幅回落，日内最终小幅收跌 2BP 至 4.28%；美元指数大幅跳水，由 103.8 附近下降至 103.4，日内跌幅约 0.4%；美股涨幅扩大，三大指数日内收涨 0.89-1.25%。

具体来看：

- 1) **关于通胀**。本次经济预测上调了 2024 年核心 PCE 通胀率至 2.6%，第一个记者便提问，更高的核心通胀和更强劲的经济增长，但维持降息三次的预测，是不是意味着联储对通胀的容忍更高？鲍威尔连忙否认，其强调经济增长和通胀预测相对独立，本次通胀预测主要是基于近期数据变化，但随时间推移仍有望达到通胀目标。第二个问题是，住房通胀会不会阻碍通胀目标的实现？鲍威尔仍强调，住房通胀随时间推移会放缓，只是时点不确定，其充满信心地称美联储会 (we will) 实现 2% 的通胀目标。之后，鲍威尔在其他问题中进一步补充了对通胀的看法，其称，**美联储不愿意漠视数据，近两个月（尤其 1 月）通胀可能受季节调整因素而走高，但整体通胀下降的全景没有变化。**
- 2) **关于就业**。本次经济预测下修 2024 年失业率预测至 4%，似乎对就业前景更加乐观。同时，鲍威尔在开场白中提到，如果出现意外的 (unexpected) 就业市场放缓，也可能触发政策调整。有记者提问，目前失业率已经上升至 3.9%，就业市场会不会出现问题？鲍威尔强调，美联储追求双目标，目前就业市场整体很好 (in good shape)，但不排除“意外”发生。有记者担心就业市场过于强劲，或者工资增长过快，会不会阻碍降息。鲍威尔强调，就业和经济增长本身不是阻碍降息的条件；工资增速也不是美联储的直接目标，目前工资增速仍高但正在缓慢下降。
- 3) **关于首次降息与“信心”**。在上一次会议以来，美联储将首次降息的标准模糊地定义为，需要有更大“信心”的时候。本次会议有不少问题围绕“信心”，实质上是关心首次降息的节点。鲍威尔称，上次会议以来的数据（通胀走高），**没有增强美联储的信心；但是，其否认美联储信心减弱，更强调不想对于近期的数据过度反应 (over-react)**；其强调前七个月通胀改善有良好进展，目前只是希望不过早降息（以至于不得不再加息）。
- 4) **关于缩表**。鲍威尔在开场白中表示，美联储认为**很快 (fairly soon) 就会开始放缓缩表**，但没有给出更具体的指引。有记者进一步追问了放缓缩表的时间，以及最终缩表目标等。关于放缓缩表时间，鲍威尔称还没有具体决定，只是认为“很快”。其进一步解释了放缓缩表的用意：缩表是美联储的一个长期目标，但在这个过程中可能遇到阻力，原因是流动性在各个环节分布不均；美联储放缓缩表，主要是为了避免因类似 2019 年的流动性危机导致缩表过早暂停；换言之，**缩表更慢或可以走得更远**；下一步会先决定“量”（缩表规模），再讨论持有资产的结构问题。有记者询问有关银行系统波动风险时，鲍威尔称，放缓缩表也是一个途径，以尽量避免任何形式的波动。至于什么时候停止缩表，鲍威尔称，美联储会仔细评估“充足” (ample) 准备金水平，但也指出准备金需求是高度波动的，不会简单参考具体的数量以及 GDP 比重进行判断；未来在暂停缩表后，资产负债规模也可能继续缓慢下降。

4. 政策逻辑：等待与观望

本次会议前，市场预计美联储语调偏鹰派，因为近期公布的数据显示，美国 CPI 通胀数据连续两个月超预期，经济增长和就业市场整体保持韧性，有关“二次通胀”的担忧升温。通胀方面，截至 2024 年 2 月，美国 CPI 季调同比增长 3.2%，近五个月都稳定在 3.1-3.3% 区间，并未进一步回落；1-2 月，CPI 和核心 CPI 平均环比增长 0.35% 和 0.40%，高于 2023 年 10-12 月的 0.17% 和 0.27%。就业方面，美国 2 月失业率意外回升至 3.9%，但近两个月新增非农均超 20 万人。增长方面，GDPNow 模型截至 3 月 19 日最新预测，一季度 GDP 环比折年率达 2.1%，实属不弱。在本周，市场降息预期已经基本处于年内冰点。CME 数据显示，6 月首次降息概率最低的时候仅略高于五成，不少投资者押注下半年才会降息，对于全年降息的押注（加权平均）略少于 3 次。同时，2 年、10 年美债利率均回升至年内新高。

美联储本次会议的信号更偏中性，不过多表达通胀反复的担忧，更强调平衡“双向风险”，对于通胀达标和年内降息的“信心”没有明显变化。我们认为，可能的原因包括：一是，前期通胀的改善确实赋予美联储较强的信心。二是，对当前偏高的市场利率水平较为满意，反而不希望看到金融市场条件过紧（增大流动性等金融风险），尤其考虑到本次会议还没有正式宣布放缓缩表。三是，有意保持政策定力，弱化市场有关“二次通胀”的猜测，这实际上有助于稳定通胀预期。

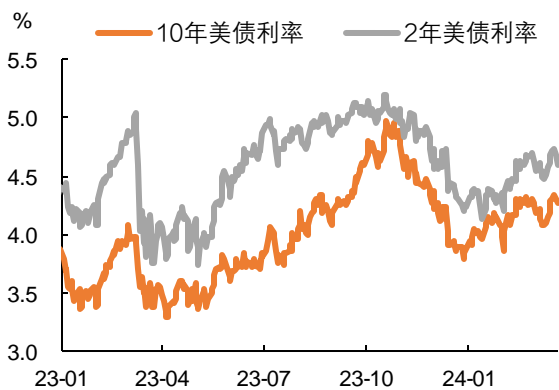
我们认为，虽然美国经济“不着陆”与“二次通胀”风险冒头，但近期数据尚不足以令美联储大幅调整货币政策方向，年内降息仍是大概率。只不过，目前来看首次降息的节点存在更大不确定性，6 月和 7 月降息都有可能。未来一段时间，美联储

可能继续保持一个中性偏鹰的语调，令市场利率保持较高水平，营造一个不利于通胀反弹的金融环境，耐心地等待和观望通胀降温，最终仍将尽力追求经济的“软着陆”。

5. 市场展望：暂时平稳

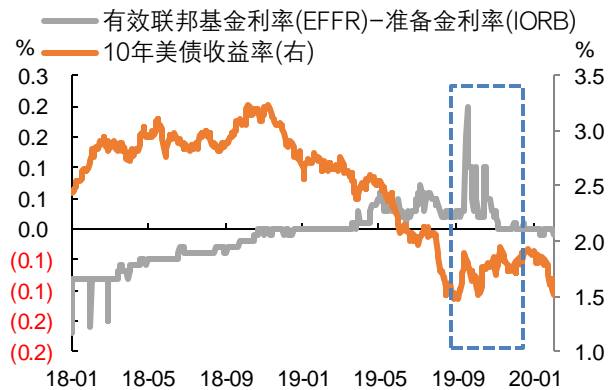
美债：预计 10 年美债利率在较长时间里保持在 4% 以上，下破 4% 可能需要首次降息真正兑现（或十分临近时）。目前市场和政策对通胀前景的判断或存在分歧，属于数据“过热”但美联储“冷静”的状态，多空因素交织，可能支撑 10 年美债利率保持在 4-4.3% 区间震荡。此外，后续有关放缓缩表指引值得关注。预计放缓缩表计划更加明确，将部分缓解市场流动性担忧（或可排除 2019 年流动性压力阶段抬升美债利率的情形），令风险溢价缩窄，可能增加美债利率回落的动力。

图表4 今年以来美债利率反弹，但未超前高



资料来源：Wind, 平安证券研究所

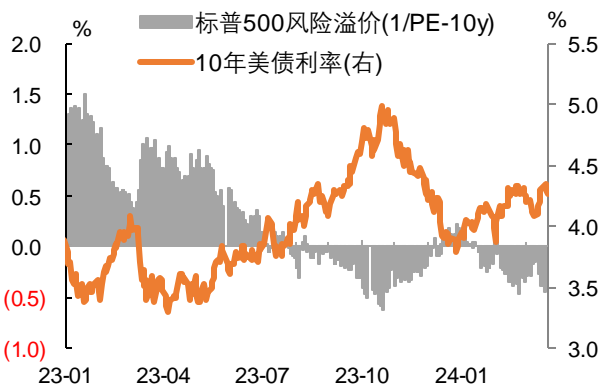
图表5 2019 年流动性危机阶段抬升美债利率



资料来源：Wind, 平安证券研究所

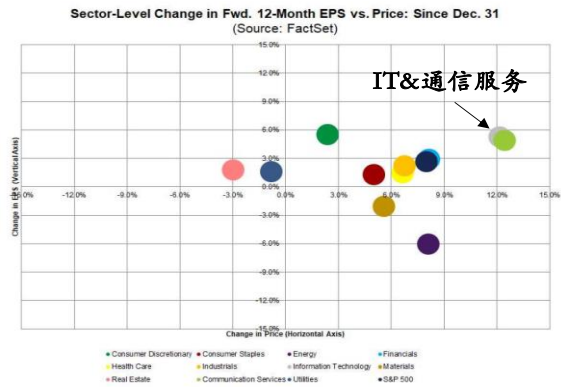
美股：估值担忧与美债利率上行或制造压力，但科技股行情可能相对独立。目前美国经济增长势头不错，但降息预期也在降温，投资者需要在乐观的盈利前景与上升的估值压力中寻求平衡。今年以来截至 3 月 19 日，标普 500 指数又创新高，年内累涨 8.6%（年化 39%）。截至 2024 年 3 月 20 日，标普 500 指数 PE 达到 25.8 倍，为 1990 年以来的 85% 分位以上，处于历史较高水平，标普 500 指数风险溢价在近两个月均处于负区间。但另一方面，据 FactSet 统计，美股 IT 和通信行业股价上涨与（未来一年）盈利预期增长幅度良好匹配，说明美股科技股呈现“盈利驱动”特征，估值和风险溢价的压力可能不是投资者配置科技股的核心考虑。

图表6 标普 500 风险溢价在近两个月均处于负区间



资料来源：Wind, 平安证券研究所

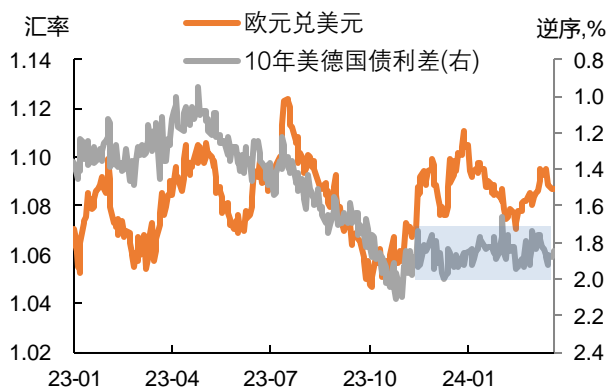
图表7 美国 IT 和通信行业股价受盈利（预期）驱动



资料来源：FactSet, 平安证券研究所

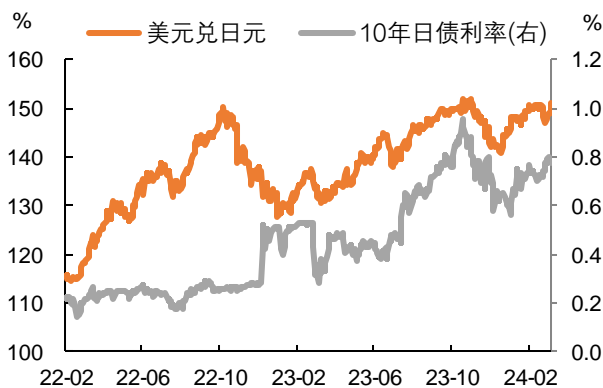
美元：美元指数可能继续保持 102-105 区间窄幅波动。未来一段时间，美国、欧洲和日本央行可能均处于“按兵不动”状态，令美元汇率保持相对平稳。欧元方面，欧央行最新发言暗示，可能在 4 月或 6 月的会议上进行首次降息，且 6 月降息的可能性大于 4 月。近期，10 年期美德国债利差保持在 1.7-2 个百分点左右，维持在近一年最高水平，或限制欧元涨幅。日元方面，在日本银行退出负利率和 YCC 后，预计在较长时间里不急于退出零利率（参考报告《告别负利率，再往何处行？》）。未来一段时间，预计日债利率反弹有限，日元汇率可能保持弱势、或缓慢升值。

图表8 美德利差窄幅波动，限制欧元涨幅



资料来源：Wind, 平安证券研究所

图表9 日债利率反弹有限，日元仍处于弱势水平



资料来源：Wind, 平安证券研究所

风险提示：美国通胀超预期反弹，美国经济超预期下行，美国金融风险超预期上升等。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2024 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120

北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层
邮编：100033