

## 美联储维持年内三次降息指引，首次降息可能在 6 月开启

### ——美联储 3 月货币政策会议点评与展望

研究发展部分析师 白雪 李晓峰

事件：北京时间 3 月 21 日周四凌晨，美联储货币政策委员会（FOMC）宣布将联邦基金利率目标区间维持在 5.25%-5.50% 不变，FOMC 投票委员全票支持本次利率决策。在 2022 年 3 月至今的本轮紧缩周期内，美联储已连续五次会议未加息。会议声明中，美联储重申对通胀降至目标更有信心再降息、实现就业和通胀目标的风险更趋平衡、缩表仍按计划进行。

会后公布的利率点阵图显示，FOMC 委员对 2024 年底联邦基金利率的中位数预期依然维持在 4.6%，但对 2025 和 2026 年的政策利率中位数预期抬高至 3.9% 和 3.1%。在经济指标预测中，美联储将 2024 年的失业率预期从 4.1% 下调至 4%，2025 年预期保持在 4.1% 不变；2024 年的 PCE 预期与去年 12 月不变，仍为 2.4%，不过，对 2024 年核心 PCE 预期从 2.4% 升至 2.6%。对 2024 年美国实际 GDP 增速的预期中值从去年 12 月的 1.3% 上调至 2.1%，对 2025 年和 2026 年的经济增速预期中值均有上调。

新闻发布会上，鲍威尔表示，相信利率可能处于周期性峰值，暗示今年降息三次仍有可能。同时，他重申美联储将放缓缩表速度，而且表示这将很快发生，不希望储备金短缺的问题重演。大多数官员仍然认为有可能实现对通胀的信心，但他同时承认，1-2 月的美国经济数据未提振美联储对美国通胀进展的信心。劳动力市场仍然相对紧张，但供需条件持续趋向更好的平衡。

图 1 2024 年 3 月利率点阵图

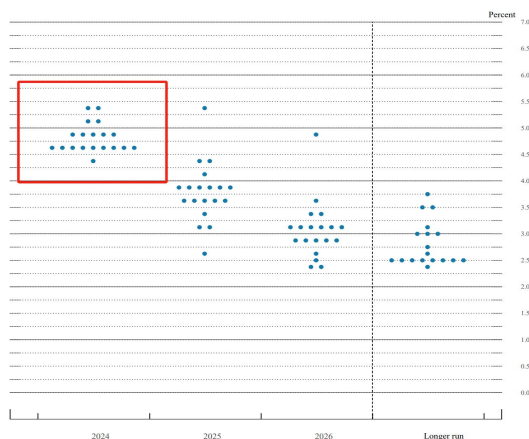
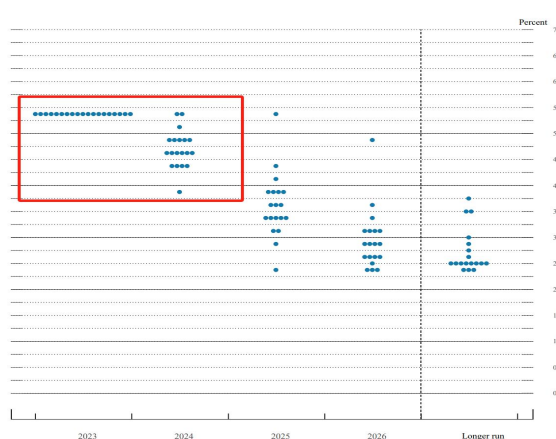


图 2 2023 年 12 月利率点阵图



对此，东方金诚解读如下：

一、整体来看，本次会议传递的政策信息较市场预期略为“鸽派”，主要表现为年初超预期的通胀数据并未显著改变美联储年内降息路径。我们认为，在高利率明显压制需求的背景下，核心通胀下行趋势不变、“二次通胀”风险较低，加之劳动力市场不断降温，加之美国中小银行“失血”风险仍存，决定了美联储年内降息三次左右的方向与力度基本不会改变。

本次会议的政策基调要比市场此前预期略为鸽派，主要体现在以下两点：第一，维持年内降息三次的预测，并淡化了年初通胀超预期，引发“二次通胀”的风险。第二，美联储认为，“仅凭强就业并不足以推迟降息”。我们认为，美联储坚持了对于通胀、就业数据处于降温通道这一整体趋势判断，加之出于对金融风险的考虑，是其在通胀尚未回落至目标水平、就业依然有韧性的情况下，维持降息预期的主要原因。

今年1-2月，美国通胀连续超预期增长，令市场担忧美联储可能减少年内降息次数。从本次会议利率点阵图可以看出，虽然对2024年政策利率的中位数预期持平在4.6%，仍有多名委员减少了对年内降息的预期：与去年12月相比，预期2024年底政策利率维持在5%以上的委员从3位增加到4位，预期年底政策利率低于4.5%（隐含年内降息幅度超过3次）的委员数量从5位减少至1位。此外，经济预测中，对于2024年核心PCE的预测上调了0.2个百分点。这表明，年初通胀数据确实对美联储政策制定者产生了一定程度的影响。

然而，在此背景下，美联储对年内降息方向与力度的判断并未发生实质性改变。我们判断，主要原因有以下两点：第一，年初通胀数据（尤其是整体通胀数据）受国际油价波动、BLS调整权重、疫情后美国数据季节调整不充分、季节调整因子往往推高1-2月的增长和通胀等因素的扰动较大，后续来看这一超预期增长难以持续。而从美联储更为关注的核心通胀来看，仍然延续了下行趋势：2月核心CPI同比3.8%，为2021年5月以来低点；核心CPI的主要拉动项——主要住所租金和业主等价租金，在2月同、环比也均继续回落。结合新签租约等领先指标趋势、汽车价格进一步回落、劳动力市场需求逐步放缓等因素，年内二次通胀的风险不高，核心通胀总体仍将处于下行通道。第二，即使年初非农数据强劲，但1-2月就业数据被大幅下调、失业率抬升、薪资增速环比下行，表明劳动力市场降温的趋势同样没有改变，这也是鲍威尔表示“仅凭强就业不足以推迟降息”的主要原因。而年初以来其他各项重要经济数据，包括零售销售、个人实际消费支出、消费者信心指数、制造业与服务业PMI等均呈现下行趋势，表明持续高利率压制下，对经济各部门的影响已逐步显现，未来经济增长仍将继续放缓。

因此，在通胀尚未回落至目标水平、就业依然有韧性之际，美联储提前考虑“预防式降息”，避

免经济过快下行风险。此外，考虑到美国中小银行在高利率及收益率曲线深度倒挂的情况下风险依然较大，对金融风险的考量也是美联储年内转向宽松的原因之一。此前，鲍威尔在3月出席国会听证会上表示，“十分清楚降息过晚的风险”。我们判断，持续高利率下，经济下行以及可能出现的金融风险，正是美联储决定开启降息的主要原因。

**二、预计美联储开启首次降息的时点大概率将在6月，下半年可能再降息两次左右，全年累计降息75bp左右。**

我们判断，若3-4月通胀重新回归至偏弱走势，基准情形下，美联储将大概率在6月启动降息。6月会议前仍有3份就业和2份通胀报告，美联储降息决策取决于数据表现。若以过去6个月环比增速移动平均值计算，核心PCE通胀有望在今年4-5月降至同比2%左右的目标水平，核心CPI也有望在年中前后回落到3%左右，这将给美联储开启降息提供数据支撑。此外，6月开启降息，也可以避免三季度大选带来的干扰。因此，我们判断，不发生极端市场事件的情况下，美联储大概率将在6月首次降息。此后根据经济增长、就业及通胀形势，在下半年再降息两次，全年降息幅度大概率在75个基点。

不过，考虑到当前服务通胀粘性依然较高，考虑到通胀下行的动能不高以及价格水平的波动性，核心通胀实际下行至美联储合意区间的时点仍存在不确定性，若通胀压力超预期，美联储仍可能进一步推迟降息时点至下半年。此外，值得注意的是，本次会议上美联储大幅上修2024年经济增速预测，这表明美联储认为经济“软着陆”可能性进一步上升。同时上调的还有2025年和2026年的政策利率，这意味着美联储在本轮降息周期中可能更倾向于缩减降息幅度。

**三、缩表方面，短期融资市场流动性保持稳定，为美联储减缓缩表提供了平稳过渡的时间窗口。预计今年年中前后，美联储可能宣布taper，下半年正式放缓缩表，并可能在2025年上半年停止缩表。**

本次会议上，鲍威尔表示“美联储普遍认为放慢缩表步伐是适宜之举，目前没有紧迫做出关于缩表相关决定的必要，但预计将“相当快”开始放缓。今年以来，美国隔夜逆回购工具规模持续回落。截至3月19日，美国隔夜逆回购工具规模已从降至4400亿美元左右，且银行期限资金计划（BTFP）即将到期，这将边际降低对银行体系流动性的支持。不过，短期内市场流动性尚可，为美联储减缓缩表提供了平稳过渡的时间窗口。2月美国银行系统准备金与银行总资产之比不降反升，显示准备金仍位于充裕区间，SOFR利率稳定维持在3.1%左右，显示货币市场未出现明显的流动性压力。按照美联储当前缩表进程和银行准备金的充裕程度测算，准备金在今年底就会从过度充裕转为适度充裕水平。由此，美联储可能在年中前后就宣布taper，不排除分多步骤、逐步“减量”。基准情形下，2025年

上半年可能停止缩表，但具体时点仍存在不确定性。

权利及免责声明：

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、研究观点等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以其他方式传播。未获书面授权的机构及人士不应获取或以其他方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方或/及发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

本研究报告的结论，是在最初发表本报告日期当日按照东方金诚的研究流程及标准做出的独立判断，遵循了客观、公正的原则，未受第三方组织或个人的干预和影响。东方金诚可能不时补充、修订或更新有关信息，也可能发出其他与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但没有义务和责任更新本报告并通知报告使用者。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本声明为本研究报告不可分割的内容，任何使用者使用或引用本报告，应转载本声明。并且，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。