

3月 FOMC 会议点评

不急不躁，怡然自得

没有更鹰派的消息，就是市场的好消息。

- 3月 FOMC 会议声明较1月并未显著变动，显示美联储对同时实现充分就业和2%的通胀双目标仍有信心。
- SEP 显示美联储对美国经济未来的增长和就业均更为乐观，但维持通胀长期回归政策目标的判断；点阵图仍维持2024年3次降息预期，但态度边际“鹰派”的委员增多；“中性实际利率”上调显示美联储对美国经济增长潜力信心增强。
- 鲍威尔对通胀回到2%有耐心和信心，强调货币政策决定将取决于数据，并未打压年中开启降息的预期。
- FOMC 会议整体偏鸽派，市场小幅交易“宽松”。
- 点阵图对2024年全年降息三次的指引或将逐渐被落实，降息时机或易迟不易早。
- **风险提示：**美国通胀走势偏离预期，金融风险再次爆发。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济

证券分析师：周亚齐

yaqi.zhou@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522090002

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

3月FOMC会议声明较1月并未显著变动，显示美联储对同时实现充分就业和2%的通胀双目标仍有信心。北京时间3月21日凌晨，美联储在2024年的第二次FOMC会议上宣布将联邦基金利率目标范围维持在5.25%-5.50%的水平，但继续缩表计划，符合市场预期。相较于2024年1月FOMC声明，3月会议声明并无显著变化，仅在新增就业的判断上移除了1月“有所缓和”的措辞。整体来看，本次声明显示美联储对于经济增长仍然乐观，对于同时实现充分就业和2%的通胀双目标仍有信心，对于开启降息的条件也并未发生变动。

图表 1. FOMC 会议声明：3月较1月无显著变动

	2024年3月FOMC	2024年1月FOMC
货币政策决议	联邦基准利率维持不变 & 继续缩表	联邦基准利率维持不变 & 继续缩表
货币政策展望	委员会认为在其对通胀能够显著朝2%回落的信心更为充足之前降息是不合适的。	委员会认为在其对通胀能够显著朝2%回落的信心更为充足之前降息是不合适的。
经济增长	近期经济活动稳步扩张	近期经济活动稳步扩张
风险	实现就业和通胀政策目标的风险更趋平衡；经济增长前景仍是不确定的；通胀风险仍需高度关注	实现就业和通胀政策目标的风险更趋平衡；经济增长前景仍是不确定的；通胀风险仍需高度关注
通胀	通胀水平在过去一年中有所降温但仍处于高位	通胀水平在过去一年中有所降温但仍处于高位
就业	新增就业仍然强劲，失业率仍然处于低位	新增就业有所缓和但仍然强劲，失业率仍然处于低位

资料来源：美联储，中银证券

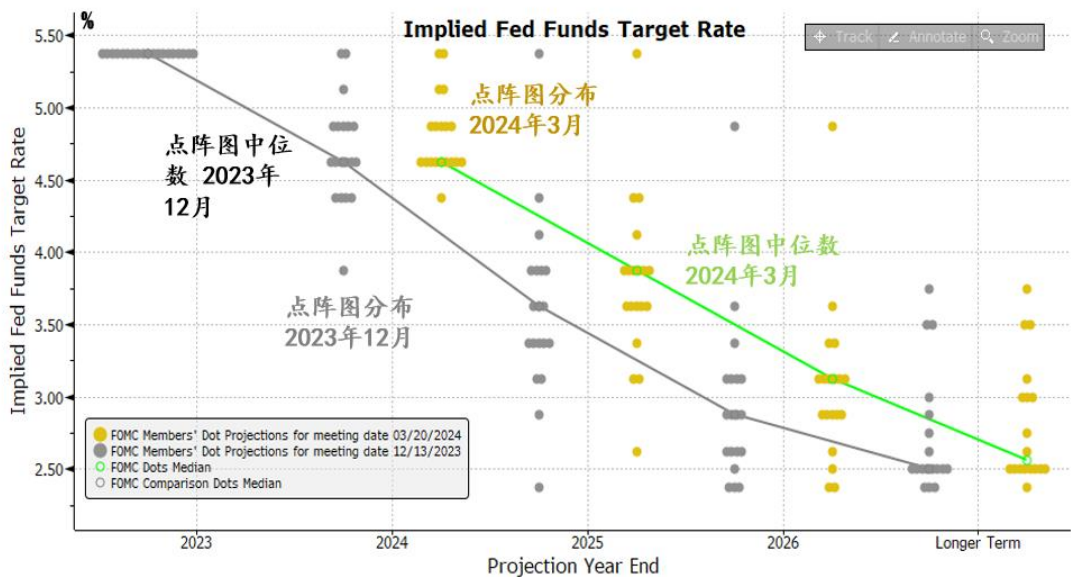
SEP 显示美联储对美国经济未来的增长和就业均更为乐观，但维持通胀长期回归政策目标的判断；点阵图仍维持 2024 年 3 次降息预期，但态度边际“鹰派”的委员增多；“中性实际利率”上调显示美联储对经济增长潜力信心增强。在本次货币政策会议结束后，美联储也公布了委员会成员们对于美国经济数据和联邦基准利率水平的最新预测值（SEP）。相较 2023 年 12 月的预测，委员会成员：1) 调高了其对于 2024 年至 2026 年的实际 GDP 增长预期（尤其是大幅调升了对 2024 年的增长预期），认为这三年经济增速均将维持在 2.0% 或以上，这意味着美国经济增速或将持续高于美联储认为的 1.8% 的长期增长水平，但仍略低于疫情前 2011-2019 年约 2.4% 的平均增速。2) 小幅调低了对 2024 年和 2026 年的失业率预期，认为这三年失业率均将维持在 4.0% 左右，这大致同 4.1% 的长期均值一致，同时显著低于疫情前 2011-2019 年约 5.8% 的平均失业率水平。3) 小幅调升了对未来通胀路径的预期，但维持 2026 年 PCE 回到 2% 政策目标的判断。4) 调高了对 2025 年、2026 年以及长期合意联邦基金利率水平的预期。尤其值得注意的是：A) 美联储维持了长期通胀 2% 的判断，但同时将长期合意联邦基金利率水平由 2.5% 上调至 2.6%，这意味着美联储已经将长期实际利率判断由长期保持的 0.5% 上升到了 0.6%，暗示美联储对“中性实际利率”水平的判断有所抬升，也即其认为美国经济增长的长期潜力（包括生产力水平等）有所抬升。B) 尽管 2024 年合意联邦基金利率水平（中位数）仍然维持在 4.6%，但从点阵图的实际分布来看，相较 2023 年 12 月，更多的委员会成员选择调高其对于 2024 年合意利率的判断，意味着边际“鹰派”的委员会成员数量增多。整体来看，最新的 SEP 显示美联储官员们对美国经济未来的增长和就业均更为乐观，但仍相信通胀水平将会缓慢回落至 2% 的政策目标。目前联邦基金利率目标范围是 5.25%-5.50%，有效利率为 5.33%，2024 年 4.6% 的合意水平意味着存在约 70 个基点的降息空间（也即 3 次，每次 25 个基点的降息空间）。

图表 2. 委员会成员对于未来关键经济数据和合意货币政策利率水平的预期值

预测中位数 %		2024	2025	2026	长期
GDP增速	2024年3月预测	2.1	2.0	2.0	1.8
	2023年12月预测	1.4	1.8	1.9	1.8
	变动%	0.7	0.2	0.1	0.0
失业率均值	2024年3月预测	4.0	4.1	4.0	4.1
	2023年12月预测	4.1	4.1	4.1	4.1
	变动	-0.1	0.0	-0.1	0.0
PCE同比增速	2024年3月预测	2.4	2.2	2.0	2.0
	2023年12月预测	2.4	2.1	2.0	2.0
	变动%	0.0	0.1	0.0	0.0
核心PCE同比增速	2024年3月预测	2.6	2.2	2.0	NA
	2023年12月预测	2.4	2.2	2.0	NA
	变动%	0.2	0.0	0.0	NA
合意联邦基准利率水平	2024年3月预测	4.6	3.9	3.1	2.6
	2023年12月预测	4.6	3.6	2.9	2.5
	变动 bp	0	30	20	10

资料来源：美联储，中银证券

图表 3. 美国联邦基准利率未来走势预期



资料来源：彭博，中银证券

鲍威尔对通胀回到 2%有耐心和信心，强调货币政策决定将取决于数据，并未打压年中开启降息的预期。在本次 FOMC 会后的记者会上，鲍威尔的发言中值得关注的部分包括：1) 就通胀而言，鲍威尔认为过去两个月通胀数据整体来看是平衡的，并未显著改变其对未来通胀路径的预期。鲍威尔表达了对通胀回到 2%政策目标的耐心和信心，同时认为未来通胀回落的路径将是缓慢并且存在波折的。2) 就经济活动而言，鲍威尔认为美国经济目前整体是强劲的，金融市场的流动性尽管整体是充裕的，但不同机构之间的流动性可能是不均衡的。鲍威尔也提及风险事件扰动的可能性。3) 就政策利率指引而言，鲍威尔仍然强调未来政策决定仍将取决于彼时的数据，但并未打消今年五月或六月开启降息的可能性。与此同时，他也提到尽管目前劳动力市场仍然强劲，但在劳动力市场快速降温的情形下，美联储将会提前开启降息。4) 就缩表计划指引而言，鲍威尔谈到本次会议讨论了放缓缩表节奏的时间表，并预期会在“不久的将来”开始执行。

FOMC会议整体偏鸽派，市场小幅交易“宽松”。近期公布的超预期的2月通胀数据在一定程度上推动市场提前对此次会议可能的鹰派表态做出了调整，但整体来看，本次FOMC会议仍然是较为鸽派的：尽管点阵图显示态度边际“鹰派”的委员增多，但2024年合意联邦基金利率水平（中位数）仍然维持在4.6%，同时鲍威尔在记者会上的发言仍然偏鸽派。因此主要资产尽管在会议声明和记者会期间出现了较大波动，但最终仍然呈现出“美元指数和美债收益率回落，美股和黄金携手上涨”的“宽松交易”特征。值得注意的是，美债收益率的回落主要集中在中短端（5年期以内），而长端收益率变动则相对较小，显示市场并未明显调整对长期货币政策路径的预期。从联邦基金利率期货定价的隐含预期来看，会议前后市场对6月开启降息和全年降息幅度的预期均未出现明显调整。近期，市场对6月开启降息的概率预期持续在50%-70%之间震荡，对于全年的降息幅度预期则大致围绕80个基点波动，这同点阵图所暗示的全年降息3次的预期基本一致。

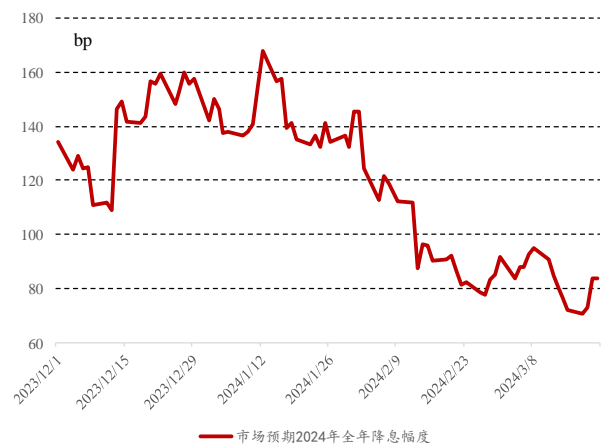
点阵图对2024年全年降息三次的指引或将逐渐被落实，降息时机或易迟不易早。我们预计未来数月美国通胀韧性将延续，但大幅反弹的可能性较低，而失业率则可能维持在4%左右，因此点阵图对2024年全年降息三次的指引或将得到维持并逐渐被落实。但考虑到地缘政治冲突和年末大选所可能带来的不确定性，美联储或更有动机选择更迟而不是更早开启降息，以最大程度上保留政策空间和主动性。

图表 4. 市场对 2024 年 6 月降息概率计价的变动情况



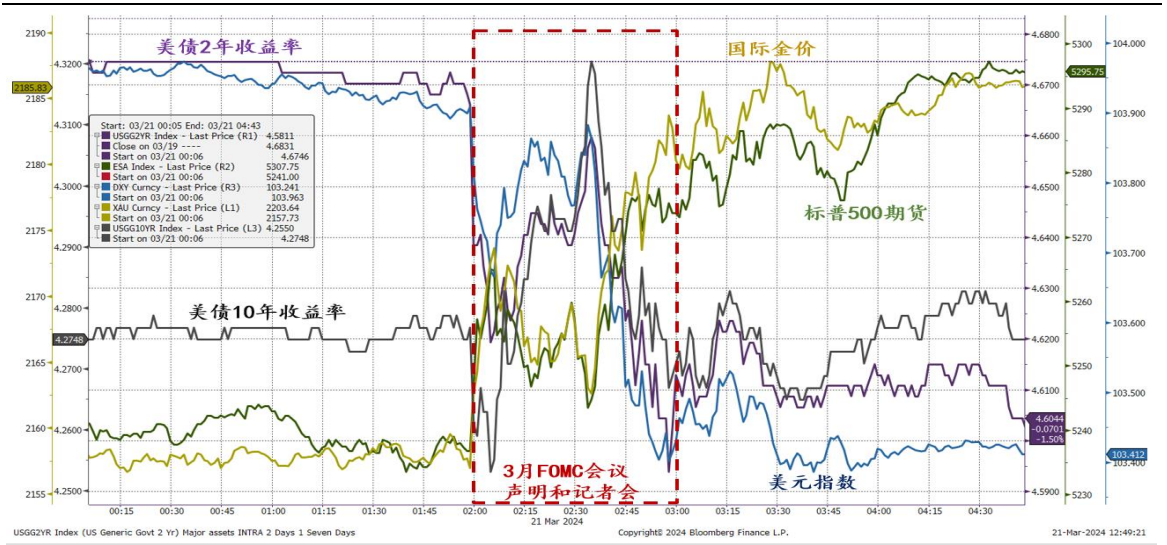
资料来源：彭博，中银证券

图表 5. 市场对 2024 年全年降息幅度计价的变动情况



资料来源：彭博，中银证券

图表 6. 美国联邦基准利率未来走势预期



资料来源：彭博，中银证券

风险提示：美国通胀走势偏离预期，金融风险再次爆发。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分予任何其他人，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371