

宏观策略

美联储降息预期或将再度下修——3月FOMC会议简评

2024年3月21日

宏观策略研究/事件点评

山证宏观策略团队

分析师：

范鑫

执业登记编码：S0760523070002

邮箱：fanxin@sxzq.com

投资要点：

3月FOMC维持政策利率水平不变，通胀数据超预期不改美联储立场

3月FOMC会议再度维持政策利率水平不变，符合市场一致预期。而市场更为关注的是，1月、2月美国通胀数据连续超预期是否会使美联储推迟降息？结合点阵图以及鲍威尔的发言来看，美联储认为1月、2月的数据存在季节性因素的干扰，不应过度解读，鲍威尔表示物价压力仍然在持续改善，再度确认当前利率水平已达峰值，年内将开启降息。而根据点阵图，委员们预期2024年将累计降息3次75bp，但与此同时，“great confident”亦没有达成，有9位委员（共19位）认为应至多降息2次。

美联储上调中性利率预期，市场上调6月降息预期

从SEP来看，美联储委员对美国经济前景的预期更加乐观。上调了2024年GDP增速预期至2.1%（23年12月预测为1.4%），下调2023失业率预期至4.0%（23年12月预测为4.1%），上调核心PCE预期至2.6%（23年12月预测为2.4%）。此外，对长期利率的预期升至2.6%，值得关注，长期中性利率或许难以回到疫情前水平，叠加通胀韧性，美债中枢或已明显抬升。

整体而言，本场发布会偏鸽，主因美联储倾向于认为2024年以来的通胀数据存在噪音，而非过度强调其放缓下降的趋势。因此，会后市场对于6月开启首次降息的预期再度调升，截至美东时间3月20日8点44分，CME FedWatch显示市场预期6月开启首次降息的概率为73.6%（3月19日约为55.6%），全年累计降息75bp。

美联储提及很快将开启QT Taper，但具体细节仍未定

鲍威尔明确表示即将开启缩表减速，但具体细节未定，后续关注纪要中的相关表述。

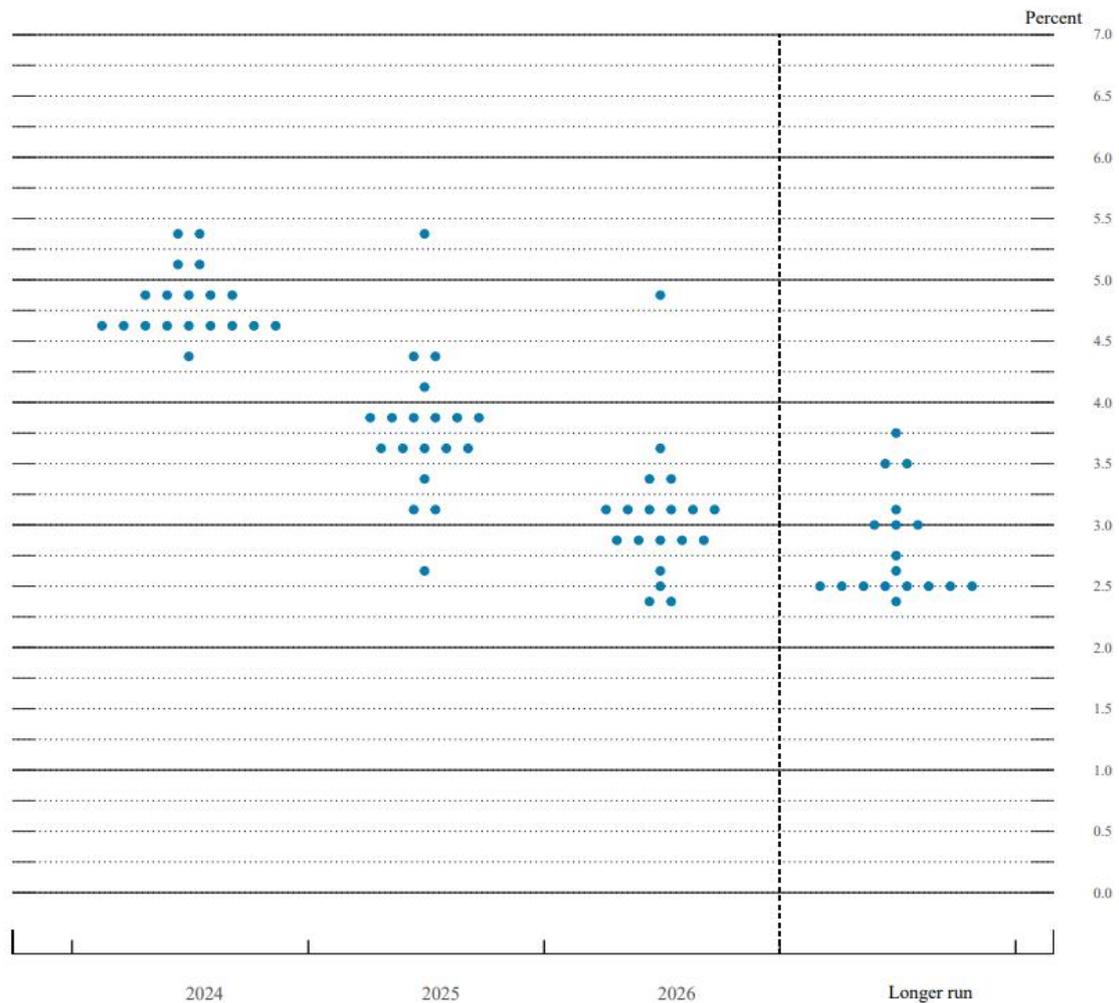
关注后续美国通胀与经济数据表现，美联储全年降息或少于3次

我们认为，美联储后续的货币政策路径仍将取决于经济数据的表现，因此，市场预期预计仍将持续波动。整体来看，虽超额储蓄面临耗尽的风险，但财政发力依旧能够对美国居民消费形成一定支撑（详见2024年1月发布的报告《解析美国财政》），就业市场在更多劳动力加入的背景下供需有望进一步改善，目前来看，并未出现裁员上升、就业市场走弱的迹象，而关于通胀，我们认为在粘性价格的作用下，今年的降通胀之路将不及2023年顺畅（详见2024年2月报告《美国通胀的“最后一公里”》）。因此，我们认为美国经济与通胀均有韧性，市场未来或将再度下修降息预期（少于3次）。

风险提示：美国经济超预期下行，美国通胀超预期反弹。



图 1: 3 月 FOMC 点阵图



数据来源: FED, 山西证券研究所

图 2: 3 月 SEP

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

数据来源: FED, 山西证券研究所

图 3：CME FedWatch 工具美联储政策利率预期（截至美东时间 3 月 20 日 08:44）

CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	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%	6.9%	93.1%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.4%	73.6%	21.0%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.7%	39.2%	47.5%	10.6%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.2%	32.3%	45.9%	17.6%	2.0%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.0%	1.1%	18.0%	39.5%	31.0%	9.4%	1.0%
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.8%	12.5%	32.4%	33.8%	16.5%	3.7%	0.3%
2025/1/29	0.0%	0.4%	7.0%	23.1%	33.2%	24.6%	9.7%	1.9%	0.1%
2025/3/19	0.2%	4.1%	15.9%	28.7%	28.4%	16.3%	5.4%	0.9%	0.1%
2025/4/30	1.8%	9.0%	21.2%	28.6%	23.4%	11.8%	3.5%	0.6%	0.0%

数据来源：CME FedWatch，山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：



上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层