

## 证券研究报告

## 宏观研究

## 专题报告

解运亮 宏观首席分析师

执业编号：S1500521040002

联系电话：010-83326858

邮箱：xieyunliang@cindasc.com

麦麟玥 宏观研究助理

邮箱：mailinyue@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

## 强经济预期未改联储降息初衷

2024年3月21日

3月FOMC，美联储明显上调经济增长预期，对核心PCE的预期也有上调，但并未收窄降息预期，这释放了什么信号？

- **通胀反弹不改美联储降息初衷。**1-2月美国通胀超预期表现，一度让市场担忧美联储会减少此前的降息次数，但3月FOMC上鲍威尔重申今年降息，且点阵图显示仍保留3次降息预期，通胀反弹并未改变美联储的降息初衷。季度性经济预测概要显示，联储上调了经济增速和核心通胀PCE，但政策利率中枢并未调整，我们认为这或是当前通胀回落的崎岖仍在联储预期的可接受波动范围之内，对短期通胀反弹，联储不愿反应过度。
- **美联储对通胀达标的信心仍大于担忧。**今年1-2月通胀回落显得崎岖，但美联储对通胀达标的信心仍大于担忧。第一，能源价格上涨是通胀水平边际反弹的主要贡献。第二，在人口继续增长叠加劳动力需求回落下，劳动参与率恢复进程缓慢或是失业率未能明显回升的关键之一。更重要的是，鲍威尔指出薪酬增幅不是通胀的主推力，并强调就业本身不是推迟降息的理由。当前服务通胀贡献中，与非住房服务通胀相比，住房通胀贡献较大。我们认为，住房成本回落慢，可能成为阻碍通胀达到目标的最大项。
- **美国降息利好下，中国货币政策空间或也更大。**通胀反弹后，市场一度担心美联储会降低降息次数，3月FOMC点阵图显示美联储保留3次降息指引后，推高了美国股市表现，同时压低了美债收益率。不仅如此，美联储保留年内3次的降息预期后，现货黄金也突破2200美元的关口。于中国而言，今年美联储降息利好下，国内货币政策的空间或也更大。当美联储进入降息通道后，或将降低人民币汇率面临的承压程度，与此同时，在我国也放宽人民币汇率合理区间的情况下，我国货币政策的可操作空间得到了扩大。
- **风险因素：**地缘政治风险，国际油价上涨超预期等。

目 录

一、通胀反弹不改美联储降息初衷.....	3
二、美联储对通胀达标的信心仍大于担忧.....	5
三、美国降息利好下，中国货币政策的空间或也更大.....	7
风险因素.....	8

表 目 录

表 1：3 月 FOMC 经济预测表.....	4
表 2：2024 年美联储 FOMC 票委近期表态.....	4
表 3：美联储结束加息到首次降息开启期间各类资产价格走势.....	8

图 目 录

图 1：今年 3 月与去年 12 月的 FOMC 点阵图.....	3
图 2：通胀回落主要源自非核心通胀、核心商品通胀回落.....	5
图 3：服务通胀中，住房通胀的贡献大于非住房通胀.....	5
图 4：美国的 ECI 薪资同比继续回落.....	7
图 5：3 月 FOMC 会议前后，市场降息路径预期对比.....	6

## 事件：

北京时间3月21日凌晨2:00，美联储公布3月利率决议。凌晨2:30，美联储主席鲍威尔召开新闻发布会。

## 一、通胀反弹不改美联储降息初衷

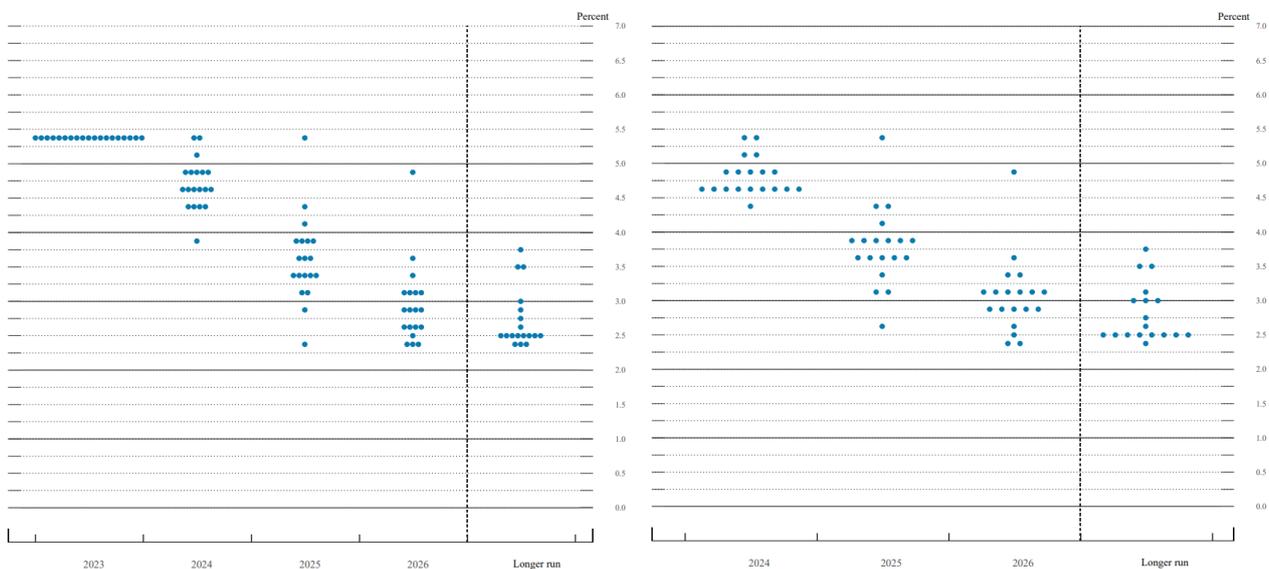
3月议息会议美联储暂停加息，联邦基金利率目标区间维持5.25%-5.50%不变。在本次会议上，有几个关键信息：

**第一，维持之前缩表节奏，再次强调今年降息。**尽管1月FOMC会议指出将于本次会议讨论资产负债表问题，但3月的FOMC会议并没有针对资产负债表的调整做任何新决定。此次会议依旧维持之前的缩表节奏不变，即每月上限950亿美元(600亿美元国债+350亿美元MBS)。

**第二，点阵图保持年内降息3次的指引。**2月通胀反弹，让市场担忧美联储会调整全年降息次数，但对比去年12月和3月的点阵图来看，点阵图的利率中值没有发生变化。变化在于，更多的美联储官员就2024年的利率中值达成了一致。点阵图保持3次降息的指引，被市场解读成偏鸽。

**第三，美联储经济预测调整背后，显示对经济韧性更有信心。**3月FOMC会议上，季度性经济预测概要(SEP)显示，美联储上调了GDP增长和核心PCE的预测。美联储对2024年GDP增速的预测从去年12月的1.4%上调至今年3月的2.1%，对2024年核心PCE的预测从去年12月的2.4%上调至今年3月的2.6%。同时，下调了2024年的失业率预测，从4.1%下调至4.0%。

图 1：今年3月与去年12月的FOMC点阵图



资料来源：美联储官网，信达证券研发中心，左图为去年12月FOMC点阵图，右图为今年3月FOMC点阵图

**表 1: 3 月 FOMC 经济预测表**

变量 (%)	中位数				集中趋势			
	2024	2025	2026	长期	2024	2025	2026	长期
实际 GDP 增速	2.1	2.0	2.0	1.8	2.0-2.4	1.9-2.3	1.8-2.1	1.7-2.0
12 月预测值	1.4	1.8	1.9	1.8	1.2-1.7	1.5-2.0	1.8-2.0	1.7-2.0
失业率	4.0	4.1	4.0	4.1	3.9-4.1	3.9-4.2	3.9-4.3	3.8-4.3
12 月预测值	4.1	4.1	4.1	4.1	4.0-4.2	4.0-4.2	3.9-4.3	3.8-4.3
PCE	2.4	2.2	2.0	2.0	2.3-2.7	2.1-2.2	2.0-2.1	2.0
12 月预测值	2.4	2.1	2.0	2.0	2.2-2.5	2.0-2.2	2.0	2.0
核心 PCE	2.6	2.2	2.0	-	2.5-2.8	2.1-2.3	2.0-2.1	-
12 月预测值	2.4	2.2	2.0	-	2.4-2.7	2.0-2.2	2.0-2.1	-
联邦基金利率	4.6	3.9	3.1	2.6	4.6-5.1	3.4-4.1	2.6-3.4	2.5-3.1
12 月预测值	4.6	3.6	2.9	2.5	4.4-4.9	3.1-3.9	2.5-3.1	2.5-3.0

资料来源: 美联储, 信达证券研发中心

**表 2: 2024 年美联储 FOMC 票委近期表态**

		2024年票委	2024年票委近期表态	
			通胀	降息看法/降息时点
联邦储备系统理事会	Jerome H. Powell, (鲍威尔) Board of Governors, Chair		可能还要一段时间才能看到“通胀率持续地处于2%”。(3.8)	FOMC利率政策现在相当具有限制性, 现在高于中性利率, <b>距离降息不是很远</b> 。(3.8)
	Michael S. Barr, (巴尔) Board of Governors		/	/
	Michelle W. Bowman, (鲍曼) Board of Governors		如果数据表明通胀在朝着目标水平2%持续回落, 那么逐步降低政策利率以防止货币政策限制性过度是合适的。(2.28)	重申“ <b>现在还不是</b> ”降息时机, 如果数据显示通胀进展停滞或逆转, 美联储仍愿意提高政策利率。(3.7)
	Lisa D. Cook, (库克) Board of Governors		希望在降息之前对控通胀更具信心。(2.23)	/
	Philip N. Jefferson, (杰斐逊) Board of Governors		有可能在不大幅增加失业率的情况下降低通胀。(2.22)	谨防过度放松政策, 需要“大量证据”支持降息, 希望美联储采取行动时考虑到政策滞后性。 <b>今年晚些时候降息</b> 可能是合适的。(2.22)
	Adriana D. Kugler, (库格勒) Board of Governors		对美国通胀前景乐观, 暗示短期内无需急于降息。(2.8)	通胀和劳动力市场的持续放缓可能使降息变得合适, 但没有给出降息时间预估。(2.8)
	Christopher J. Waller, (沃勒) Board of Governors		/	/
永久票委	John C. Williams, (威廉姆斯) New York, Vice Chair		降息将取决于通胀朝着2%回落的信心。(2.29)	<b>今年稍晚</b> 可以考虑降息。(2.29)
轮值票委	Thomas I. Barkin, (巴尔金) Richmond		通胀上行风险仍在, 担心一旦商品价格通胀告一段落, 服务业价格涨幅仍将居高不下。(2.21) 希望确信通胀回落是更大范围的现象且具有可持续性(2.9),正在 <b>关注1个月与3个月期通胀指标</b> , 而不是12个月的长期指标。(2.21)	重申美联储在降息之前可以耐心地等待。(2.9)
	Raphael W. Bostic, (博斯特克) Atlanta		宣布通胀胜利为时尚早, 降息存在释放新需求并加剧通胀的风险。(3.5)	预计 <b>首次降息之后将按下暂停键</b> 以进行评估; 美联储在今年年底前进行两次25个基点的降息。(3.5)
	Mary C. Daly, (戴利) San Francisco		上升的住房成本推高了通胀。部分由供应不足造成的房价居高不下已帮助推高通胀超过美联储2%的目标。(3.7)	必要时可以降息, 如果降息太快, 通胀会陷入困境。(3.1)
	Loretta J. Mester, (梅斯特) Cleveland		希望看到更多数据表明美国通胀下滑, “FOMC降息将助燃通胀”这种风险不足为虑。(3.8)	如果经济增长如预期般放缓, 今年晚些时候将降息; 美联储可能会渐进式地降息。(3.8)
候补票委	Austan D. Goolsbee, (古尔斯比) Chicago		预计今年随着通胀进一步降温, 政策制定者将降息。(3.9)	不支持等通胀率达到2%再降息; 美联储的通胀目标是基于PCE, 而不是CPI。(2.14)
	Boston		/	/
	St. Louis		/	/
	Kansas City		/	/
	Sushmita Shukla, First Vice President, New York		/	/

资料来源: 美联储, 财联社, 信达证券研发中心

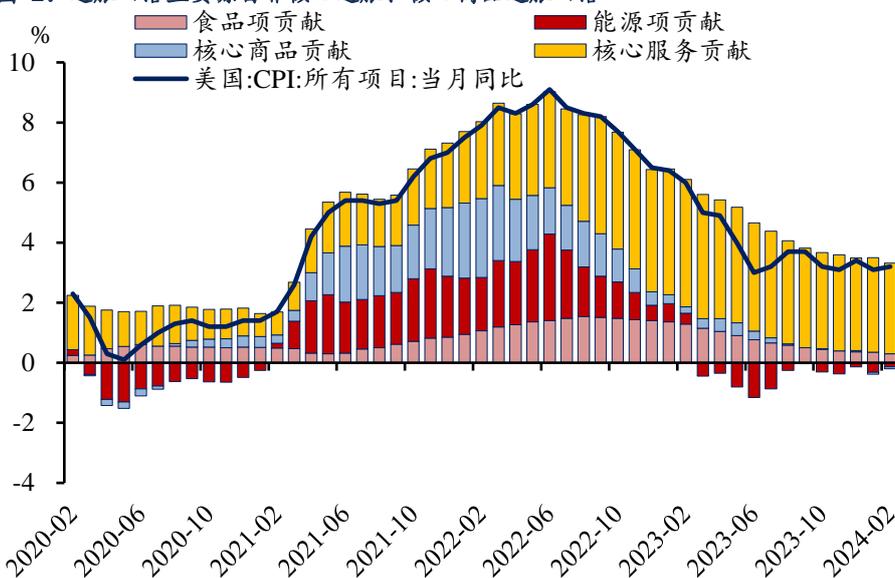
## 二、美联储对通胀达标的信心仍大于担忧

1 月的 FOMC 会议以来，1、2 月的通胀数据均超市场预期，1-2 月通胀回落显得崎岖，但美联储对通胀达标的信心仍大于担忧。

**第一，能源价格上涨是通胀水平边际反弹的主要贡献。**2 月美国 CPI 同比上涨 3.2%，高于市场预期的 3.1%，也高于前值。但我们认为，2 月 CPI 边际反弹主要是能源分项 CPI 的拖累明显改善带来的贡献。油价回升背后，主要是巴以冲突升级、红海局势持续紧张。

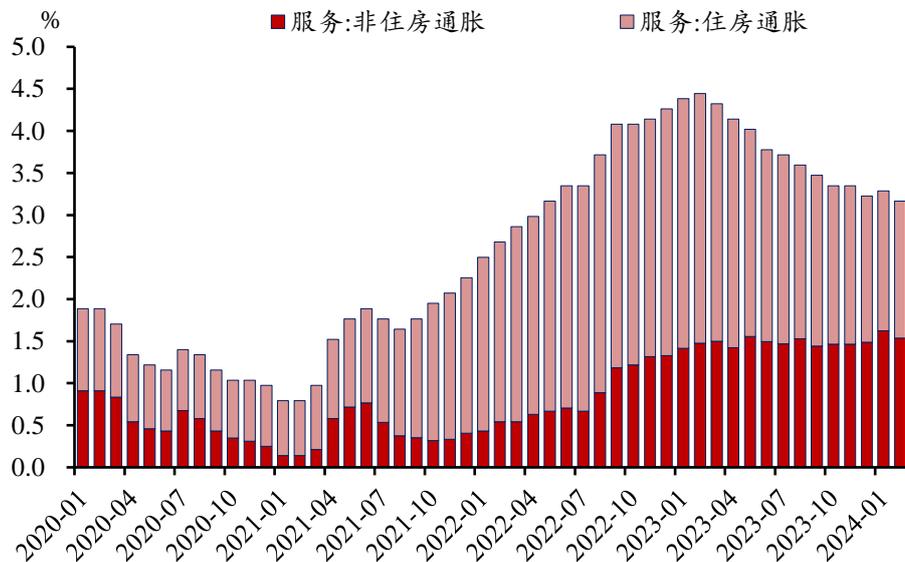
**第二，劳动参与率恢复进程受阻，导致失业率未如期回升。**自 2023 年 11 月开始，美国就业人数和岗位空缺数均呈下行趋势，就业需求略显回落，美国 16 岁以上人口也在继续增长，但自去年年底以来，美国劳动参与率开始出现回落，并连续三个月持平在 62.5%。我们认为，这是人口继续增长叠加劳动力需求回落下，失业率也未能如期明显回升的关键之一。

图 2：通胀回落主要源自非核心通胀、核心商品通胀回落



资料来源：Wind, ifind, 信达证券研发中心

图 3：服务通胀中，住房通胀的贡献大于非住房通胀



资料来源：Wind, ifind, 信达证券研发中心

更重要的一点是，鲍威尔指出薪酬增幅不是通胀的主推力，并强调就业本身不是推迟降息的理由。

目前来看，美国核心CPI持续回落，商品通胀继续下降的空间或已非常有限，未来通胀走势的关键在于服务通胀的回落。而当前服务通胀贡献中，与非住房服务通胀相比，住房通胀贡献较大（图3）。我们认为，住房成本回落慢，可能成为阻碍通胀达到目标的最大项。对比来看，这或是美联储官员认为可以在不大幅增加失业率的同时降低通胀的一个理由。

但总体看，我们认为，不论是住房通胀，还是就业市场影响的非住房通胀，都要出现连续回落，降息才可能启动。

图 4：3 月 FOMC 会议前后，市场降息路径预期对比

CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES								
MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/3/20			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	99.0%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.8%	94.2%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.6%	60.4%	36.0%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.5%	27.1%	50.3%	21.1%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	19.1%	43.1%	30.2%	6.5%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.5%	9.8%	30.8%	36.8%	18.7%	3.4%
2024/12/18	0.0%	0.3%	6.8%	24.0%	34.9%	24.6%	8.4%	1.1%
2025/1/29	0.2%	3.7%	15.7%	29.6%	29.5%	16.1%	4.6%	0.5%
2025/3/19	2.0%	10.0%	23.0%	29.6%	22.5%	10.1%	2.5%	0.3%

CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES										
MEETING DATE	300-325	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%	10.5%	89.5%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	7.5%	67.3%	25.2%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.8%	37.8%	46.0%	12.4%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.0%	31.0%	44.3%	19.1%	2.5%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.5%	17.3%	37.8%	31.5%	10.7%	1.2%
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.0%	1.1%	12.4%	31.4%	33.5%	17.1%	4.1%	0.4%
2025/1/29	0.0%	0.0%	0.6%	7.1%	22.5%	32.5%	24.8%	10.2%	2.1%	0.2%
2025/3/19	0.0%	0.3%	4.2%	15.7%	28.1%	28.2%	16.7%	5.7%	1.1%	0.1%
2025/4/30	0.1%	1.9%	8.9%	20.8%	28.1%	23.4%	12.2%	3.8%	0.6%	0.0%

资料来源: CME, 信达证券研发中心

注: 上图为 3 月 FOMC 会议前夕, 时间截至 2024 年 3 月 20 日

下图为 3 月 FOMC 会议后, 时间截至 2024 年 3 月 21 日

**图 5：美国的 ECI 薪资同比继续回落**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

### 三、美国降息利好下，中国货币政策的空间或也更大

结束加息以来美债的表现变弱，主要是受前期降息预期调整的影响。前 7 轮美联储从结束加息到首次降息期间的数据均显示，美债表现均较强。而第 8 轮自结束加息以后，美债的表现变弱，我们认为这主要是受到前期降息预期调整的影响。截至 2024 年 3 月 20 日，除了美债走弱，标普、美元、黄金均有不错的涨幅。

而本次会议美联储降息初衷不变，提振了美国资产的市场表现。通胀反弹后，市场一度担心美联储会降低降息次数，3 月 FOMC 点阵图显示美联储保留 3 次降息指引后，推高了美国股市表现，同时压低了美债收益率。不仅如此，美联储保留年内 3 次的降息预期后，现货黄金涨超 1.2%，突破 2200 美元的关口。

于中国而言，今年美联储降息利好下，国内货币政策的空间或也更大。今年如果美联储停止加息或进入降息通道，有望利好国内货币政策。因为美联储停止加息或进入降息通道或将降低人民币汇率面临的承压程度，同时在我国也放宽人民币汇率合理区间的情况下，我国货币政策的可操作空间得到了扩大。

**表 3：美联储结束加息到首次降息开启期间各类资产价格走势**

	最后加息	首次降息	目标利率 (%)	标普500指数涨跌幅 (%)	10年美债涨跌幅 (%)	美元指数涨跌幅 (%)	黄金涨跌幅 (%)
1	1984-08-09	1984-09-20	11.25	1.17	-2.62	6.03	-1.60
2	1985-03-28	1985-04-24	8.50	1.51	-4.26	-0.36	-1.30
3	1995-02-01	1995-07-06	5.75	17.77	-21.02	-7.27	2.10
4	1997-03-25	1998-09-29	5.25	32.94	-32.00	0.36	-15.33
5	2000-05-16	2001-01-03	6.00	-8.08	-20.06	-0.84	-3.21
6	2006-06-29	2007-09-18	4.75	19.40	-13.79	-7.86	21.30
7	2018-12-20	2019-08-01	2.25	19.70	-31.90	1.99	11.67
8	2023-07-27	-	5.5	15.15	6.48	1.61	10.90

资料来源: Wind, ifind, 信达证券研发中心, 第 8 轮截止时间为 2024.3.20

## 风险因素

地缘政治风险，国际油价上涨超预期等。

## 研究团队简介

解运亮，信达证券宏观首席分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学财政金融学院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。2022年Wind金牌分析师宏观研究第二名。2022年云极“十大讲师”。2023年东方财富Choice最佳宏观分析师。2023年中国信达集团“金牌宣讲人”。首届“21世纪最佳预警研究报告”获得者。

麦麟玥，信达证券宏观研究助理。中山大学管科硕士，2022年7月加入信达证券研究所，从事宏观经济研究。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券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。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准15%以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5%之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准5%以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。