

宏观报告

证券研究报告

2024 年 03 月 21 日

“平衡”的联储，“矛盾”的尺度

2024 年 3 月美联储议息会议宣布维持当前联邦基金利率在 5.25%-5.5% 区间不变，每月减持 600 亿美元国债与 350 亿美元 MBS 的计划不变，均符合市场预期。

本次会议与上次会议一脉相承，均传递出“更好平衡，更大信心，更晚降息”的立场。但是当前的宏观环境相比 1 月会议有所变化，经济与通胀均偏向上行风险。

我们认为美联储对通胀放缓的自信显得有些“无的放矢”，也进一步削弱了 2% 通胀目标的可信度，尽管在很大程度上该目标已“名存实亡”。

美联储保持点阵图大致不变，而上调经济与核心通胀增速是一个非常矛盾的组合。我们认为这是美联储为了防止经济衰退，提升了对通胀的容忍度，并用此方式表示对 2% 通胀目标的摒弃。

考虑到上文提到的对通胀更高的容忍度以及当前经济韧性，鲍威尔也明确表示，疫情前的低利率“已成往事”。

降息的触发条件依然是“对通胀回归 2% 更有信心”，或“就业市场超预期走弱”。我们已经论述过联储对于通胀回归的“过于自信”，另一个疑问是如何去衡量参考移民对劳动力市场的影响。

关于缩表 (QT)，鲍威尔明确表示会很快 (fairly soon) 降低缩表速度，但本次会议并未透露具体细节。他着重关注了流动性分布不均衡的问题；表示缩表越慢，缩表的终点 (LCOR) 就越低。

风险提示：美国经济迅速恶化，美联储缩表引发流动性风险，美国通胀持续上行风险

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

相关报告

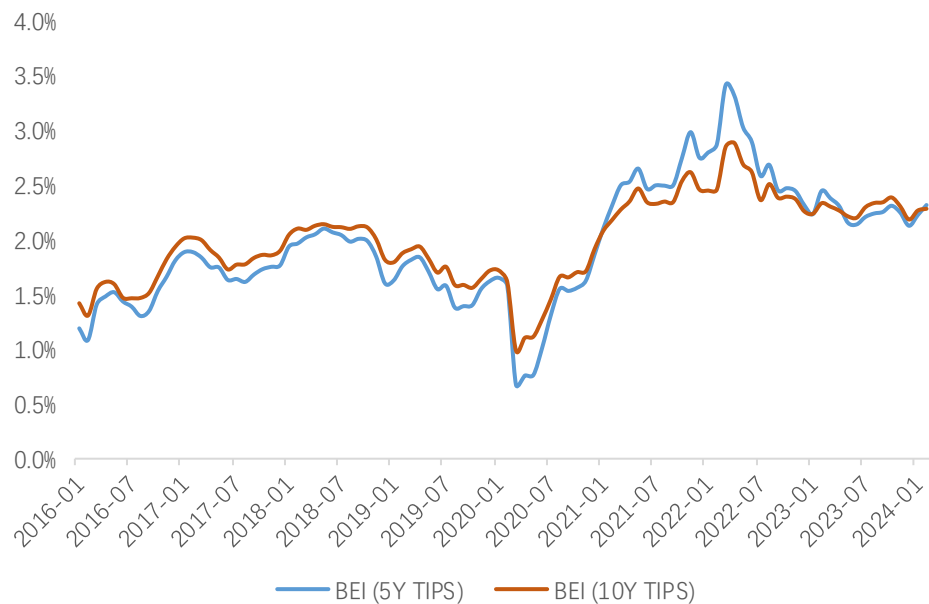
- 1 《宏观报告：宏观报告-写在日本负利率时代结束之际》2024-03-20
- 2 《宏观报告：宏观-开门红，完成 5% 还需要多少？》2024-03-19
- 3 《宏观报告：宏观-大类资产风险定价周度观察-24 年 3 月第 3 周》2024-03-19

2024 年 3 月美联储议息会议宣布维持当前联邦基金利率在 5.25%-5.5% 区间不变，每月减持 600 亿美元国债与 350 亿美元 MBS 的计划不变，均符合市场预期。

本次会议与上次会议一脉相承，均传递出“更好平衡，更晚降息”的立场。但是当前的宏观环境相比 1 月会议有所变化，超级核心通胀持续反弹，独户新开工保持上行趋势，2 月 PPI 亦有所增长，经济与通胀均偏向上行风险。

我们认为美联储对通胀终将放缓至 2% 的自信显得有些“无的放矢”，对通胀预期稳定的认知“有失偏颇”。这也进一步削弱了 2% 通胀目标的可信度，尽管在很大程度上该目标已“名存实亡”。

图 1：疫情后长期通胀预期明显上行



资料来源：Fred, 天风证券研究所

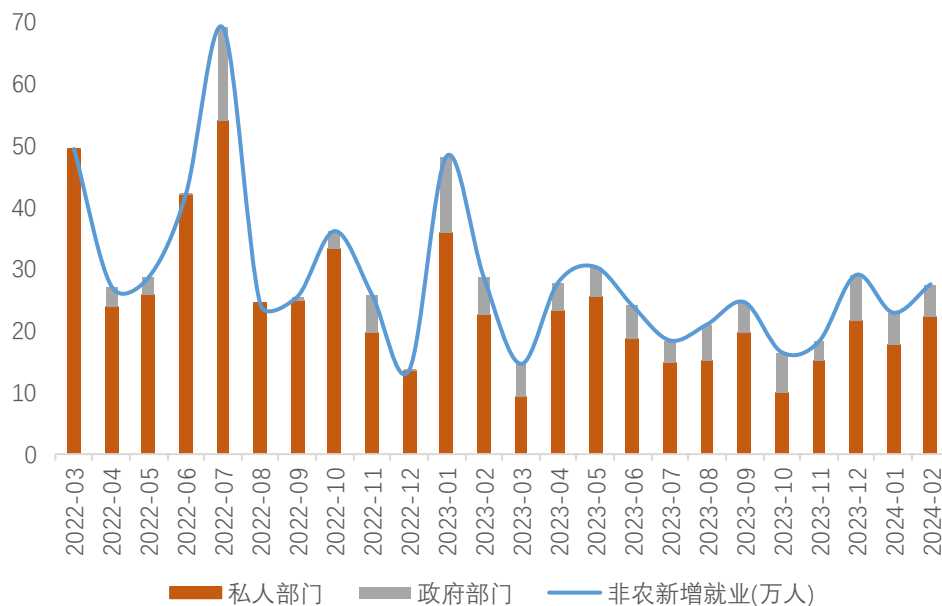
此前在 3 月 12 日发布的报告《美国核心通胀反弹的两条线索》中提到，我们认为未来美国核心通胀或将进一步反弹，其背后有两条主要线索：

线索一是住房通胀。去通胀进程本就极其有限的住房通胀，将随着房价的反弹带来新的通胀压力。

线索二是低技能服务通胀。火热的低技能服务业与难弥合的劳动力供需缺口将推动超级核心通胀反弹。

从此次会议具体内容来看，整体声明几乎没有改动，仅小幅增强对劳动力市场现状的表述(Job gains have remained strong)。这也表达出美联储并未因近期较为强劲的就业形势和有所反弹的通胀数据而改变对经济形势的判断。

图 2：美国非农新增就业持续保持在 20 万人以上

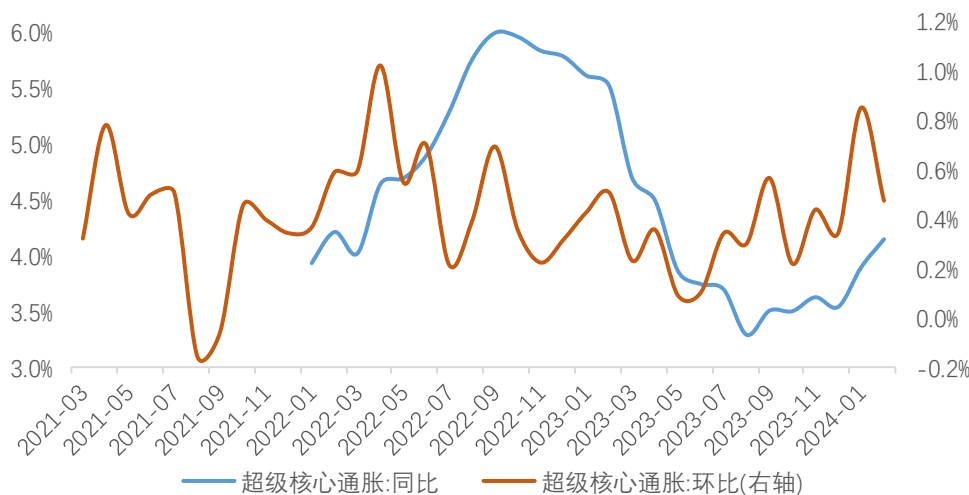


资料来源：Wind, 天风证券研究所

我们认为美联储再一次更换了自己的参考系，体现出参考尺度的矛盾。

在参考尺度的选取上，从通胀结构向整体通胀回归，从三个月、六个月环比年化向同比读数回归。当前超级核心 CPI 同比连续 6 个月震荡上行，再次突破 4% 水平；而六个月环比折年水平更是高达 5.77%。

图 3：美国核心通胀连续六个月反弹，上行风险凸显



资料来源：Wind, 天风证券研究所

宛如去年年中用快速升高的长端利率与收紧的金融条件来“代替”加息。随后金融条件持续放宽，各类信贷标准边际放松，却又默默不再提及相关的表述。

我们认为当前连续性的通胀反弹被选择性忽视，像是本轮周期开始时“暂时性通胀”的复现。从去年国债供给冲击以来，meeting by meeting 与数据依赖更像是口头承诺。

美联储认为当下是去通胀进程上的一次颠簸，也凸显尺度上的矛盾

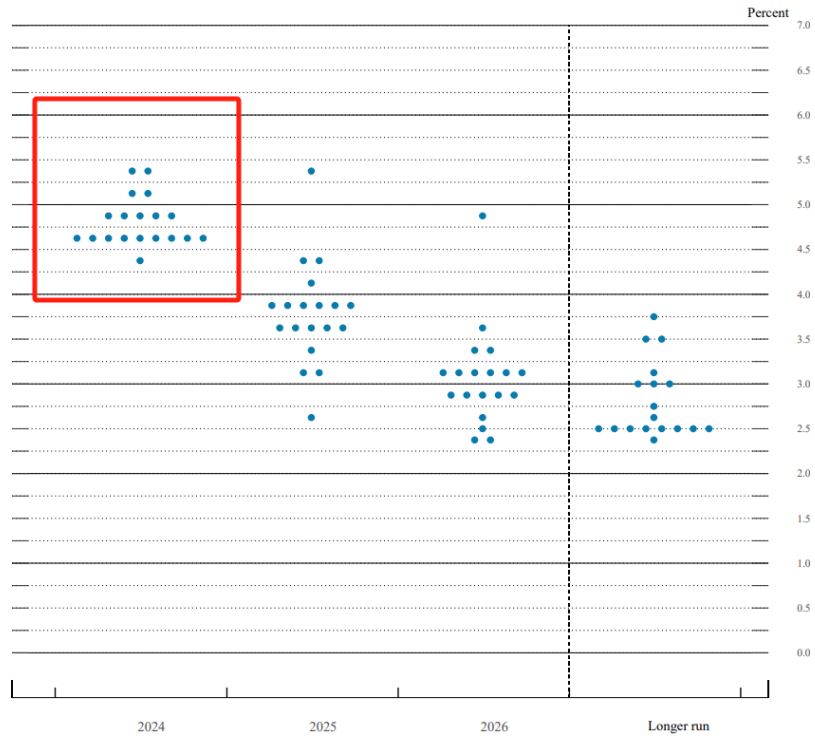
而此前预期的点阵图修正并未出现，2024 年仍然是 3 次降息预期，而 2025、2026 年则

分别下调了 1 次降息预期。2024 年的降息预期十分胶着，9 位委员支持降息两次或更少，9 位委员支持降息三次，1 位委员支持降息四次。

图 4：点阵图显示 2024 年降息预期集中在 2-3 次

For release at 2:00 p.m., EDT, March 20, 2024

Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



资料来源：FED，天风证券研究所

经济预测（SEP）中则上调对本年度 GDP 预测（2024 从 1.4%上调至 2.1%；2025、2026 均小幅上调至 2.0%），小幅上调本年度核心 PCE 预测（从 2.4%上调至 2.6%）。

图 5：经济预测中上调了经济增速与通胀增速

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	2.0	2.5-2.8	2.1-2.3	2.0-2.1	2.0-2.1	2.4-3.0	2.0-2.6	2.0-2.3	2.0
December projection	2.4	2.2	2.0	2.0	2.4-2.7	2.0-2.2	2.0-2.1	2.0-2.1	2.3-3.0	2.0-2.6	2.0-2.3	2.0
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

资料来源：FED，天风证券研究所

美联储保持点阵图大致不变，而上调经济与核心通胀增速是一个非常矛盾的组合。我们认为这是美联储为了防止经济衰退，提升了对通胀的容忍度，亦暗含了对 2%通胀目标的放弃。

美联储时隔 5 年再次上调了长期利率预测，从 2.5% 上修至 2.6%。美联储也意识到当前的货币政策不够具备限制性，即中性利率正缓慢上行，不排除未来继续上调的可能。

中性利率的持续走高也意味着货币政策限制性在下降，压缩了降息的空间。

考虑到上文提到的对通胀更高的容忍度以及当前经济韧性，鲍威尔表示疫情前的低利率大概率“已成往事”。

降息的触发条件依然是“对通胀回归 2% 更有信心”，或“就业市场超预期走弱”。我们已经论述过联储对于通胀回归的“过于自信”，另一个疑问是如何去衡量“就业市场走弱”。

尤其是近期有关美国移民与劳动力人口的问题十分火热。布鲁金斯学会最新研究认为考虑了移民因素后，美国潜在就业水平或在 16-20 万人，这是此前美联储预计水平的约两倍。因此，如何评价非农就业人数，市场与联储的认知是否会出现新的矛盾？

图 6：考虑到移民因素后，美国潜在就业人数或在 16-20 万人

TABLE 1

Potential employment growth, monthly

	2022	2023	2024
Range of pre-pandemic estimates	60-140,000	60-130,000	60-100,000
Range adjusted to account for higher immigration	130-210,000	160-230,000	160-200,000

资料来源：布鲁金斯学会，天风证券研究所（图中单位：人）

关于缩表（QT），鲍威尔明确表示会很快（fairly soon）降低缩表速度，但本次会议并未透露具体细节。他着重关注了流动性分布不均衡的问题；表示缩表越慢，缩表的终点（LCOR）就越低。背后的原因是中小银行将有更多空间去改善自身准备金结构，避免类似 19 年钱荒的发生。

我们认为缩表将会是三段式进程，第一阶段是当前的快速缩表，第二阶段是后续的放缓缩表，第三阶段是停止缩表。最终达到一个充足而不充裕的水平（ample but not abundant）。

关于缩表的具体节奏，此前我们在 2 月 26 日发布的报告《美联储何时结束缩表》中提到，此次缩表有一些异质性，5 月 FOMC 可能开始有放缓缩表的时间表，并在年底前完全结束缩表。

放缓缩表将为市场提供额外流动性，参考上轮 QT 结束后，美股、美债均有不同程度上涨。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com