

2024年3月21日

全球宏观

全球流动性风向标系列（十）

上调通胀、增长预测，维持降息立场—3月美联储FOMC会议点评

2024年3月21日，美联储FOMC会议上将基准利率维持在5.25-5.50%区间不变，连续第五次暂停加息，符合市场及我们的预期。面对近期连超预期的通胀数据，以及持续走强的风险资产，美联储3月FOMC会议并没有预期般“鹰派”。在调高经济增长、通胀水平预测下，美联储仍维持了降息2-3次的预测，并弱化了通胀对降息的约束。但与此同时，提高了长期利率水平的预测，意味着后续降息空间有所收窄，强化了利率更高更久的预期。

蔡瑞, CFA

Carl.Cai@bocomgroup.com
(852) 3766 1808

李少金

Evan.Li@bocomgroup.com
(852) 3766 1849

调高通胀以及GDP预测的情况下，降息立场依然没变，是此次会议传递的最大“鸽派”信号

⊖ 弱化通胀对降息的硬约束

- * 淡化近两个月超预期的通胀数据。鲍威尔表示近期通胀反复表现只是下降路途上的颠簸（bumpy），不会对近两个月的数据做出过度反应（overreact）。鲍威尔认为通胀下降出现反复是正常情形，也表明美联储现阶段对于通胀回落信心并未受到近两个月通胀反弹的过多影响，而是会继续关注通胀回落进展。（[the latest data]...haven't really changed the overall story, which is that of inflation moving down gradually on a sometimes-bumpy road toward 2%... We're not going to overreact...to these two months of data, nor are we going to ignore them...）
- * 鲍威尔强调不担心偏强的就业会影响通胀，即强就业或不会成为降息的约束。作为美联储利率路径的另一个参考指标，在被记者问及偏强的就业会否约束降息时（...But so strong hiring in and of itself would not be a reason to hold off on rate cuts?...），鲍威尔同样给出了较为鸽派的回应，即过去一年较强的就业并没有阻碍通胀放缓，同样偏强的就业也不会是担心通胀回落的理由，言外之意即就业也不会成为降息的约束。（...So in and of itself, strong job growth is not a reason, you know, for us to be concerned about inflation...）
- * 降息可能不再以2%作为硬性指标。美联储经济预测中上调了2024年核心PCE的预测，但降息中值依然维持在3次。据此可判断：
 - 1) 美联储认为核心通胀具有较强的粘性，可能在很长一段时间内都将很难降到2%的目标；
 - 2) 上调通胀预测但维持降息3次不变，说明美联储可能不再将2%的通胀目标作为降息的硬性约束；
 - 3) 从平衡风险的角度来看，美联储现阶段对于过晚降息的风险考量可能已大于过早降息。

交银国际研究

全球流动性风向标系列

上调通胀、增长预测，维持 2024-03-21
降息立场—3月美联储
FOMC会议点评

紧缩转中性，但不急于降 2024-02-01
息—1月FOMC

加息或已完成，但降息判 2023-12-15
断仍需审慎—12月FOMC

加息是暂停还是终结？— 2023-11-02
11月FOMC

更高 vs 更久—9月FOMC 2023-09-21

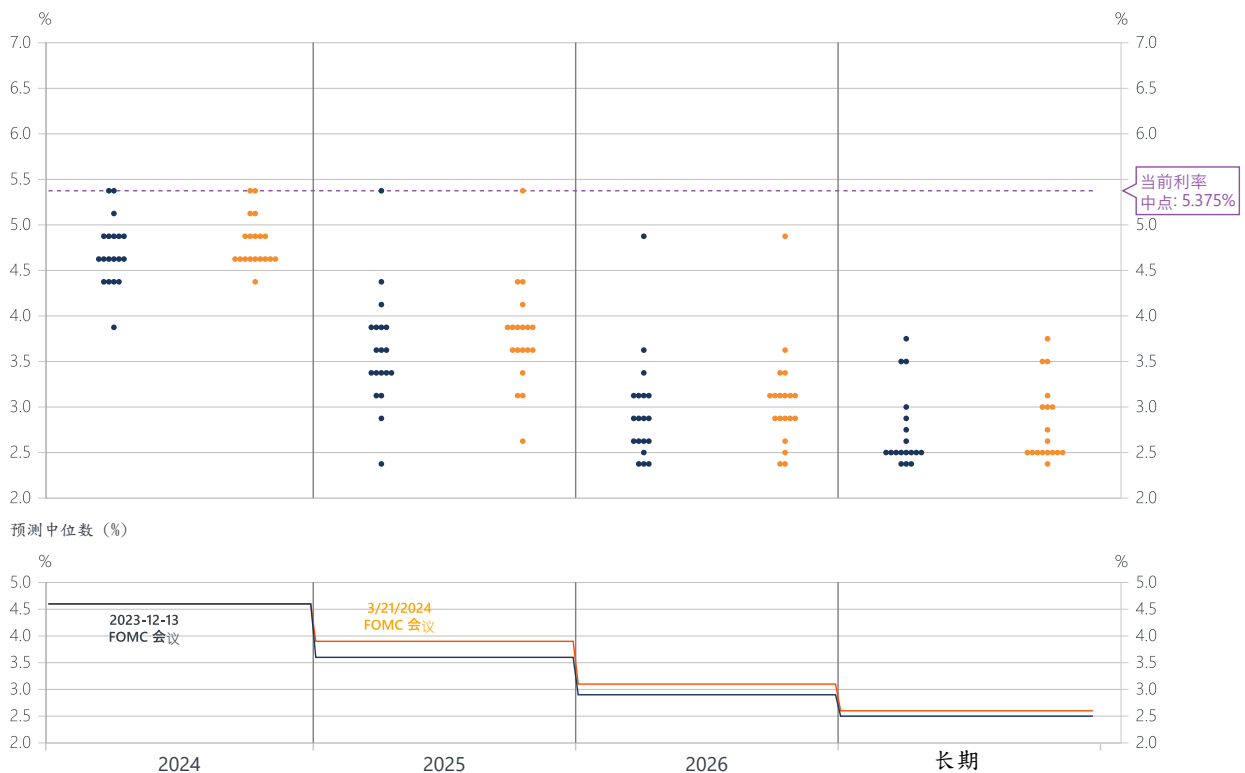
更高但未必更久，美债收 2023-07-27
益率曲线修复可期—7月

FOMC

⊕ 降息考量更多是站在渐进式实现货币政策正常化的角度。

- * 利率预测显示美联储对美国经济前景乐观。从利率预测来看，美联储将2024年经济增速由1.4%大幅调高至2.1%，对于2025年、2026年的经济增速也均进行了上调。同时，美联储还下调了2024年的失业率。可见，美联储维持降息预测不变，不是受到潜在的经济失速、劳动力市场放缓的驱使。
- * 因此，我们可以判断在目前的时点，美联储降息考量更多是站在实现渐进式的货币政策正常化的角度。目前5.25-5.50%的利率区间已经显著高于中性利率水平，尽管美国经济增速依然维持着韧性，但当前的利率水平对于经济增长仍有较大的限制性。因此，美联储在年内调高经济增长的基础上仍选择降低利率区间，更多是站在实现渐进式的货币正常化目标来考量，避免过晚降息造成尾部风险。

图表 1: 美联储 3 月 FOMC 会议点阵图



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 2: 美联储 3 月经济预测

	预测年份	2023.06	2023.09	2023.12	2024.03
实际 GDP 增速(%)	2024	1.1	1.5	1.4	2.1
	2025	1.8	1.8	1.8	2.0
	2026	-	1.8	1.9	2.0
	长期	1.8	1.8	1.8	1.8
失业率(%)	2024	4.5	4.1	4.1	4.0
	2025	4.5	4.1	4.1	4.1
	2026	-	4.0	4.1	4.0
	长期	4.0	4.0	4.1	4.1
PCE 通胀 (%)	2024	2.5	2.5	2.4	2.4
	2025	2.1	2.2	2.1	2.2
	2026	-	2.0	2.0	2.0
	长期	2.0	2.0	2.0	2.0
核心 PCE 通胀(%)	2024	2.6	2.6	2.4	2.6
	2025	2.2	2.3	2.2	2.2
	2026	-	2.0	2.0	2.0
	长期	-	-	-	-
联邦基金目标利率(%)	2024	4.6	5.1	4.6	4.6
	2025	3.4	3.9	3.6	3.9
	2026	-	2.9	2.9	3.1
	长期	2.5	2.5	2.5	2.6

资料来源: 美联储预测, 交银国际 * 蓝色表示调高预测, 绿色表示调低预测

缩表讨论亦偏“鸽派”

⊕ 鲍威尔表示缩表已进行了讨论, QT 缩减已提上日程

- * 鲍威尔在发布会上提到了委员会已对缩表进行讨论, 尽管尚未公布具体细节, 但鲍威尔表示缩减 QT 已经提上日程, 我们预计 3 月 FOMC 会议纪要中可能披露更多细节, 预计最快可能在年中附近时点放缓缩表。(...In terms of timing, no more specific than fairly soon." ...)
- * 我们在 1 月会议解读中曾提及美联储尚不急于宣布放缓缩表速度, 给出的理由包括: 1) 当前美国市场净流动性仍较为平稳, 且当前逆回购用量至少可以维持到年中左右的时点; 2) 即使逆回购彻底消耗完, 仍有过剩银行准备金作为缓冲。但鲍威尔在此次会议上关于缩表节奏表态透露出美联储对待流动性环境会更加谨慎, 以免 2019 年短暂流动性危机再度上演。(...We are going to pay a lot of attention to past mistakes on balance sheet runoff...By going slower on balance sheet, we think we can get further...We will be monitoring money market conditions carefully to know when to stop on balance sheet runoff...We want to have a buffer on reserves. We don't want to find ourselves in the 2019 situation again...)

中长期降息空间收窄，强化“更高更久”

⊖ 短期：2024年降息预测分布集中在2-3次，意味着全年降息空间相对有限

- * 尽管美联储关于降息表述偏鸽，且在2024年仍可能进行降息，但降息的空间仍可能有限，较此前市场乐观的6-7次降息有不小差距，我们在此前的流动性系列报告中也一再强调对于降息须审慎，而最新的利率路径也符合我们的判断。从点阵图的分布来看，支持3次降息的委员有9位，2次降息及以下的也有9位，仅1位官员支持4次降息。由此可见，2024年即使降息，幅度也会较为有限，如无意外风险的情况下，全年降息次数应不会超过3次。

⊖ 中长期：SEP上调了长期利率水平，强化“更高更久”的预期

- * 本次会议利率路径预测显示的另一个重要信息在于整个货币政策利率路径出现明显上移。美联储对于长期利率水平，即市场通常代指的中性利率之一，被上调10个基点，由2.5%调整至2.6%。长期利率水平的提升也印证了我们在《[2024年度展望：变革与机遇之变](#)》的流动性之变的判断，即中性利率水平将系统性上移，难回过去十年低利率时代。我们认为长期利率水平的上调可能意味着美联储认识到核心通胀粘性较重，短期降到2%的目标难度较大，短期提高对通胀的容忍度，但维持利率水平“更高更久”，即“以时间换空间”或是更好的策略。

年内利率路径、降息时点仍有较大的不确定性

⊖ 美联储与市场达成一致，当前市场定价已较为中性

美国3月FOMC会议后，市场整体对美联储的解读偏鸽，利率市场隐含6月降息概率有所增加，6月降息25基点的概率升至67.2%（会议前为55.3%）。全年仍维持3-4次的降息，与美联储的利率预测较为一致，反映市场目前的定价较为中性。

⊖ 降息时点仍具有较大不确定性

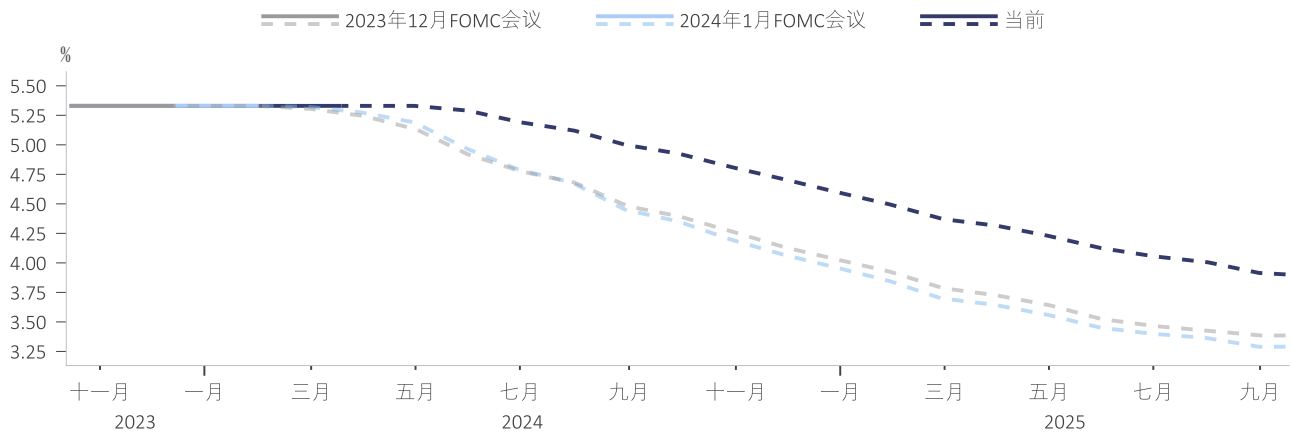
美国经济在2024年上半年韧性依旧：1）居民超额储蓄以及实际购买力上升对消费支出支撑仍在；2）劳动力市场虽有放缓，但距离转弱仍有距离，薪资增速偏强；3）制造商库存见底，或转入主动补库。4）核心商品、能源价格均具有上升风险。结合美国通胀粘性仍重且有上行风险，我们认为美联储在6月开启降息的拘束仍存，需要重点关注接下来两个月的通胀、就业数据。

美联储有望在年中、3季度左右的时点开启首次降息。按照经济预测以及点阵图的估计，美联储上调核心PCE预测至2.6%，意味着剩余月份核心PCE的平均环比增速不能超过0.2%，大概率将迎来全年2-3次的降息，基于美国大选在11月份，为了尽量避免选举对于美联储的干扰，在通胀无意外上行的情形下，美联储有望在年中、3季度左右的时点开启首次降息。

但对于降息判断仍须审慎，警惕美国经济不着陆、不降息的风险。如若通胀意外上行，即核心PCE在年中时点前连续超过环比0.2%的涨幅，则降息时点可能将继续后延，甚至可能削减降息幅度，乃至不降息。结合近期风险资产大幅上

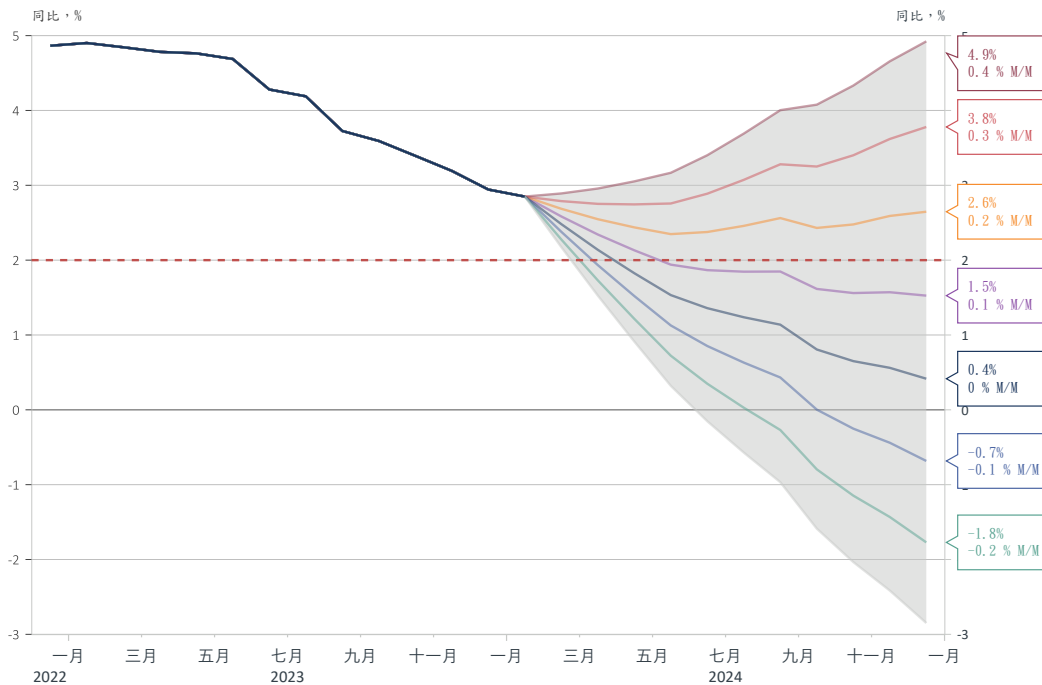
涨、比特币创历史新高，财富效应或支撑美国消费，仍须警惕经济、通胀的意外上行风险，从而造成不着陆、不降息的情形。

图表 5: 2024 年 3 月会议后，市场对于降息路径的预期与前两次会议相比明显上移



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 6: 不同环比情境下，核心 PCE 在 2024 年 12 月底的水平预测



资料来源: Macrobond, 交银国际

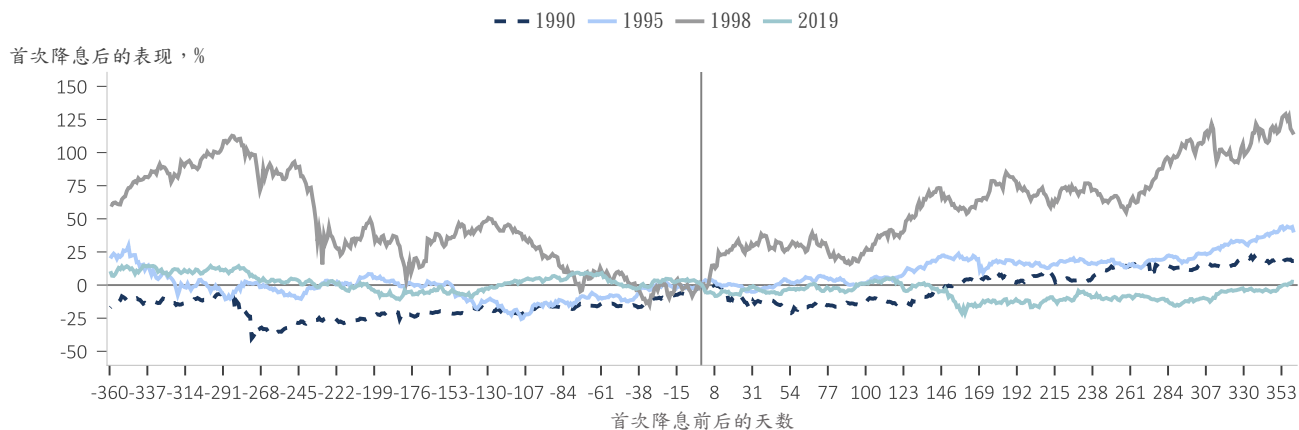
操作建议

美联储提高通胀水平的容忍度、并考虑提前降息，叠加美联储将缩减 QT 也提上日程，海外流动性紧张程度有望持续放缓，利好权益、以及黄金价格的表现。

④ 流动性环境有望向好，利于新兴市场权益资产修复

- * 若经济形势同美联储经济预测一致，美国经济增速前景上修，且衰退风险降低，风险情绪有望上行，利好权益资产。
- * 我们以港股作为案例，并复盘了自 1990 年以来美联储历次首次降息后恒指的表现，在美联储首次降息且美国经济一年内没有出现衰退的形势下，港股表现多倾向于上行。当前美国年内出现衰退的概率不大，随着美联储开启降息，包括港股在内的新兴市场权益资产有望迎来修复。

图表 7:恒生指数在美联储首次降息且美国经济一年内没出现衰退时的表现

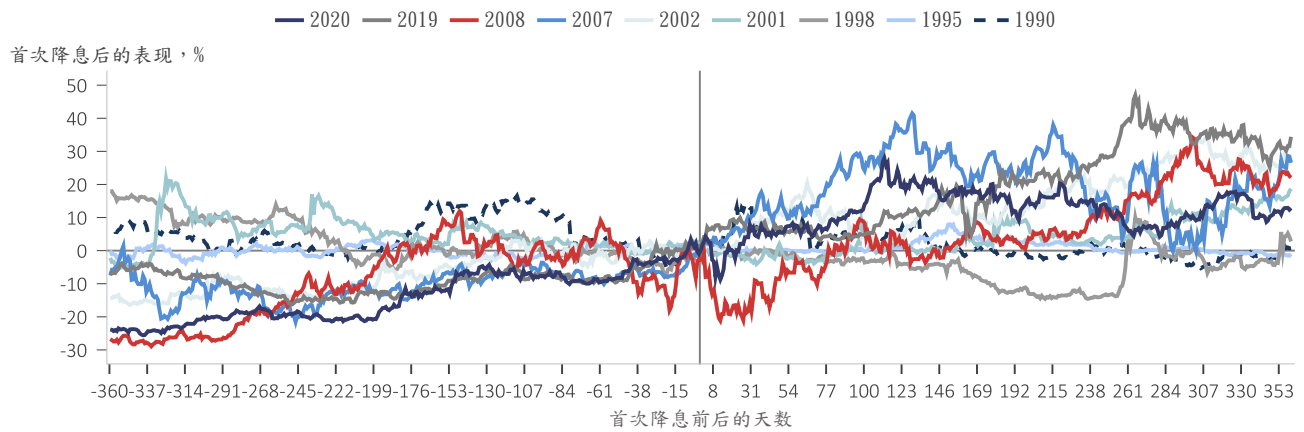


资料来源: Macrobond, 交银国际

⊕ 黄金在降息阶段均有不错的表现，且确定性相对较高。

我们同样复盘了黄金在降息阶段的表现，我们注意到自1990年美联储首次降息后，无论美国经济在一年内出现衰退还是不衰退的情形下，黄金上涨的趋势均较为明显，且确定性相对较高。

图表 8: 黄金在历次首次降息后的表现



资料来源: Macrobond, 交银国际

交銀國際

香港中环德辅道中68号万宜大厦10楼

总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

2024年3月21日

全球宏观



分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i)发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii)他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii)对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i)他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii)他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii)他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份，一位分析师持有英伟达之股份。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、青岛控股国际有限公司、Edding Group Company Limited、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、兴源动力控股有限公司、佳捷康创新集团有限公司、武汉有机控股有限公司、乐透互娱有限公司、洲际船务集团控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、北京绿竹生物技术股份有限公司、中天建设(湖南)集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、怡俊集团控股有限公司、宏信建设发展有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、四川科伦博泰生物医药股份有限公司、新传企划有限公司、乐舱物流股份有限公司、途虎养车股份有限公司、北京第四范式智慧技术股份有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、迈越科技股份有限公司、极兔速递环球有限公司、山西省安泰集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份有限公司、长久股份有限公司及乐思集团有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及Interra Acquisition Corp的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受递送延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。