

# 美联储强化降息预期——美联储 3 月会议点评

宏观点评

日期： 2024.03.22

分析师 尤春野

登记编码：S0950523100001

☎：021-61102508

✉：youchunye1@wkzq.com.cn

## 事件描述

美联储公布 3 月利率会议决议，维持基准利率不变和缩表节奏不变。

## 事件点评

**美联储释放鸽派信号。**美联储 3 月会议维持利率水平和缩表节奏不变，符合市场预期。在前景展望中，上调了经济和通胀预期，但未上调利率的预期，在一定程度上反映出美联储对于通胀的容忍度有所提高。同时这也意味着实际利率的预期将会下调。鲍威尔在新闻发布会上进一步释放鸽派信息，这反映出美联储降息的意愿是较为强烈的，除非未来的经济数据大幅超出预期，否则很难改变美联储降息的路径。我们认为通胀和就业是当前美国货币政策的“明线”，而美国债务问题则是制约美联储行动的“暗线”。当前美国国债总额已经达到 34.6 万亿美元，且仍在迅速增长。近日美国财政部长耶伦谈及债务问题时表示“34 万亿美元是一个可怕的、失控的天文数字”，“按照美联储现在 5.25%-5.5% 的基准利率会使这个国家最终走向破产”。作为前任美联储主席、现任财政部长，耶伦显然十分清楚美联储的利率水平对于债务可持续性的影响有多大。这可以解释为什么美联储在经济状况尚可之时如此急于降息。我们维持对美联储 6 月将会首次降息的判断，预计全年美联储将降息 3-4 次。同时鉴于鲍威尔表示将“很快”放慢缩表的速度，我们预计美联储可能于 5 月会议上放缓缩表速度。

**美联储鸽派信号的影响。**3 月会议透露的信号较为明确：即如果未来就业和通胀数据不出现太大意外，美联储降息路径不会发生很大调整。所以今年美联储进入降息周期的概率进一步强化。我们认为美元指数长期来看趋于下行，同时人民币汇率的压力也有望相应减轻；美国国债收益率将继续下行；新兴市场的股市会因此受益；贵金属的强劲势头有望持续。我们认为中国货币政策的空间加大。3 月 21 日，央行副行长宣昌能表示，下一阶段，我国货币政策有充足的政策空间和丰富的工具储备，法定存款准备金率仍有下降的空间，存款成本下行和主要经济体货币政策的转向有利于拓宽利率政策的操作自主性。在美联储强化降息预期的背景下，中国央行也有更多的宽松空间，且可以提前行动。我们认为会有进一步的降准操作，继续降息的可能性也较大。

**风险提示：** 美国通胀大幅上升。

## 美联储释放鸽派信号

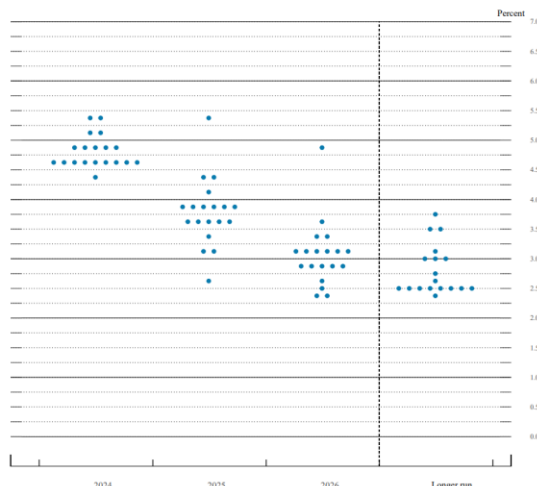
美联储3月会议维持利率水平和缩表节奏不变，符合市场预期。在前景展望中，美联储上调了对于今年的经济增速和通胀的预期，GDP增速由12月份预计的1.4%大幅提升至2.1%，核心PCE由12月份预计的2.4%上调至2.6%。但同时利率点阵图显示2024年仍会有75bp幅度的降息，与12月份相同。

图表1：美联储对经济和利率前景的展望

Variable	Median <sup>1</sup>			
	2024	2025	2026	Longer run
Change in real GDP	2.1	2.0	2.0	1.8
December projection	1.4	1.8	1.9	1.8
Unemployment rate	4.0	4.1	4.0	4.1
December projection	4.1	4.1	4.1	4.1
PCE inflation	2.4	2.2	2.0	2.0
December projection	2.4	2.1	2.0	2.0
Core PCE inflation <sup>4</sup>	2.6	2.2	2.0	
December projection	2.4	2.2	2.0	
Memo: Projected appropriate policy path				
Federal funds rate	4.6	3.9	3.1	2.6
December projection	4.6	3.6	2.9	2.5

资料来源：FOMC，五矿证券研究所

图表2：美联储点阵图显示年内有三次降息



资料来源：FOMC，五矿证券研究所

上调经济和通胀预期，但未上调利率的预期，在一定程度上反映出美联储对于通胀的容忍度有所提高。同时这也意味着实际利率的预期将会下调。实际利率下行利空美元，利好股票、黄金等资产。所以美联储会议结束后美元下跌、股市与黄金大涨。

鲍威尔在新闻发布会上进一步释放鸽派信息。对于1、2月份通胀高于预期的问题，鲍威尔回应“趋势依然没有变化，那就是通胀逐渐向2%下降，但道路是曲折的。”即1、2月份较高的通胀数据并未改变美联储预计的降息路径。对于就业市场的强劲，鲍威尔称“单凭就业强劲不会成为推迟降息的原因。”这反映出美联储降息的意愿是较为强烈的，除非未来的经济数据大幅超出预期，否则很难改变美联储降息的路径。

我们认为通胀和就业是当前美国货币政策的“明线”，而美国债务问题则是制约美联储行动的“暗线”。当前美国国债总额已经达到34.6万亿美元，且仍在迅速增长。近日美国财政部长耶伦谈及债务问题时表示“34万亿美元是一个可怕的、失控的天文数字”，“按照美联储现在5.25%-5.5%的基准利率会使这个国家最终走向破产”。作为前任美联储主席、现任财政部长，耶伦显然十分清楚美联储的利率水平对于债务可持续性的影响有多大。所以美联储也必然要考虑持续的高利率环境给政府再融资成本造成的巨大压力。而且政府债务压力相对于利率周期有数年的滞后性，如果拖延到政府财政出问题才开始行动，则已经无法挽回局面。这可以解释为什么美联储在经济状况尚可之时如此急于降息。

我们维持对美联储6月将会首次降息的判断，预计全年美联储将降息3-4次。同时鉴于鲍威尔表示将“很快”放慢缩表的速度，我们预计美联储可能于5月会议上放缓缩表速度。

## 美联储鸽派信号的影响

3月会议透露的信号较为明确：即如果未来就业和通胀数据不出现太大意外，美联储降息路径不会发生很大调整。所以今年美联储进入降息周期的概率进一步强化。

我们认为美元指数长期来看趋于下行。由于高通胀大幅侵蚀购买力，实际上美元已经处于较

为高估的水平，此前美元的强势主要依靠高利率环境的支撑，所以一旦进入降息周期，美元走弱难以避免。不过因为今年欧洲等重要经济体也将进入降息周期，所以美元下行之路可能较为波折，会有较多震荡。同时人民币汇率的压力也有望相应减轻。

**我们认为美国国债收益率将继续下行。**前文中提到，影响美联储行动的“暗线”是美国债务问题，所以美联储降息的影响也必然需要反映到债券市场利率之中，以减轻政府再融资的压力。

**我们认为新兴市场的股市会因此受益。**美元流动性由紧转松通常对应美元资金流向新兴市场，提振新兴市场的经济和股市表现。

**我们认为贵金属的强劲势头有望持续。**黄金上涨的长期动力有全球通胀中枢抬升、美国债务不可持续性和新兴市场去美元化浪潮，这三个长期因素目前未见扭转迹象。而短期的动力一是“超级大选年”带来的地缘政治的不确定性；二是美联储从加息周期转向降息周期。随着美联储强化降息预期，短期逻辑的确定性再度上升，有助于保持贵金属的上行趋势。

**我们认为中国货币政策的空间加大。**3月21日，央行副行长宣昌能表示，下一阶段，我国货币政策有充足的政策空间和丰富的工具储备，法定存款准备金率仍有下降的空间，存款成本下行和主要经济体货币政策的转向有利于拓宽利率政策的操作自主性。在美联储强化降息预期的背景下，中国央行也有更多的宽松空间，且可以提前行动。我们认为会有进一步的降准操作，继续降息的可能性也较大。

## 风险提示

美国通胀大幅上升。

## 分析师声明

作者在中国证券业协会登记为证券投资咨询(分析师),以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。作者保证:(i)本报告所采用的数据均来自合规渠道;(ii)本报告分析逻辑基于作者的职业理解,并清晰准确地反映了作者的研究观点;(iii)本报告结论不受任何第三方的授意或影响;(iv)不存在任何利益冲突;(v)英文版翻译与中文版有所歧义,以中文版报告为准;特此声明。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现,也即以报告发布日后的6到12个月内的公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中:A股市场以沪深300指数为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	买入	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报在20%及以上;
	增持	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报介于5%~20%之间;
	持有	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报介于-10%~5%之间;
	卖出	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报在-10%及以下;
	无评级	预期对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
行业评级	看好	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
	中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%~10%之间;
	看淡	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

## 一般声明

五矿证券有限公司(以下简称“本公司”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告即视其为客户,本报告仅在相关法律许可的情况下发放,并仅为提供信息而发放,概不构成任何广告。本报告的版权仅为本公司所有,未经本公司书面许可,任何机构和个人不得以任何形式对本研究报告的任何部分以任何方式制作任何形式的翻版、复制或再次分发给任何其他人。如引用须联络五矿证券研究所获得许可后,再注明出处为五矿证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。在刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的同时,也应注明本报告的发布人和发布日期及提示使用证券研究报告的风险。若未经授权刊载或者转发本报告的,本公司将保留向其追究法律责任的权利。若本公司以外的其他机构(以下简称“该机构”)发送本报告,则由该机构独自为此发送行为负责。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入或将产生波动;在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告;本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时,本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改,投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。在任何情况下,报告中的信息或意见不构成对任何人的投资建议,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下,本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利,不与投资者分享投资收益,也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。本公司及作者在自身所知范围内,与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

五矿证券版权所有。保留一切权利。

## 特别声明

在法律许可的情况下,五矿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,投资者应当考虑到五矿证券及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。

## 联系我们

上海	深圳	北京
地址:上海市浦东新区东方路69号裕景国际商务广场A座2208室 邮编:200120	地址:深圳市南山区滨海大道3165号五矿金融大厦23层 邮编:518035	地址:北京市海淀区首体南路9号4楼603室 邮编:100037

## Analyst Certification

The research analyst is primarily responsible for the content of this report, in whole or in part. The analyst has the Securities Investment Advisory Certification granted by the Securities Association of China. Besides, the analyst independently and objectively issues this report holding a diligent attitude. We hereby declare that (1) all the data used herein is gathered from legitimate sources; (2) the research is based on analyst's professional understanding, and accurately reflects his/her views; (3) the analyst has not been placed under any undue influence or intervention from a third party in compiling this report; (4) there is no conflict of interest; (5) in case of ambiguity due to the translation of the report, the original version in Chinese shall prevail.

## Investment Rating Definitions

The rating criteria of investment recommendations		Ratings	Definitions
The ratings contained herein are classified into company ratings and sector ratings (unless otherwise stated). The rating criteria is the relative market performance between 6 and 12 months after the report's date of issue, i.e. based on the range of rise and fall of the company's stock price (or industry index) compared to the benchmark index. Specifically, the CSI 300 Index is the benchmark index of the A-share market. The Hang Seng Index is the benchmark index of the HK market. The NASDAQ Composite Index or the S&P 500 Index is the benchmark index of the U.S. market.	Company Ratings	BUY	Stock return is expected to outperform the benchmark index by more than 20%;
		ACCUMULATE	Stock relative performance is expected to range between 5% and 20%;
		HOLD	Stock relative performance is expected to range between -10% and 5%;
		SELL	Stock return is expected to underperform the benchmark index by more than 10%;
		NOT RATED	No clear view of the stock relative performance over the next 6 months.
	Sector Ratings	POSITIVE	Overall sector return is expected to outperform the benchmark index by more than 10%;
		NEUTRAL	Overall sector expected relative performance ranges between -10% and 10%;
		CAUTIOUS	Overall sector return is expected to underperform the benchmark index by more than 10%.

## General Disclaimer

Minmetals Securities Co., Ltd. (or "the company") is licensed to carry on securities investment advisory business by the China Securities Regulatory Commission. The Company will not deem any person as its client notwithstanding his/her receipt of this report. The report is issued only under permit of relevant laws and regulations, solely for the purpose of providing information. The report should not be used or considered as an offer or the solicitation of an offer to sell, buy or subscribe for securities or other financial instruments. The information presented in the report is under the copyright of the company. Without the written permission of the company, none of the institutions or individuals shall duplicate, copy, or redistribute any part of this report, in any form, to any other institutions or individuals. The party who quotes the report should contact the company directly to request permission, specify the source as Equity Research Department of Minmetals Securities, and should not make any change to the information in a manner contrary to the original intention. The party who re-publishes or forwards the research report or part of the report shall indicate the issuer, the date of issue, and the risk of using the report. Otherwise, the company will reserve its right to taking legal action. If any other institution (or "this institution") redistributes this report, this institution will be solely responsible for its redistribution. The information, opinions, and inferences herein only reflect the judgment of the company on the date of issue. Prices, values as well as the returns of securities or the underlying assets herein may fluctuate. At different periods, the company may issue reports with inconsistent information, opinions, and inferences, and does not guarantee the information contained herein is kept up to date. Meanwhile, the information contained herein is subject to change without any prior notice. Investors should pay attention to the updates or modifications. The analyst wrote the report based on principles of independence, objectivity, fairness, and prudence. Information contained herein was obtained from publicly available sources. However, the company makes no warranty of accuracy or completeness of information, and does not guarantee the information and recommendations contained do not change. The company strives to be objective and fair in the report's content. However, opinions, conclusions, and recommendations herein are only for reference, and do not contain any certain judgments about the changes in the stock price or the market. Under no circumstance shall the information contained or opinions expressed herein form investment recommendations to anyone. The company or analysts have no responsibility for any investment decision based on this report. Neither the company, nor its employees, or affiliates shall guarantee any certain return, share any profits with investors, and be liable to any investors for any losses caused by use of the content herein. The company and its analysts, to the extent of their awareness, have no conflict of interest which is required to be disclosed, or taken restrictive or silent measures by the laws with the stock evaluated or recommended in this report.

Minmetals Securities Co. Ltd. 2019. All rights reserved.

## Special Disclaimer

Permitted by laws, Minmetals Securities Co., Ltd. may hold and trade the securities of companies mentioned herein, and may provide or seek to provide investment banking, financial consulting, financial products, and other financial services for these companies. Therefore, investors should be aware that Minmetals Securities Co., Ltd. or other related parties may have potential conflicts of interest which may affect the objectivity of the report. Investors should not make investment decisions solely based on this report.

## Contact us

### Shanghai

Address: Room 2208, 22F, Block A, Eton Place, No.69 Dongfang Road, Pudong New District, Shanghai  
Postcode: 200120

### Shenzhen

Address: 23F, Minmetals Financial Center, 3165 Binhai Avenue, Nanshan District, Shenzhen  
Postcode: 518035

### Beijing

Address: Room 603, 4F, No.9 Shoutinan Road, Haidian District, Beijing  
Postcode: 100037