

美国 3 月 FOMC 会议点评

失业率上升或为降息重要“信号”

◆ 经济研究 · 宏观快评

证券分析师：董德志 021-60933158 dongdz@guosen.com.cn 执证编码：S0980513100001
 证券分析师：季家辉 021-61761056 jijiahui@guosen.com.cn 执证编码：S0980522010002

事项：

美东时间 3 月 20 日，美联储在 FOMC 会议后宣布继续暂停加息，将联邦基金利率目标区间维持在 5.25-5.5% 的水平，连续五次会议按兵不动。

评论：美联储会议态度偏鸽

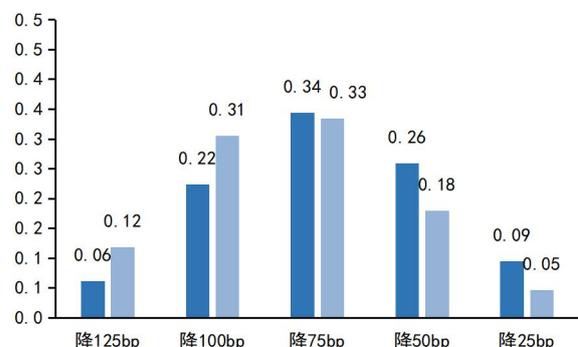
由于美国 1、2 月通胀数据出现波动，就业数据依旧强劲，美联储会议前市场对三月不降息逐渐达成一致，不降息概率接近 100%。会议后，期货市场反映今年降息 75bp 以上的概率明显上升，本次美联储会议被市场解读为态度偏鸽。

图1：美联储会议前期货市场反映的降息概率



资料来源：Macrobond，国信证券经济研究所整理

图2：美联储会议前后全年降息概率变化



资料来源：Macrobond，国信证券经济研究所整理

经济基本面：经济稳步扩张，通胀存在反弹风险

本次会议美联储对经济增长的表述未作调整，认为近期经济活动一直在稳步扩张（expanding at a solid pace）。从经济景气度来看，今年以来，美国制造业和服务业景气度回升势头较强，截至 2 月份，二者均已升至 52 左右的水平，消费需求韧性和供应改善刺激经济稳步复苏。

美联储在 3 月经济预测中分别上调了 2024、2025、2026 年实际 GDP 增速 0.7、0.2 和 0.1 个百分点至 2%、1.9%和 1.8%。

图3: 近期美国经济景气度明显改善



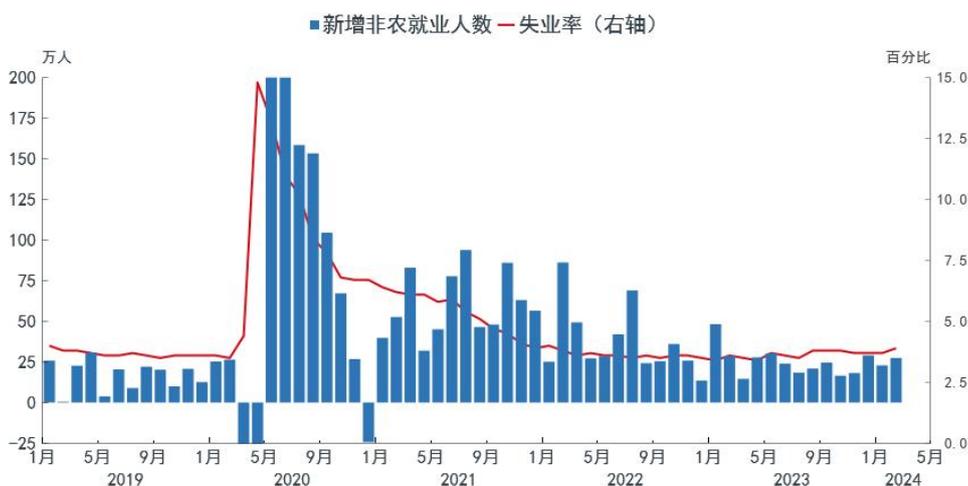
资料来源: Macrobond, 国信证券经济研究所整理

从美联储“双目标”来看，就业方面，美联储声明中删除了“就业增长放缓”（moderate）的表述，调整为“就业增长依然强劲”（remain strong）。过去三个月，就业市场平均每月新增 26.5 万个岗位，明显高于疫情前（2019 年）16.3 万个的月均水平。2 月份失业率小幅上升至 3.9%，但仍处于历史偏低位置。

鲍威尔认为劳动力市场依然相对紧张，供需状况继续趋于平衡。从职位空缺数据来看，今年以来岗位缺口（空缺岗位/失业人数）有扩大的迹象，从 2023 年 10 月 1.34 的低点回升至 2024 年 1 月 1.45 左右水平，主要因为近期失业人数明显下降，但空缺岗位数仍有上升。

美联储在 3 月经济预测中下调了 2024 和 2026 年失业率 0.1 个百分点至 4% 的水平。

图4: 美国就业市场保持韧性



资料来源: Macrobond, 国信证券经济研究所整理

图5: 美国劳动力缺口有扩大迹象



资料来源: Macrobond, 国信证券经济研究所整理

通胀方面，鲍威尔表示过去一年通胀显著放缓（eased notably），但仍高于 2% 的长期目标。2 月 PCE 和核心 PCE 同比分别为 2.5% 和 2.8%，均延续下降趋势。但值得注意的是，自 2023 年 10 月以来，CPI 环比持续反弹，其中能源分项有明显回升迹象。我们认为，今年美国通胀仍存在较大的反弹风险。一方面，疫情后能源供给基本修复完成，能源价格高基数效应对通胀降温的贡献已经结束；另一方面，在地缘政治冲突愈演愈烈的背景下，能源价格恐波动加剧，带动整体通胀的不确定性上升。

美联储在 3 月经济预测中上调了 2024 年核心 PCE 通胀 0.2 个百分点至 2.6%，同时上调了 2025 年整体 PCE 通胀 0.1 个百分点至 2.2%。

图6: 美国 PCE 通胀延续降温势头



资料来源: Macrobond, 国信证券经济研究所整理

图7: 美国 CPI 能源通胀出现反弹



资料来源：Macrobond，国信证券经济研究所整理

货币政策：遵循数据，谨慎操作

两方面因素决定美联储降息时点

本次会议声明中前瞻指引部分未作调整。仍为“在获得对通胀持续接近2%的信心之前 (until gain greater confidence)，降低目标区间是不合适的”。鲍威尔在媒体发布会上表示，过早减少政策限制可能会导致美联储“抗通胀”功亏一篑，通胀存在反弹风险。随后鲍威尔指出何时降息取决于两方面：一是出现更多数据证明通胀可持续降至2%的水平；二是就业数据出现显著疲软。

对于今年的降息幅度预测，美联储官员保持去年12月会议的观点，预计今年最有可能降息75bp至4.6%左右。同时美联储官员预计明后年降息节奏将放缓，分别上调了2025和2026年联邦基金利率预测值30和20bp至3.9%和3.1%。

值得注意的是，美联储在本次经济预测中罕见的上调了联邦基金利率的长期预测值10bp。对此，鲍威尔在媒体会上解释为，考虑到疫情后全球化、人口、生产力等多个长期经济增长影响因素发生改变，利率的中枢水平将有一定程度上升。

表1: 美联储三月经济预测摘要 (Summary of Economic Projections)

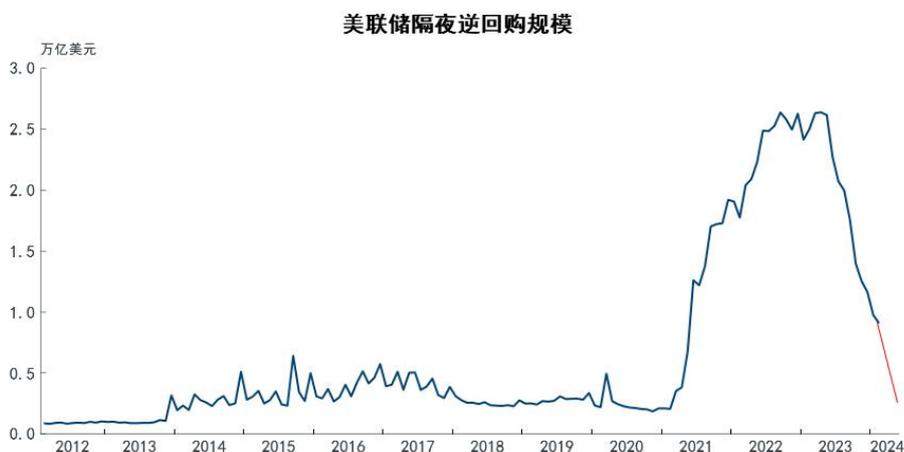
经济指标	发布时间	2024	2025	2026	长期
实际 GDP 增速	2024 年 3 月	2.1	2	2	1.8
	2023 年 12 月	1.4	1.8	1.9	1.8
	2023 年 9 月	1.5	1.8	1.8	1.8
失业率	2024 年 3 月	4	4.1	4	4.1
	2023 年 12 月	4.1	4.1	4.1	4.1
	2023 年 9 月	4.1	4.1	4	4
PCE 通胀	2024 年 3 月	2.4	2.2	2	2
	2023 年 12 月	2.4	2.1	2	2
	2023 年 9 月	2.5	2.2	2	2
核心 PCE 通胀	2024 年 3 月	2.6	2.2	2	-
	2023 年 12 月	2.4	2.2	2	-
	2023 年 9 月	2.6	2.3	2	-
联邦基金利率	2024 年 3 月	4.6	3.9	3.1	2.6
	2023 年 12 月	4.6	3.6	2.9	2.5
	2023 年 9 月	5.1	3.9	2.9	2.5

资料来源: 美联储官网, 国信证券经济研究所整理

缩表减速即将来临

三月 FOMC 会议讨论了放缓缩表速度的问题, 且鲍威尔在媒体会上表示美联储将“很快”(fairly soon) 调整。截至 3 月 19 日, 当前美国隔夜逆回购规模已降至 9000 亿美元左右的水平, 若美联储继续按照当前速度缩表, 预计 5 月份美国隔夜逆回购规模将降至 6000 亿美元左右, 基本降至疫情前正常偏高的水平。我们认为, 为避免货币市场流动性压力上升, 美联储极有可能在 5 月会议开始缩表减速操作。

图8: 美国隔夜逆回购规模快速下降



资料来源: Macrobond, 国信证券经济研究所整理

前瞻: 美联储倾向经济软着陆, 失业率上升或为降息重要“信号”

美联储 3 月会议重申了降息时点与通胀和就业数据有关。考虑到国际地缘政治冲突紧张程度加剧, 且朝着长期化方向发展, 输入性因素将使通胀波动加大, 我们认为美联储或难以从通胀的维度定下降息的决心。另一方面, 本次会议上调了 2024 年 GDP 预测, 下调了失业率预测, 经济“软着陆”意图明显。我们认为,

为实现经济软着陆，美联储或难以接受失业率上升突破 4% 的预测水平。失业率继续上升可能成为美联储开启降息周期的重要信号。

◆ 风险提示

大选年美国政治环境变化超预期；国际地缘政治形势紧张超预期；

相关研究报告：

《2024 年 1-2 月财政数据快评-收入偏弱，支出发力》——2024-03-22

《日本央行货币政策点评-退出负利率政策》——2024-03-21

《宏观经济数据前瞻-2024 年 1-2 月宏观经济指标预期一览》——2024-03-05

《全国两会政府工作报告解读-稳中求进实施经济政策》——2024-03-05

《2 月 PMI 数据解读-节日消费带动非制造业超季节性改善》——2024-03-01

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032