



美国利率预期上修

——美联储议息会议点评（2024年3月）

美东时间3月20日，美联储宣布将利率水平维持在5.25-5.5%区间，缩表节奏维持在\$950亿/月。

美联储没有因为1-2月的超预期通胀修正降息指引，市场解读偏鸽，但我们认为，通胀难以回归2%，美联储全年降息次数大概率低于3次。从长期看，美国利率中枢或有所上移，资产负债表正常化或推动期限利差逐步转正。

一、经济：韧性仍强

美联储大幅上调经济预测，指向委员会一度高估了当前利率对经济的限制效果。一季度经济预测将2024年经济增速预测值从1.4%大幅上调至2.1%，并将2025和2026年经济增速预测值小幅上调至2.0%，长期增速预测值仍为1.8%。高利率对私人投资，特别是知识产权投资的限制效果并不显著，对居民消费的限制效果同样受到了来自薪资增长和财政扩张的对冲。

美联储小幅上调通胀预测，对实现“2%”目标仍有信心。一季度经济预测将2024年核心PCE通胀预测值从2.4%上调至2.6%。鲍威尔在新闻发布会上表示，虽然1-2月的数据不尽如人意，但他仍然认为通胀向2%回归的大趋势没有发生变化。鲍威尔特别指出，美联储没有对2023年下半年极好的通胀数据作出过度反应，言下之意美联储同样不会对2024年初的坏数据作出过度反应。

美联储认可劳动力市场仍然强劲，但也强调单纯的就业强劲不会成为推迟降息的原因。一季度经济预测将2024年失业率预测从4.1%下调至4.0%。鲍威尔在新闻发布会上表示，就业高增很大程度上来自于供给修复，不会成为降息时点的影响因素。

二、政策：保持定力

美联储宣布维持现行货币政策不变。政策利率维持在 5.25-5.5% 区间，缩表计划维持 \$950 亿/月，包括 \$600 亿中长期美国国债和 \$350 亿抵押支持证券（MBS）。

从短期看，美联储保持了前瞻指引的稳定性，“年中首降，全年三次”的利率路径指引和“很快放缓缩表”的量化操作指引均未有变动。2023 年四季度，19 名委员中的 6 名认为 2024 年全年将降息 3 次；2024 年一季度，19 名委员中的 9 名认为 2024 年全年将降息 3 次。

从长期看，利率中枢上移和资产负债表正常化或已成为时代主题。一季度经济预测指向 2025 年底利率水平仍然接近 4%，2026 年底利率水平仍然高于 3%，长期利率预测值亦从 2.5% 上调至 2.6%。鲍威尔在新闻发布会上表示，美联储的长期目标是回归到以国债为主的资产负债表。

三、市场：解读偏鸽

美联储并未在通胀超预期的影响下改变降息指引，市场解读偏鸽。美元隔夜利率曲线（OIS）暗示美联储年内降息幅度从 2.5 次提升至 3 次，首次降息时点仍为 6 月。美国国债收益率下降。2 年期收跌 8bp 至 4.60%，5 年期收跌 5bp 至 4.24%，10 年期收跌 2bp 到 4.27%，30 年期收涨 1bp 到 4.45%。美元走弱。美元指数从 103.82 跌至 103.42，美元兑换离岸人民币汇率稳定在 7.21。美股三大指数全面上涨，均创历史新高。标普 500 指数收涨 0.89%，纳斯达克指数收涨 1.25%，道琼斯指数收涨 1.03%。境外美元流动性仍然宽松。根据今日境外银行间美元拆借加权成交利率，隔夜 5.35% 左右，1w5.45%，1m5.60%，3m5.65%，6m5.65%。

四、前瞻：现实骨感

美联储可能仍将修正利率指引，“年中首降，全年三次”未必能够实现。站在当前时点评估，通胀非但没有稳定地向 2% 回归，反而可能稳定站在 2% 上方。更为重要的是，利率中枢上移和资产负债表正常化将对收益率曲线造

成深远影响，长期看利率回落幅度可能远不及市场预期，期限利差也将转负为正。

(评论员：谭卓 刘一多 陈诚 王天程)

附录

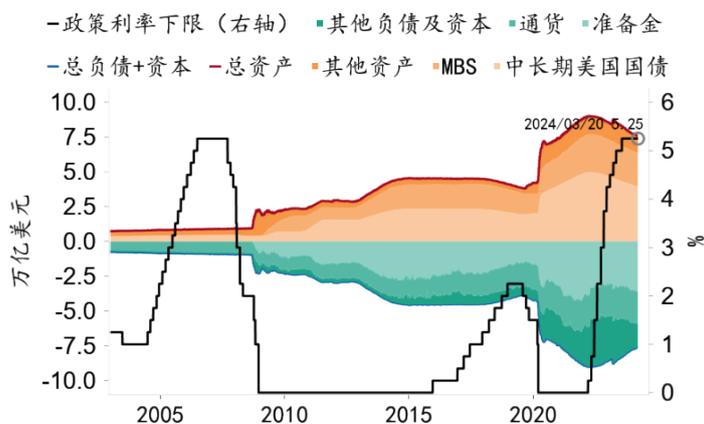
表 1: 美联储议息会议声明文本对比

| 类型 | 2024年3月20日 | 2024年1月31日 |
|------|---|---|
| 经济表现 | 经济稳步 (solid) 扩张。 | 经济稳步 (solid) 扩张。 |
| | 就业增长强劲(strong), 失业率维持低位。 通胀在过去 1 年间显著回落 (ease), 但仍处高位。 | 去年初至今就业有所放缓(moderate), 但仍然保持强劲, 失业率维持低位。 通胀在过去 1 年间显著回落 (ease), 但仍处高位。 |
| | 金融条件、信用条件、银行系统相关表述均已删除。 委员会持续高度关注通胀风险。 | 金融条件、信用条件、银行系统相关表述均已删除。 委员会持续高度关注通胀风险。 |
| 货币政策 | 委员会坚定致力于将通胀率恢复到 2% 的目标。 委员会将在就业和通胀目标之间做好平衡。 | 委员会坚定致力于将通胀率恢复到 2% 的目标。 委员会将在就业和通胀目标之间做好平衡。 |
| | 委员会决定将联邦基金利率的目标范围维持在 5.25 至 5.5%。 | 委员会决定将联邦基金利率的目标范围维持在 5.25 至 5.5%。 |
| | 为确定对政策利率的任何调整是适当的, 委员会将密切跟踪最新数据、未来展望和各类风险之间的平衡问题。 | 为确定对政策利率的任何调整是适当的, 委员会将密切跟踪最新数据、未来展望和各类风险之间的平衡问题。 |
| | 委员会将继续减少其持有的国债、机构债务和 MBS。 | 委员会将继续减少其持有的国债、机构债务和 MBS。 |
| 投票情况 | 全票通过。 | 全票通过。 |

资料来源: 美联储、招商银行研究院

图 1: 美联储保持货币政策不变

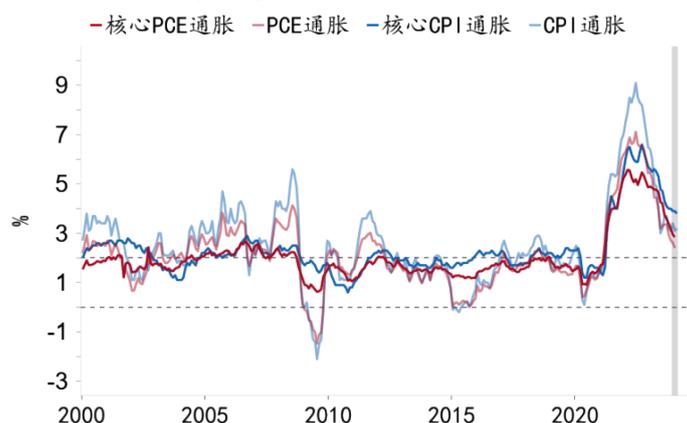
美联储资产负债表及政策利率下限



资料来源: MACROBOND、招商银行研究院

图 3: 美国通胀仍然显著高于目标水平

美国CPI及PCE通胀走势



资料来源: MACROBOND、招商银行研究院

图 2: 美国经济逆势稳步扩张

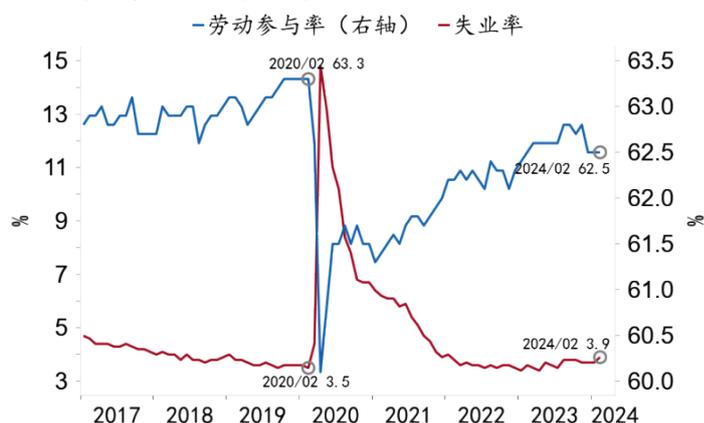
美国经济增长与实际利率



资料来源: MACROBOND、招商银行研究院

图 4: 美国失业率仍处低位

美国失业率与劳动参与率



资料来源: MACROBOND、招商银行研究院