

美联储维持年内3次降息预期，国内经济动能恢复

2024年3月18日-3月24日周报

◆ 美联储维持年内3次降息预期，缓解市场焦虑

美联储在3月21日凌晨宣布了3月议息会议的决议，决定维持联邦基金利率目标区间在5.25%至5.50%不变，符合市场预期。同时，美联储声明将继续执行缩表计划，但预计将很快放缓缩表的速度。由于本次会议恰逢季末，美联储也发布了最新的经济预测和点阵图。市场对本次会议最为关注的两个核心问题，一是美联储对美国未来经济和通胀的预期，二是美联储基于这些预期所预计的降息路径。

在经济和通胀预期方面，美联储对美国GDP增速的预测进行了上调，将2024年的增长预测从1.4%上调至2.1%，对2025年和2026年的经济预期也有提高。就业方面，美联储小幅下调了失业率预期，将2024年和2026年的失业率预测从4.1%下调至4.0%。通胀方面，美联储将2024年的核心PCE通胀预测从2.4%上调至2.6%。这些预期调整反映了美国经济相对强劲和通胀的顽固性下，美联储的预期指引在向市场预期靠拢。

关于降息路径，尽管美联储预期美国经济有望实现软着陆，通胀可能比预期更为顽固，但在本次会议中，18位委员中有9人预计年内降息幅度为75个基点，这表明年内降息3次仍是主流观点。这一利率指引消除了市场对美联储可能减少降息次数的担忧，美股主要指数在会议后普遍上涨。

总体而言，美联储在本次会议上保持了稳健的立场，并未因经济表现良好和通胀升温而改变去年12月开始的降息叙事，有效缓解了市场的焦虑。然而，降息节奏相较于去年末有所放缓。去年12月会议后，市场预期美联储今年将降息150个基点，即降息六次。但截至目前，市场预期的年内降息幅度已降至75个基点，与美联储的指引一致。此外，与上次会议相比，点阵图显示美联储对未来几年的降息预期也有所放缓，预计今年降息超过三次的委员人数从5人降至1人，主流预期2025-2026年累计降息次数从7次降至6次，主流预期2025年末的利率区间从3.50-3.75%上调至3.75%-4.00%。

展望未来，考虑到鲍威尔强调美联储将根据经济数据逐次作出决定，如果3月和4月的通胀没有大幅反弹，美联储大概率在6月开始降息。然而，考虑到年初以来的欧佩克减产、地缘政治因素对能源价格的影响，以及日本央行退出负利率政策可能对全球流动性造成的压力，降息时点仍存在着相对小的晚于6月的可能。

◆ 经济动能修复明显，前2月经济数据全面超市场预期

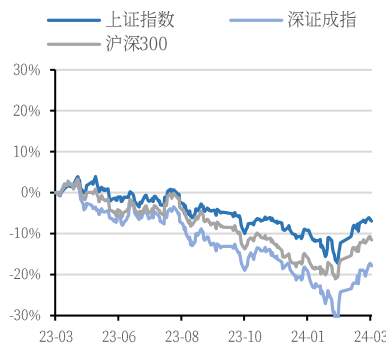
根据国家统计局本周公布的数据，我国今年前两个月的经济运行情况总体良好，各项指标普遍超出市场预期。

消费方面，今年前两个月社会消费品零售总额（社零）同比增长5.5%，虽较去年12月的增速下降1.9个百分点，但考虑到基数影响，实际上消费复苏的势头并未放缓。

主要数据

上证指数	3038.2339
沪深300	3562.2229
深证成指	9555.4162

主要指数走势图



作者

符畅 分析师

SAC执业证书: S0640514070001

联系电话: 010-59562469

邮箱: fuyyjs@avicsec.com

刘庆东 分析师

SAC执业证书: S0640520030001

联系电话: 010-59219572

邮箱: liuqd@avicsec.com

刘倩 研究助理

SAC执业证书: S0640122090025

联系电话: 010-59562515

邮箱: liuqian@avicsec.com

相关研究报告

金融市场分析周报 —2024-03-21

美联储维持年内3次降息预期，鲍威尔偏鸽表态提振市场风险偏好 —2024-03-21

经济动能修复明显，经济数据全面超市场预期 —2024-03-20

从两年复合增速的角度分析，今年前两个月的社零增速较去年12月及全年均有所提升，这与春节期间居民出行、旅游等高频数据的积极表现相一致，表明消费复苏速度在年初有所加快。

投资领域，今年前两个月制造业投资同比增长9.4%，增速较高，超出市场预期。多数制造业子行业的投资增速较去年全年有所改善，这与企业端中长期贷款数据的好转、制造业采购经理人指数（PMI）的持续改善以及超预期的出口数据相印证，反映出内需回升和稳增长政策的双重作用。基础设施建设投资同比增长9.0%，增速较去年全年有所提升，超过市场预期。尽管今年专项债发行节奏放缓，但去年发行的特别国债和专项债项目在今年初的发力，使得基建投资增速保持高位。预计在广义财政政策的支持和“三大工程”等项目的推动下，全年基建投资将保持强劲，有望实现7.0%以上的增速。

房地产投资方面，今年前两个月同比下降9%，虽然跌幅较大，但与去年全年及12月相比，跌幅有所收窄，且低于市场预期。这表明房地产投资的恶化趋势得到一定程度的遏制。然而，商品房销售数据仍不理想，销售额和销售面积的降幅较去年12月有所扩大。在商品房销售降幅较大的情况下，房地产去化周期有所延长。全年来看，预计房地产投资降幅将因基数效应而较去年有所收窄，但具体程度仍取决于商品房销售的回暖情况，预计降幅在6%到7%之间。

工业生产方面，今年前两个月规模以上工业增加值同比增长7.0%，高于去年12月和全年的增速。制造业PMI的持续改善、通胀数据反映出内需的持续修复，加之进出口数据的超预期表现，共同推动了工业企业经营状况的改善和工业增加值增速的回升。展望全年，尽管全球经济复苏可能相对缓慢，外需对工业生产的支撑有限，但内需的持续修复和相关产业政策的实施将是支撑工业生产的两大因素。预计全年工业增加值将保持韧性，增速超+4%。

综合来看，今年前两个月的经济数据显示出全面超预期的良好表现。消费市场的明显回升、房地产投资的跌幅收窄、基建和制造业投资的超预期增长，出口的超市场预期，以及工业生产的稳步回升，共同构成了经济运行的积极态势。随着政府宽货币、宽财政政策的持续推进，经济动能有望进一步修复。

◆ 资金面延续平稳，央行表示仍有降准空间

本周资金面延续平稳，资金利率波动中枢小幅高于政策利率。截止3月22日，DR007报收1.86%，较上周五下行4BP；SHIBOR1W报收1.85%，较上周五下行4BP。公开市场操作方面，央行公开市场操作规模进一步收缩，周内共投放7D逆回购220亿元，利率维持1.80%；逆回购到期390亿元，通过逆回购净回笼流动性170元。本月LPR报价与上月持平，基本符合市场预期。

3月资金面基本平稳，中上旬受到政府债发行节奏加快和季末监管考核等因素影响，资金利率小幅上行；下旬流动性边际宽松。从公开市场操作来看，3月央行流动性管理转向净回笼，且MLF缩量等价续作，显示当前央行判断资金面处于较为均衡状态。往后看，4月资金面或将延续稳健。宽货币背景难以动摇，从去年底的中央经济工作会议到政府工作报告，在金融系统稳定和债务置换的要求下，央行屡次发声货币政策宽松有进一步发力的空间。3月21日央行副行长宣昌能在国新办发布会上表示“法定存款准备金率仍有下降空间”，为市场宽松预期添砖加瓦。

◆ 美联储议息会议维持利率不变，人民币汇率破 7.20

截至 3 月 22 日，美国 10 年期国债收益率录得 4.22%，较上周五下行 9BP。3 月 21 日美联储发布议息会议决议，本次会议维持联邦基准利率为 5.25%-5.50%，且最近发布的经济预测维持了年内 3 次降息的预期。1 月和 2 月的通胀数据连续超预期，表明在食品和能源价格上涨的推动下，美国通胀降温的速度回落。同时，美国劳动力市场强劲、消费者支出稳健，进一步为美联储推迟降息提供支撑。因此会前市场高度关注本次会议发布的经济预测和点阵图，担忧经济坚韧和通胀回落不及预期是否会促使美联储放缓降息步伐，减少年内降息次数。此次经济预测维持了年内降息 3 次的预期，叠加鲍威尔在记者会上的鸽派表态缓解了市场的疑虑。会后市场风险偏好抬升，会后美股上涨，美元指数下跌。

然而，3 月 21 日瑞士央行打破市场“维持利率水平不变”的普遍预期，意外宣布降息 25BP，成为 2022 年 3 月美联储启动加息周期以来，首个步入降息通道的发达经济体。市场预期欧洲央行、英国央行也有可能提前采取降息行动，推动欧元、英镑对美元出现较大幅度贬值，从而被动推高美元指数。全球央行节奏分歧增大了外汇市场的波动性，截止 3 月 22 日，美元指数报收 104.43，周内波动上行。人民币汇率承压，本周五破 7.20，截止 3 月 22 日收盘美元兑人民币即期汇率报收 7.23，达到年内高点。往后看，美联储年内开启降息是大概率事件，中美货币周期仍处于从背离到一致的收敛进程中，外部压力减小的大趋势没有改变；国内一季度多项经济数据有向好趋势，基本面对人民币汇率支撑作用有望增强，叠加央行多次重申维持人民币汇率稳定运行，综合来看人民币汇率单向贬值的概率不大。

◆ 债市长端利率处于盘整期

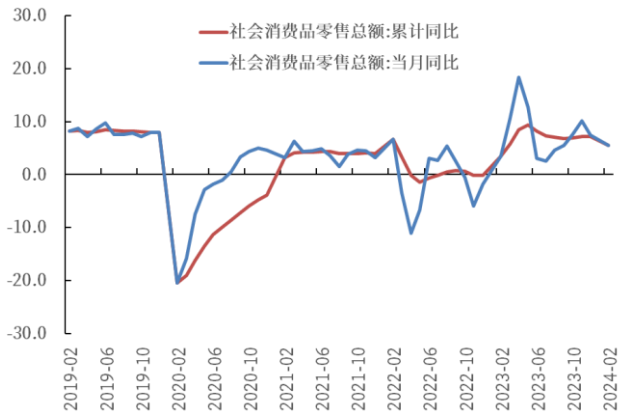
截止 3 月 22 日，我国 10 年期国债收益率报收 2.31%，较上周五下行 1BP；1 年期国债收益率报收 1.76%，较上周五下行 7BP，宽松预期助推短端利率快速下行，带动期限利差上升，本周五期限利差录得 54.26BP，较上周五上行 5.51BP。

3 月长端利率波动较大。在经济内生动能有待修复和货币宽松的背景下，月初央行行长“货币宽松仍有空间”的表态助推 10 年期国债收益率落至 2.30% 下方。中旬利率在前期积累的止盈压力和多项经济数据边际向好下阶段性调整，而后重新步入下行通道。

往后看，市场目前对于长期利率下行趋势基本已形成共识。去年以来债市对于基本面的修复秉持严谨的观察验证精神，对经济状态的确认或需要较长的观望阶段，短期内基本面扭转继而引发利率大幅上行的可能性较低。在此期间，资金面的宽松预期仍然是主导债市长端利率走势的核心因素。二季度市场对货币政策宽松预期或边际上行，并重复去年底市场提前交易宽松的行情，长端利率或仍有下行空间。但是积累的止盈压力以及消息面或对利率形成短期扰动。外部环境上，在经历了长达两年的高利率压制后，全球央行当前进入转向时期，各国央行节奏分歧也使得全球金融市场波动骤升，流动性是否遭遇意料外的冲击及其对国内金融市场的溢出效应值得关注。

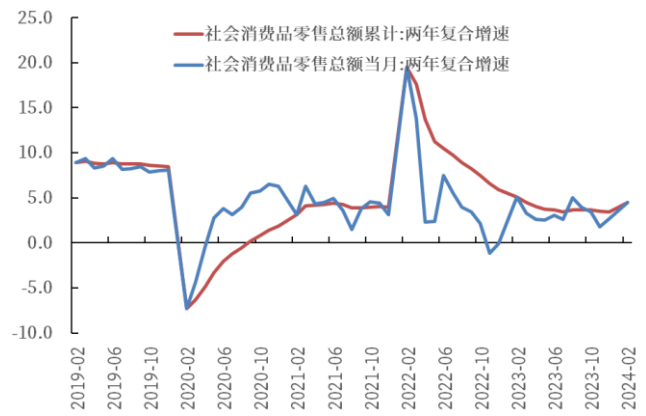
风险提示：国际局势出现黑天鹅利空事件；海外宏观经济下行超预期；国内稳增长政策效果不及预期；国内需求端恢复速度显著偏慢

图1 社零同比走势 (%)



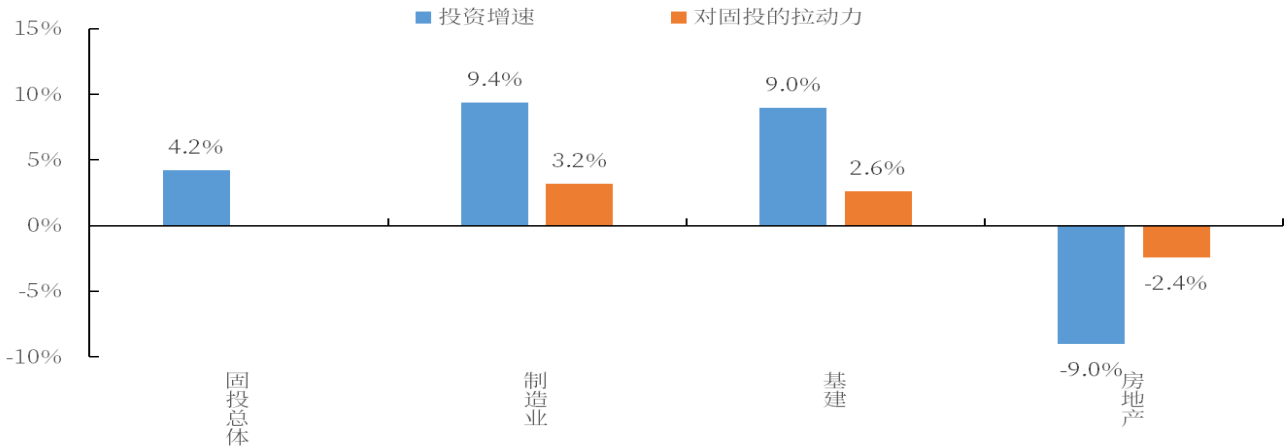
资料来源: wind, 中航证券研究所 (2021年为两年复合增速)

图2 社零两年复合增速走势 (%)



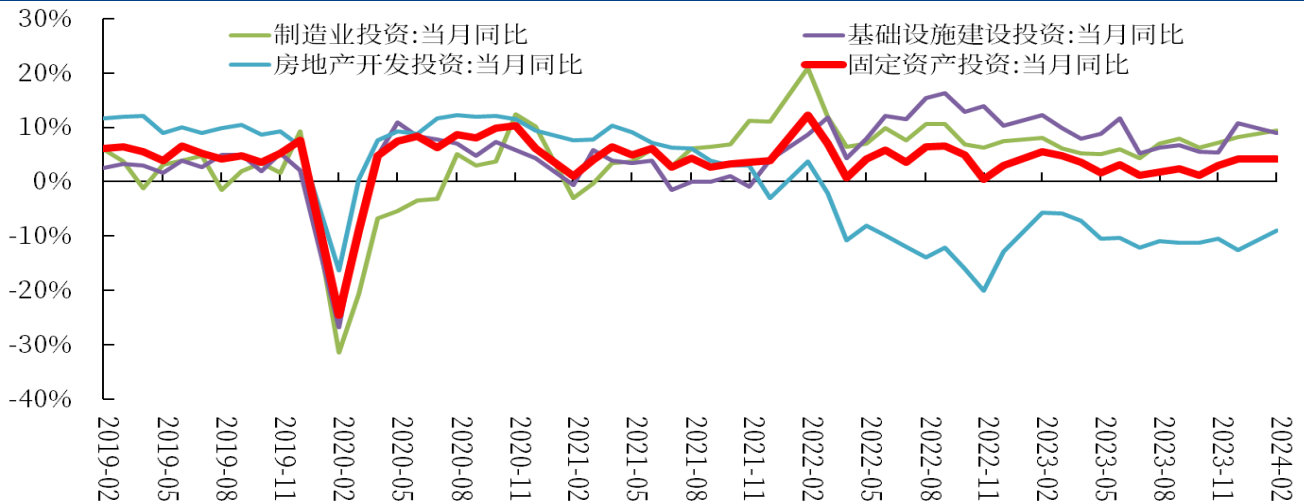
资料来源: wind, 中航证券研究所

图3 2024年前2月固投及主要分项投资增速及拉动力



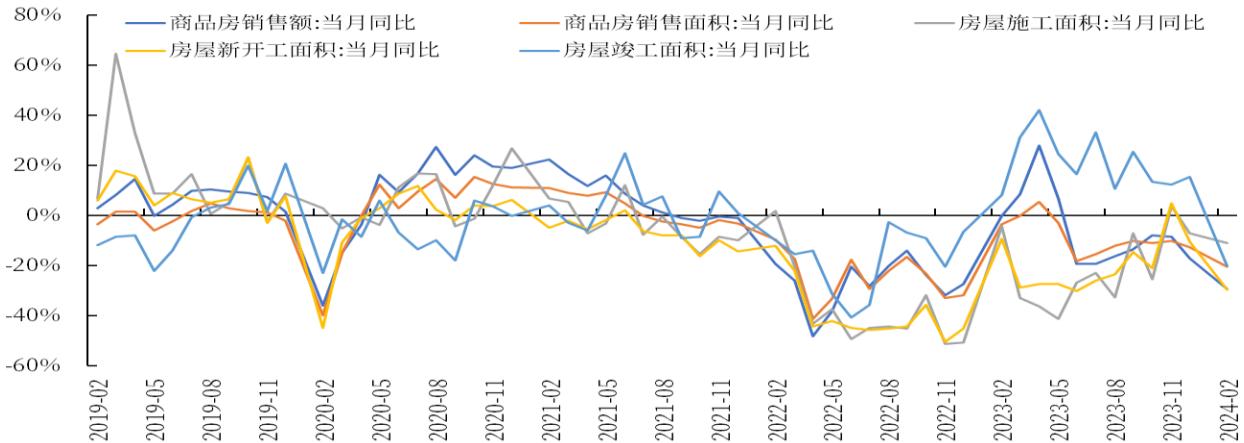
资料来源: wind, 中航证券研究所

图4 固投及主要分项当月同比走势



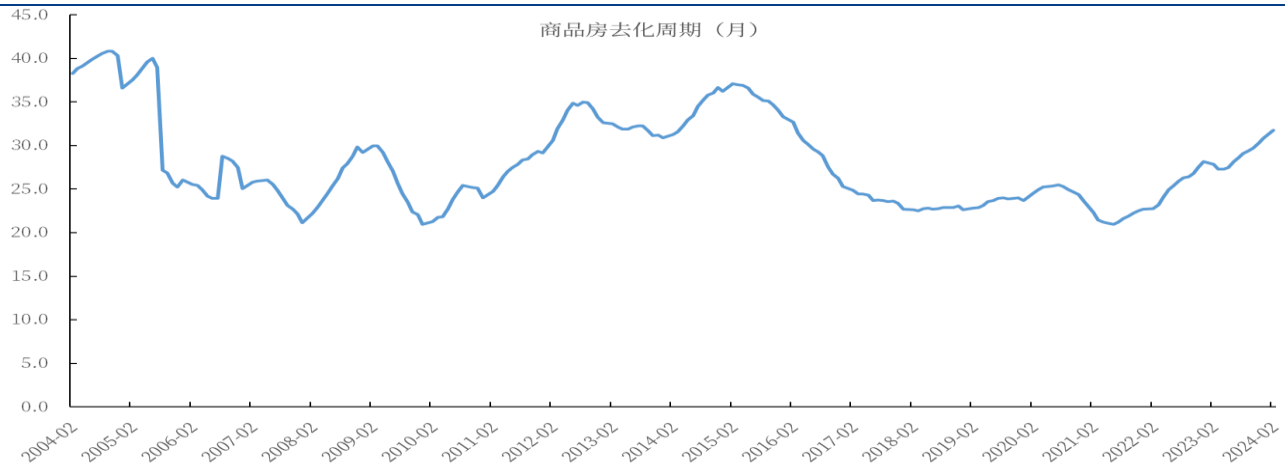
资料来源: wind, 中航证券研究所 (注: 2021年为两年复合增速)

图5 房屋销售、施工及土地购置同比走势



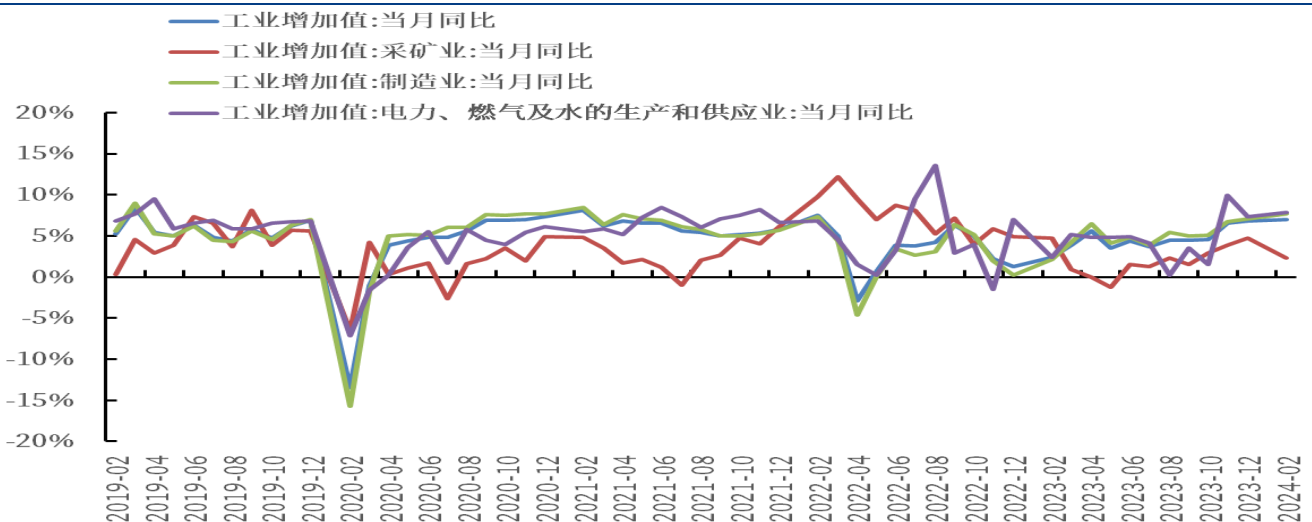
资料来源：wind，中航证券研究所（注：2021年为两年复合增速）

图6 商品房去化周期走势



资料来源：wind，中航证券研究所（注：去化周期=当前商品房库存/过去12个月月均商品房销售面积，其中，当前商品房库存包括已建成和在建的商品房）

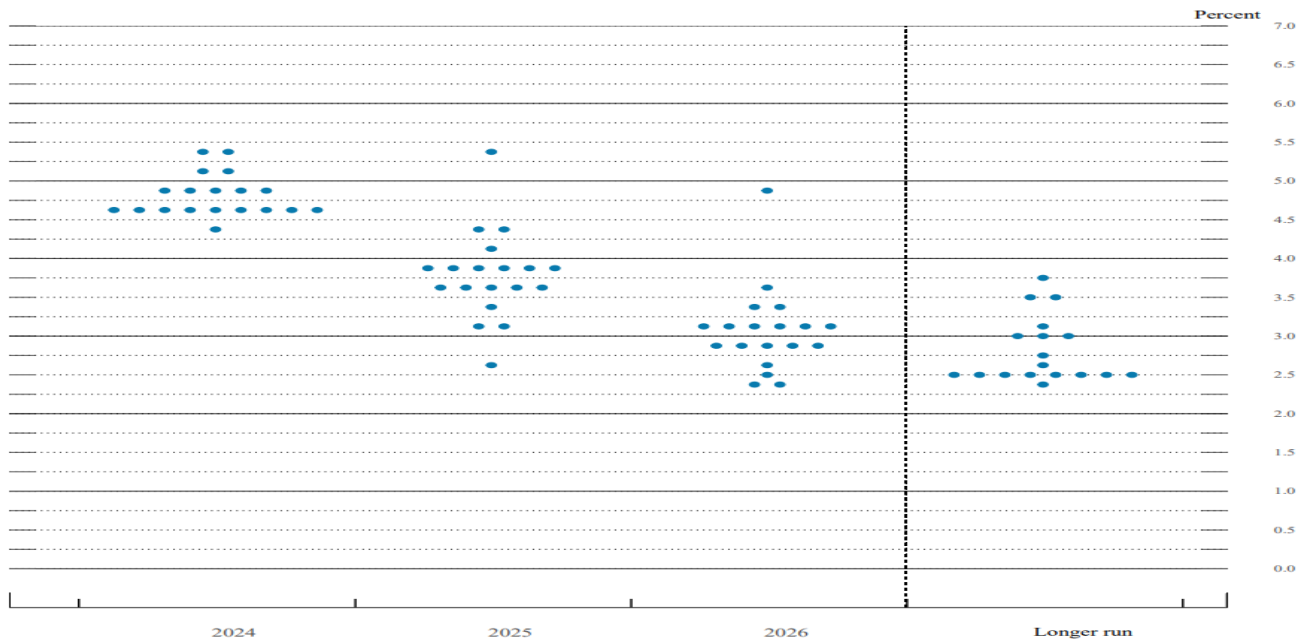
图7 工业增加值分行业同比数据 (%)



资料来源：wind，中航证券研究所

图8 美联储 2024 年 3 月议息会议的加息预期点阵图

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：wind，中航证券研究所

图9 美联储最新经济预测中对各个指标的预期变动情况 (%)

		2024年	2025年	2026年	长期
实际GDP增长率	2024年3月	↑ 2.1	↑ 2.0	↑ 2.0	1.8
	2023年12月	1.4	1.8	1.9	1.8
失业率	2024年3月	↓ 4.0	4.1	↓ 4.0	4.1
	2023年12月	4.1	4.1	4.1	4.1
PCE通胀率	2024年3月	2.4	↑ 2.2	2.0	2.0
	2023年12月	2.4	2.1	2.0	2.0
核心PCE通胀	2024年3月	↑ 2.6	2.2	2.0	
	2023年12月	2.4	2.2	2.0	
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

资料来源：wind，中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。
持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。
卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。
中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。
减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券宏观团队: 立足国内, 放眼国际, 全面覆盖国内外宏观经济、政策研究。以自上而下的宏观视角, 诠释经济运行趋势与规律, 以把握流动性变化为核心, 指导大类资产配置。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012
李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001
曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传真: 010-59562637