

美国经济

联储释放偏鹰信号

美联储 3 月议息会议释放鹰派信号：会议声明新提及中东地缘政治风险，为后续可能的政策转向埋下伏笔；点阵图上调经济和通胀预测，全年降息幅度不变。货币政策路径的点阵图票型方差下降，显示联储整体共识加深；鲍威尔记者会偏鹰，更强调通胀风险，认为未来油价是否影响货币政策将取决于通胀预期的稳定。会议结束后，市场对全年降息幅度预期从 26bp 降至 11bp。但我们认为市场可能过度解读联储鹰派信号，一旦中东地缘风险缓和或就业市场明显转弱，联储政策立场可能迅速转向。我们维持联储 26 年将降息 1 次的预测。短期内，美元可能保持强势，油价高企将抬升全球通胀中枢并推迟央行降息节奏预期，推高长端利率与期限溢价，压制风险资产和贵金属等表现。最终，央行政策路径和大类资产影响将取决于中东冲突演进和油价见顶时间。中长期看，地缘冲击引发的估值压缩和利率抬升可能为 AI 产业龙头、贵金属和中长期国债等优质资产创造良好配置窗口。

- **会议声明新提及中东地缘政治风险，为后续政策埋下伏笔。**政策利率保持在 3.5%-3.75% 不变，符合市场预期；对就业状况评估从偏鹰转为更加中性，删去“有企稳迹象”表述，改为“近几个月变化较小”；新增“中东局势变化对美国经济影响仍不确定”，暗示后续政策可能视具体影响而转向。12 个票委中反对票数从 2 票降至 1 票，Waller 立场从 1 月的支持 25bp 降息转为不降息，显示在油价大幅上涨后，联储立场小幅转鹰。
- **点阵图上调经济和通胀预测，全年降息幅度不变。**3 月预测中位数显示 FOMC 对经济仍然乐观，26-28 年经济增速预测分别较 12 月上调 0.1、0.3 和 0.2 个百分点至 2.4%、2.3% 和 2.1%。长期经济增速预期也从 1.8% 上调至 2%，反映联储认为生产力要素的提高将推升潜在经济增速；失业率大致不变，27 年失业率从 4.2% 上调至 4.3%；通胀大幅上调，26 年 PCE 与核心 PCE 分别从 2.4% 和 2.5% 上调至 2.7% 和 2.7%，27 年均从 2.1% 上调至 2.2%。对 26-27 年的降息幅度保持在每年 25bp 不变，同时长期最终利率从 3% 升至 3.1%，与上调的长期经济增速预期一致。点阵图显示 3 位在 12 月支持 26 年加息 25bp 的委员转为支持按兵不动，支持降息 150bp 和 100bp 的两位委员分别转为 100bp 和 75bp。货币政策路径预测的方差下降，显示联储整体共识加深。
- **鲍威尔记者会偏鹰。**1) 认为能源供给的影响理论上将是一次性的，但现在下定论仍为时过早，是否“看穿”油价影响将取决于通胀预期能否保持良好锚定。2) 强调通胀风险，提到过去 5 年持续高于联储目标，强调需要看到核心商品价格下行以确定关税为一次性影响，认为除房租外核心服务通胀的粘性较高。3) AI 进步将推升全要素生产率，可能推升中性利率，短期内基础设施建设将边际推高通胀，但长期可能带来通缩效果。4) 认为劳动力市场处于弱均衡状态，就业增长放缓主要原因是移民减少和劳动参与率下降。但失业率仍处于低位，因维持失业率稳定所需的每月新增就业均衡点目前可能是零。5) 联储面临实现双重目标的两难，劳动力市场偏向下行，通胀风险偏向上行，目前很难判断哪个风险更大。本次会议讨论了加息的可能性，但鲍威尔认为这不是基准情景。6) 鲍威尔会在卸任主席后继续担任联储理事，直到司法部停止刑事调查。

刘泽晖

(852) 3761 8957

frankliu@cmbi.com.hk

- **美联储降息路径：**我们维持联储 26 年将降息 1 次的预测，联邦基金利率将降至 2026 年末 3.25%-3.50%，时点将取决于中东冲突演变和油价见顶时间。议息会议后，市场对全年降息幅度预期从 26bp 降至 11bp，较 2 月底的 60bps 大幅下降。但我们认为市场可能过度解读联储鹰派信号，一旦中东地缘风险缓和或就业市场明显转弱，促使其通胀/就业风险权衡转变，政策立场也可能迅速转向。
- **对全球市场影响：**央行政策路径和大类资产影响将主要取决于油价见顶时间和中东冲突演进。若高油价持续，将抬升全球通胀中枢并推迟央行降息节奏，推高长端利率与期限溢价，压制风险资产表现。短期内，市场可能继续交易通胀反弹，美债利率曲线可能熊陡，通胀不确定性和期限溢价对长端影响更大；美元指数可能在地缘政治风险和高油价推动下保持强势，非美元货币走弱；金银等贵金属价格可能受到美元走强、货币政策转向和流动性趋紧等因素压制；通胀反弹和货币政策预期收紧将导致高估值和高资本开支的成长股承压，如科技和生物医药等板块。通胀反弹将挤压消费者购买力，利空航空、旅行和汽车等可选消费和上游原材料等板块，利好能源、公用事业和石油相关化工品等板块。能源安全担忧将影响主要依赖霍尔木兹海峡能源进口的东亚国家股市表现，如日本和韩国等。中长期看，当前由地缘冲击引发的 risk-off 与估值压缩，可能为优质长期资产创造良好配置窗口，包括受益于 AI 产业趋势的科技龙头、具备避险和对冲全球债务扩张属性的贵金属和中长期国债等。如果后续中东局势缓和，特别是原油价格见顶后，市场可能很快从交易“通胀失控”转为“增长放缓和政策再宽松”。

图 1: 联储会议声明变化

Available indicators suggest that economic activity has been expanding at a solid pace. Job gains have remained low, and the unemployment rate has shown some signs of stabilization. ~~been little changed in recent months.~~ Inflation remains somewhat elevated.

The Committee seeks to achieve maximum employment and inflation at the rate of 2 percent over the longer run. Uncertainty about the economic outlook remains elevated. ~~The implications of developments in the Middle East for the U.S. economy are uncertain.~~ The Committee is attentive to the risks to both sides of its dual mandate.

In support of its goals, the Committee decided to maintain the target range for the federal funds rate at 3-1/2 to 3-3/4 percent. In considering the extent and timing of additional adjustments to the target range for the federal funds rate, the Committee will carefully assess incoming data, the evolving outlook, and the balance of risks. The Committee is strongly committed to supporting maximum employment and returning inflation to its 2 percent objective.

In assessing the appropriate stance of monetary policy, the Committee will continue to monitor the implications of incoming information for the economic outlook. The Committee would be prepared to adjust the stance of monetary policy as appropriate if risks emerge that could impede the attainment of the Committee's goals. The Committee's assessments will take into account a wide range of information, including readings on labor market conditions, inflation pressures and inflation expectations, and financial and international developments.

Voting for the monetary policy action were Jerome H. Powell, Chair; John C. Williams, Vice Chair; Michael S. Barr; Michelle W. Bowman; Lisa D. Cook; Beth M. Hammack; Philip N. Jefferson; Neel Kashkari; Lorie K. Logan; ~~and Anna Paulson.; and Christopher J. Waller.~~ Voting against this action ~~werewas~~ Stephen I. Miran ~~and Christopher J. Waller,~~ who preferred to lower the target range for the federal funds rate by 1/4 percentage point at this meeting.

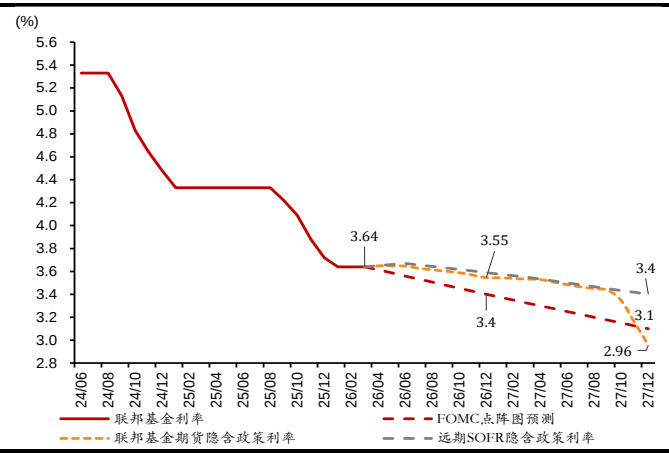
资料来源：美联储官网，招银国际环球市场

图 2: 联储经济预测变化

	会议日期	预测中位数(%)			
		2026	2027	2028	中长期
实际GDP	26年3月	2.4	2.3	2.1	2
	25年12月	2.3	2	1.9	1.8
失业率	26年3月	4.4	4.3	4.2	4.2
	25年12月	4.4	4.2	4.2	4.2
PCE通胀	26年3月	2.7	2.2	2	2
	25年12月	2.4	2.1	2	2
核心PCE	26年3月	2.7	2.2	2	
	25年12月	2.5	2.1	2	
联邦基金利率	26年3月	3.4	3.1	3.1	3.1
	25年12月	3.4	3.1	3.1	3

资料来源：Wind，招银国际环球市场

图 3: 降息路径预期



资料来源：Wind，招银国际环球市场

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场投资评级

买入	：股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	：股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	：股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	：招银国际证券并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	：行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	：行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	：行业股价于未来 12 个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决策。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的误差、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律风险。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订) 规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。