

2023年03月23日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

3月点阵图的三个信号

—宏观点评报告

事件

2023年3月23日，美联储3月FOMC会议上加息25BP，发表对银行风险的看法，并公布了一季度的经济预测数据。

投资要点

3月点阵图有哪些信号？

加息将停，加息顶点较12月没有变化，预计到5月25BP后结束本轮加息。

降息尚远，再度强调了2023年不会降息，联储上调了2023年通胀预测，下调了2023年的失业率预测，进一步降低了降息的可能。

步伐放缓，受到通胀粘性的影响，2024年首次降息时间推后，全年降息的幅度放慢25BP，预计会有3次25BP的降息。

联储如何看银行风波？

鲍威尔曾考虑过暂停加息，并明确将流动性风险纳入美联储政策决定。表示一旦后续金融条件收缩超预期，联储的加息窗口将快速关闭，使得本轮货币紧缩提前结束。

资产方向如何锚定？

美股：衰退恐慌下，预计在下半年逐渐迎来配置窗口期

美债：通胀交易逻辑逐渐退出，预计维持上有顶下有底的震荡状态。

美元：大银行的美元存款的性价比凸显，避风港属性持续。

黄金：短期略有压制，但右侧配置窗口临近。

A股：企稳在即，经济修复确定性和风险传导的有限性凸显避风港属性。

风险提示

- (1) 全球金融条件紧缩超预期
- (2) 联储货币政策快速转向
- (3) 地缘政治风险再起

分析师：朱珠 S1050521110001

✉ zhuzhu@cfsc.com.cn

分析师：谭倩 S1050521120005

✉ tanqian@cfsc.com.cn

联系人：杨芹芹 S1050121110002

✉ yangqq@cfsc.com.cn

最近一年大盘表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

1、《联储转鸽，终点在即？》

2023-02-02

2、《全面注册制拉开序幕，资本市场改革再提速》

2023-02-02

3、《数据要素市场化有望提速》

2023-01-04

正文目录

事件:	3
评论:	3
1、3月点阵图透露什么信号: 加息将停, 降息尚远, 步伐放缓	3
2、联储如何看待银行危机?	5
3、资产方向如何锚定?	5
4、风险提示	6

图表目录

图表 1: 联储 2023 年 3 月点阵图	4
图表 2: 联储上调通胀预测, 下调失业和经济预测	5

事件：

2023年3月23日，美联储在3月的FOMC会议上加息25BP，并发布了一季度的经济预测数据。

评论：

1、3月点阵图透露什么信号？

3月的点阵图基本延续了12月议息会议时期的位置，符合我们近期专题报告《美联储的三难抉择：抗通胀、防风险和托经济》中对于联储的判断。

3月份的点阵图中有三个重要的信号：

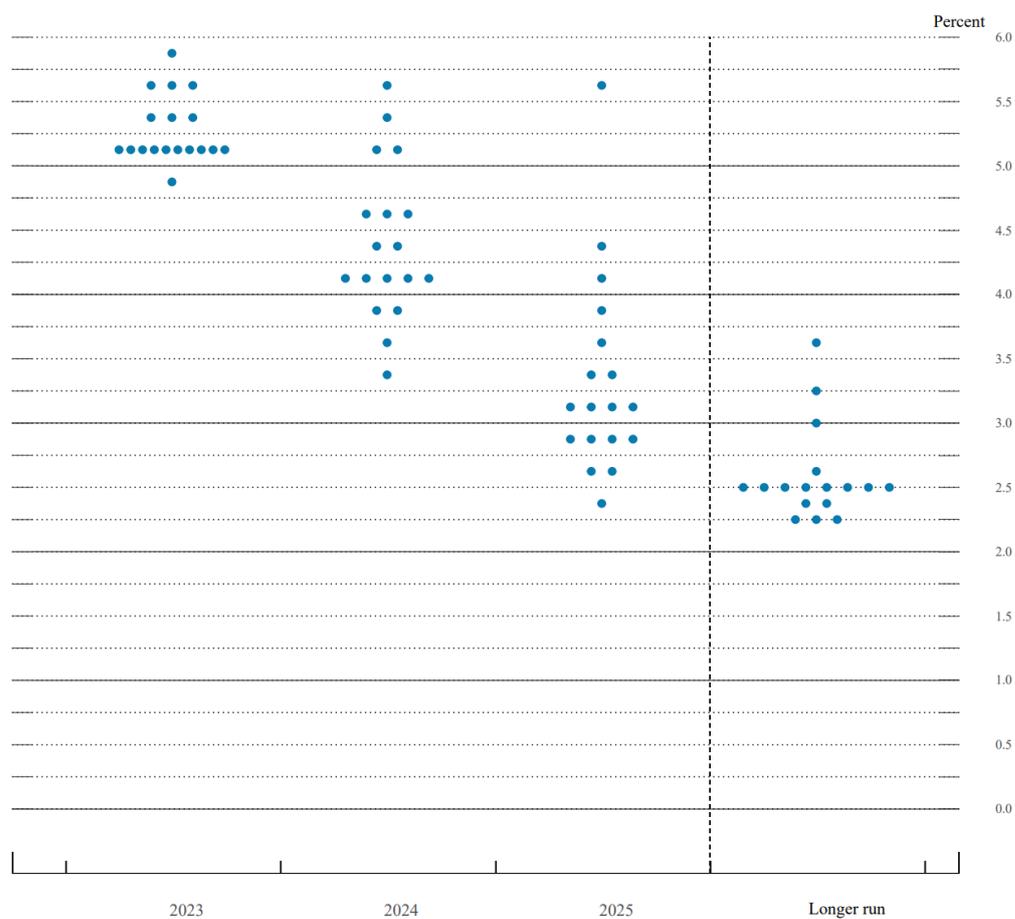
加息将停，加息的顶点没有发生改变：联储委员预计2023年联邦基金利率保持在5%-5.25%之间，与2022年12月点阵图的顶点相同，这意味着联储在5月再度加息25BP之后才能结束本轮货币紧缩周期。从预期的角度来看，当前市场和联储在加息顶点上已经达成了一致预期，CME预测5月加息25BP并停止加息的概率达到了50%以上。

降息尚远，再度强调了2023年不会降息：3月点阵图中利率范围维持在了5-5.25%同样意味着联储保持了higher for longer的观点，并不会在2023年进行降息。联储不降息也能从发布的3月的经济预测中找到线索。首先是劳动市场的韧性超预期，2022年12月联储预测2023年失业率将达到4.6%的位置，3月份则是略有调低，降低到4.5%的位置，劳动市场的韧性进一步凸显。其次是通胀的韧性超预期，联储上调了2023年的通胀预期，PCE从12月的3.1%上调至3.3%，核心通胀从3.5%上调至3.6%。当前美国通胀拐点已经明确，但是通胀粘性的问题得到凸显。这一点也可以从亚特兰大联储的黏性通胀数据中得到验证，2月粘性通胀和核心粘性通胀均再度上行，分别来到了6.7%和6.6%的位置。因此联储本次上调2023年的通胀判断也在我们的预期之内。

联储历次降息的开始均伴随着失业率的上行和通胀的下行，根据我们的统计，往往是在PCE平均下降3.04%左右的位置，核心PCE同比2.92%，平均失业同比上升到5.34%的位置联储才开始新一轮降息周期，因此从当前联储对于就业和通胀的预期判断，2023年将不会进行降息。

步伐放缓，降息的幅度可能放慢：当前联储预期2024年进行降息3次25BP至4.25%-4.5%的范围，较2022年12月100BP降息规模有所放缓，同样是受到了通胀粘性的影响。联储同时进一步下调了2024年的经济预期，从2022年12月预测的1.6%下调至1.2%。

图表 1：联储 2023 年 3 月点阵图



资料来源：FED，华鑫证券研究

图表 2：联储上调通胀预测，下调失业和经济预测

Variable	Percent		
	Median ¹		
	2023	2024	2025
Change in real GDP	0.4	1.2	1.9
December projection	0.5	1.6	1.8
Unemployment rate	4.5	4.6	4.6
December projection	4.6	4.6	4.5
PCE inflation	3.3	2.5	2.1
December projection	3.1	2.5	2.1
Core PCE inflation ⁴	3.6	2.6	2.1
December projection	3.5	2.5	2.1
Memo: Projected appropriate policy path			
Federal funds rate	5.1	4.3	3.1
December projection	5.1	4.1	3.1

资料来源：FED，华鑫证券研究

2、联储如何看待银行危机？

3月美联储和ECB一样强硬的在银行风波紧坚持抗通胀的路径，但也不可否认银行危机对货币政策的直接影响。鲍威尔在答记者问中提及曾经在会议前考虑过暂停加息；当提及金融紧张情况的时候，鲍威尔承认要是出现了重大的宏观影响，那联储也会及时的调整货币政策。当前联储QT（加息紧缩）和QE（BTFP）的组合使得银行流动性危机得到了兜底，使得联储加息的窗口期犹存，而一旦后续金融条件收缩超预期，联储的加息窗口将快速关闭，使得本轮货币紧缩提前结束。FOMC会议后美国财政部部长耶伦也在参议院就新年预算发言，在表示政府会出手救助小银行之后，耶伦表示美国政府不考虑扩大联邦存款保险的范围，否认了本周二市场对于联邦存款保险扩大到所有存款的期待。预计本轮银行风波预计更多的是相对可控的点对点爆发，使得银行业的行业集中度有所提升，大概率不会引发连锁反应逼迫联储提前结束加息，后续更需关注实体经济（僵尸企业）、REITS（黑石违约）等方面的风险暴露。

3、资产方向如何锚定？

从资产的角度来看，当前市场处在加息的尾声，市场的交易预期和交易逻辑将出现切换，接下来重要的预期节点将是衰退的兑现和降息预期的建立。我们预计将会在下半年持续看到市场和联储对于这两者的预期进行博弈。

美股：同时交易危机和衰退逻辑。在金融条件收缩的情况下，美股市场预计在接下来的时间里持续受到危机恐慌和衰退交易的主导，从过去的衰退周期来看，美股往往会在衰退期间下挫 20%以上，但也均在尚未走出衰退前就出现了反弹，往往会有 30%-80%的反弹力度，反弹的信号往往是货币政策的转向。预计美股在下半年逐渐迎来配置窗口期，仍需紧密关注降息一致预期的建立。

美债：加息接近尾声后，通胀交易逻辑逐渐退出，衰退交易将成为主导。伴随着银行流动性风波和经济的走弱，美债的收益率中枢已经出现了大幅下移，而恐慌造成的避险交易和衰退交易则是当前主要影响美债收益率的因素，预计美债将维持上有顶（危机缓解，预计在 3.8%左右）下有底（危机恐慌再现，经济走弱，预计在 3.3%左右）的震荡状态。

美元：短期仍有避险属性。在国际银行流动性风险不断爆发的当下，全球市场再度进入了恐慌的局面，美元的避险属性再度占据了上风，预计将继续维持在 100 以上的位置，大银行的美元存款的性价比凸显，收益率普遍在 4%以上，是当前资金的主要选择。在 higher for longer 的高利率悬挂下，整体利率预计仍会保持在高位，即使美元在经济走弱的情况下出现了下行，但仍不改避风港优势。

黄金：短期略有压制，但右侧配置窗口临近。加息对于黄金价格往往是有所压制，当前加息接近尾声，后续经济衰退（美国衰退尚未兑现），危机恐慌（银行间流动性危机仍会持续爆发）和降息预期（加息完成后市场共同定价降息预期）的共同推动实际利率的下行，黄金的右侧配置窗口也将开启。

A 股：企稳在即，经济修复确定性和风险传导的有限性凸显避风港属性。除了美元存款、黄金外，A 股在当前历史时点具备了避风港属性。首先从 A 股的角度来说，本轮海外银行风波对国内的传导有限，2023 年金融稳定会议指出我国银行业金融机构总体经营稳健，大型银行评级一直优良，是我国金融体系的“压舱石”。从资产的角度来说，国内银行对于衍生品的持有量较小，金融风险放大和传导的空间也有所限制。同时，国内货币政策保持了相对独立性，央行在 3 月 17 日宣布降准，释放出积极信号，后续仍会继续通过结构性货币政策工具来精准发力支撑经济。国内经济复苏的高确定性叠加海外风险传导的有限性使得 A 股的避风港属性得以凸显。海外加息预期降温叠加国内全面降准，积极信号逐步积聚，东升西落的宏观顺风逐步回归，或将助力市场企稳。

4、风险提示

- (1) 全球金融条件紧缩超预期
- (2) 联储货币政策快速转向
- (3) 地缘政治风险再起

■ 宏观策略组介绍

谭倩: 13年研究经验，研究所所长，首席分析师。

杨芹芹: 经济学硕士，7年宏观策略研究经验。曾任如是金融研究院研究总监、民生证券研究员，兼任 CCTV 新闻和财经频道、中央国际广播电台等特约评论，多次受邀为财政部等政府机构和金融机构提供研究咨询，参与多项重大委托课题研究。2021年11月加盟华鑫证券研究所，研究内容涵盖海内外经济形势研判、政策解读与大类资产配置(宏观)、产业政策与行业配置(中观)、全球资金流动追踪与市场风格判断(微观)，全方位挖掘市场机会。

朱珠: 会计学士、商科硕士，拥有实业经验，wind 第八届金牌分析师，2021年11月加盟华鑫证券研究所。

周灏: 金融学硕士，2022年7月加盟华鑫研究所，两年券商研究经验，从事中观比较与主题投资研究。

李刘魁: 金融学硕士，2021年11月加盟华鑫研究所。

孙航: 金融学硕士，2022年5月加盟华鑫研究所。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数

的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。