

3月会议确认加息终点临近，但不宜过度定价年内大幅降息预期

——美联储3月货币政策会议点评与展望

研究发展部分析师 白雪 李晓峰

事件：北京时间3月23日凌晨，美联储如期加息25个基点，令联邦基金利率升至4.75%-5%目标区间。这是美联储自去年3月以来连续第九次加息，也是连续第二次幅度放慢至25个基点。本次加息25个基点的决议获得票委一致支持。3月货币政策声明措辞发生较大变更，重申美联储对抗击通胀的态度未改，但对于适当的加息节奏的表述有所转变，声明中“目标范围的持续上调将是适当的”这一表述被替换为“一些额外的政策紧缩可能是适当的”，反映出加息或临近终点。新增对美国银行业的观点，认为美国银行业健康、有韧性，但预警诸多倒闭事件将拖累经济增长。

会后公布利率点阵图显示，美联储对于今年年底的利率中位数预期仍为5.1%，与去年12月的预期持平，暗示仅再有一次加息25个基点的空间。对2024年底的利率预期从4.1%升至4.3%，对2025年底和更长期利率的预期分别维持在3.1%和2.5%不变。在经济预测中，美联储下调了今明两年的美国经济增速预期，小幅下调美国2023、2024年GDP增长预期分别至0.4%、1.2%，上调美国2025年GDP增长预期至1.9%；小幅下调2023年失业率预期至4.5%，2024年失业率预期为4.6%，与去年12月份持平；进一步上调2023年名义PCE通胀预期至3.3%、上调2023年核心PCE通胀预期至3.6%；2024年PCE通胀预期2.5%，与去年12月份持平，但2024年核心通胀上调至2.6%。

鲍威尔在会后新闻发布会称，在3月会议开始的前几天，美联储曾考虑过暂停加息；但加息行动得到FOMC成员强有力的一致支持；如有必要，美联储将超预期加息。美联储预计今年不会降息。他强调，少量银行陡然出现严重的艰难处境，准备用所有工具来确保银行系统的安全，一系列银行业倒闭事件可能会影响到美国经济，承诺将从本次银行业危机中汲取教训。

图1 2022年12月利率点阵图

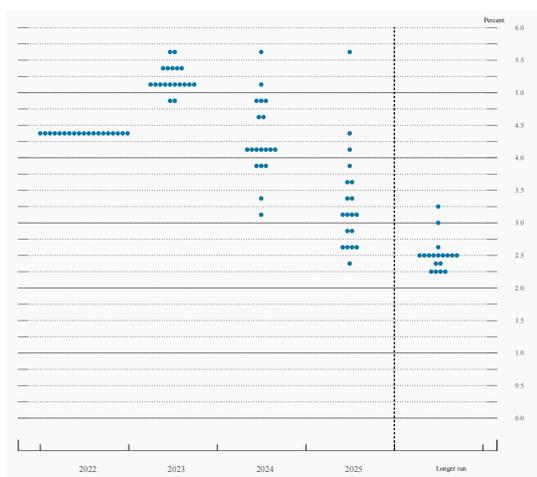
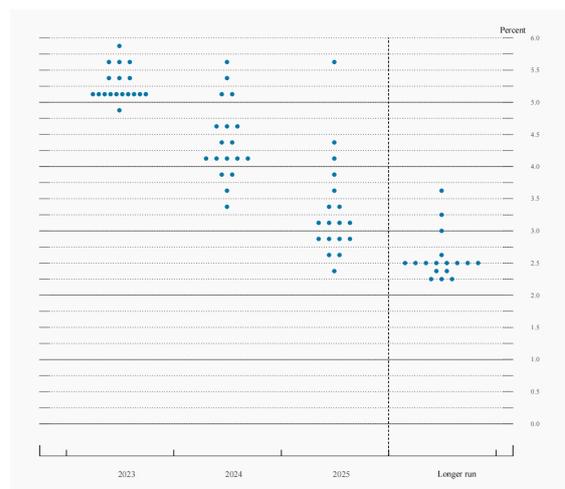


图1 2023年3月利率点阵图



对此，东方金诚解读如下：

一、3月美联储继续加息 25 个基点，而不是暂停加息，表明美联储在“通胀压力”和“金融风险”的衡量中选择了相对折中的路线。

一方面，今年年初以来，美国经济数据表现整体强于预期，通胀压力仍未得到明显缓解。虽然从近几个月数据来看，美国通胀保持降温态势，但背后的主要贡献力量是国际油价下行、食品价格缓和，以及商品需求的放缓；而美联储最关心的“超级核心通胀”，即扣除住房的核心服务通胀同环比均仍连续几个月保持较高增速。但在劳动力供给难以改善的背景下，这意味着美联储抗击通胀的紧迫性上升，需要进一步加息以抑制需求、巩固前期降通胀的效应——在银行危机爆发前，鲍威尔甚至暗示可能考虑将加息幅度重新上调至 50 个基点。另一方面，美国银行风险事件爆发后，迫使美联储的加息行动需要同时顾及金融稳定目标，同时考虑到银行信贷紧缩也将增大经济下行压力，因此选择维持 25 个基点的加息幅度。

之所以没有选择暂停加息，主要是因为，在监管迅速出手救市、美联储向银行体系提供大量短期流动性的支持下，美国银行业危机初期的强烈冲击已暂时缓和，中小银行风险进一步向金融体系扩散的可能性已大为降低，金融系统性风险相对可控，暂停加息的必要性大为降低——3 月的政策声明以及鲍威尔的讲话中，均表达了美联储当前对于银行体系稳健性的信心，认为银行风险事件可能只会产生“适度”的影响。因此，在银行体系大致稳定的前提下，再考虑到为避免因暂停加息引发市场不必要的恐慌性猜测以及道德风险，美联储仍选择继续加息。

二、 往后看，近期银行业危机在一定程度上扰动美联储加息节奏，金融稳定的重要性阶段性上升，预计 5 月再次加息 25 个基点后将大概率停止加息。

在后续政策路径方面，由于风险事件演变、通胀走势的不确定性，本次会议的前瞻指引呈现了较大的灵活度，但相对较为确定的一点是，本轮加息终点已经临近。3月货币政策声明将“目标范围的持续上调将是适当的”更改为“一些额外的政策紧缩可能是适当的”，加之利率点阵图的5.1%的终值预期，均指向今年5月很可能是最后一次加息。

我们认为，这反映出近期银行业危机确实对美联储原先的加息节奏造成了一定程度的扰动。首先，从短期来看，金融稳定的重要性可能将会阶段性提升——从历史上看，2000年之后美联储的四次政策宽松周期中，有三次均与金融稳定有关。因此，我们预计美联储紧缩步伐将更为谨慎，会通过维持小幅加息，而非此前的加快加息，配合结构性政策工具在一定程度上“扩表”，令市场金融条件不再快速收紧、遏制金融风险，以尽快达成金融稳定的目标。待风险进一步缓释后，再视通胀走势与经济状况做出决策。其次，正如鲍威尔在新闻发布会上反复强调的，银行危机带来的信贷紧缩会带来“通缩效应”，这可以在一定程度上代替加息对通胀的抑制效果。我们判断，这也是美联储可能提前结束加息的依据之一。

总体来说，后续美联储将根据通胀走势、信贷紧缩的程度与持续时间来相机决定加息的高度和持续时间。我们预计，基准情形下，加息终点基本可以确认——即5月再次加息25个基点后，美联储将停止加息。3月利率点阵图上也显示，当前美联储内部对于加息终点的看法趋于一致。不过，也不完全排除若出现预期外的金融风险、流动性或经济基本面恶化，5月不再加息的可能性。

三、信贷紧缩可能将对美国宏观经济造成较大冲击，经济提前步入衰退的可能性大幅增加，但未来政策路径将有较大灵活度，年内是否降息、降息幅度存在较大不确定性。

我们判断，本轮银行业危机最大的风险在于可能会造成较强的宏观经济的冲击效应，美国经济可能将因此显著承压、急剧降温。数据显示，中小银行承担了美国约60%的住房贷款、80%的商业地产贷款，以及45%的消费贷款。在银行危机的影响下，后续美国中小银行信贷紧缩将从就业、收入、消费需求等多个渠道冲击美国实体经济，美国经济随后可能会出现“断崖式降温”的风险，提前步入衰退的风险进一步上升——即使当前经济数据依然强劲，但历史证明，经济数据实际上往往存在非线性变化的风险。这既意味着美联储在5月之后即停止加息、观察政策效果具有政策合理性，也为年内降息提供了可能性。此外，3季度经济预测数据表明，美联储不追求通胀快速回落至政策目标，可能考虑在通胀略高于2%时降息，这也为后续货币政策的转向打开了大门。

然而，我们认为，今年年内美联储是否会降息、降息幅度仍然存在较大不确定性，不宜对年内大幅降息过度定价。

首先，从政策声明以及鲍威尔会后发言中可以看出，抗击通胀仍是美联储的首要政策目标。尽管通胀继续回落，但核心服务通胀仍在短期内制约通胀的回落速度与幅度。这意味着美联储在顾及金融稳定的同时，不会轻易偏离此前的政策路径。停止加息后仍将在利率高点维持一段时间，而不是快速转向降息。

其次，在对经济增长的判断方面，鲍威尔表示“增长风险仍偏下行，衰退是非线性的，很难提前建模预测，银行倒闭事件可能给经济增长带来压力。”这意味着即使意识到美国经济下行压力的风险，美联储的降息路径也依然存在较强的不确定性。当前，市场存在下半年大幅降息的强烈预期，这其中隐含了银行危机继续发酵，以及美国经济深度衰退的预期。若美联储暂时按照既定的紧缩路径“相机抉择”，实际上释放了“风险可控”的信号，这对于稳定市场预期、防止预期自我实现将起到重要作用。我们注意到，3月利率点阵图中对于2024年的降息幅度的预期降低，说明美联储对于降息的判断更为保守。我们判断，若本次美国经济衰退的程度不深，美联储在下半年仍可能不降息或少降息。

权利及免责声明：

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、研究观点等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以任何方式传播。未获书面授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方或/及发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

本研究报告的结论，是在最初发表本报告日期当日按照东方金诚的研究流程及标准做出的独立判断，遵循了客观、公正的原则，未受第三方组织或个人的干预和影响。东方金诚可能不时补充、修订或更新有关信息，也可能发出其他与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但没有义务和责任更新本报告并通知报告使用者。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本声明为本研究报告不可分割的内容，任何使用者使用或引用本报告，应转载本声明。并且，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。