

2023年03月23日

宏观研究团队

通胀仍是重点，但加息终点或已确定——美联储3月FOMC会议点评

——宏观经济点评

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

潘纬桢（联系人）

panweizhen@kysec.cn

证书编号：S0790122110044

事件：美联储于北京时间3月23日凌晨2点发布2023年3月FOMC会议声明，宣布加息25bp。

● 声明及发布会要点

1. 美联储宣布加息25bp，缩表将继续按5月计划有序进行。
2. 美联储对美国经济情况保持相对谨慎乐观。美联储对美国经济的看法同2月份相比有边际改变，但总体基调并未发生变化。同时，对近期美国银行业危机看法相对谨慎乐观。其认为美国银行体系健全且富有弹性。最近的事态发展可能导致家庭和企业的信贷条件收紧，并对经济活动、就业和通胀造成压力。这些影响的程度是不确定的。委员会仍然高度关注通胀风险。
3. 美联储在此次会议下调经济增长与失业率预测，上调通胀预测，点阵图显示2023年预计将加息至5%-5.25%，较上次会议没有变化。并认为2023年不会降息。对2024年及后续的利率水平判断也与上次几乎一致，但离散程度有所扩大，显示联储官员内部之间对于未来的利率政策路径分歧有所扩大。
4. 发布会上，鲍威尔表态较为鹰派。从发布会上鲍威尔的发言和表态来看，联储的加息政策的重心仍然放在控制通胀水平上，硅谷银行倒闭等风险事件的影响有限。但表示近期的银行业危机可能会导致信贷环境的紧缩，更紧的信贷可以代替加息。因此不再预期持续加息，代之以进行额外的货币政策紧缩。

● 抗击通胀仍是美联储当前的关注重点，但加息终点或已确定

1. 劳动力市场保持韧性、通胀仍有黏性驱使美联储继续加息25bp。2月份美国新增非农就业整体显示出了较强的韧性，从2月份的通胀数据来看，美国通胀的黏性还比较强，通胀水平的回落速度存在较大的不确定性。而硅谷银行等相关的银行业风险事件，虽然造成了一定程度的金融风险动荡，但美联储已经提供了相关的流动性管理工具。因此当前继续保持25bp的小幅加息，并根据最新的经济与金融风险发展情况进行调整，对美联储而言是一个较为合适的选择。
2. 美联储当前的关注重点仍是抗击通胀，但加息终点或基本确定。一则从鲍威尔的讲话以及问答来看，通胀仍是美联储关心的重点；二则从银行业风险事件的表态来看，美联储内部认为当前银行业风险事件导致的信贷环境收缩，可以在一定程度上对加息起到替代作用；三则从点阵图上来看，当前美联储内部对于加息终点的看法接近一致，即加息至5%-5.25%后停止加息。

● 市场或将开启衰退预期交易

发布会后，美股收跌、美元下降，10年期美债收益率下降、黄金上涨。我们认为美股与美债收益率及黄金当前走势的背离，反映市场对未来美国经济增长硬着陆的预期抬升，从而带动避险情绪升温。

● **风险提示：**国际局势紧张引发通胀超预期，美国经济超预期衰退。

相关研究报告

- 《财政加力仍可期——1-2月财政数据点评—宏观经济点评》-2023.3.19
- 《预期之内的降准—宏观经济点评》-2023.3.18
- 《稳增长动能在于消费、基建——兼评2月经济数据—宏观经济点评》-2023.3.16

目 录

1、 声明及发布会要点	3
1.1、 美联储宣布加息 25bp，缩表将继续按计划有序进行.....	3
1.2、 美联储对美国经济及银行业风险保持谨慎乐观.....	3
1.3、 经济预测再度上调通胀预测数据	3
1.4、 发布会上，鲍威尔表态较为鹰派	3
2、 抗击通胀仍是当前的重点，但加息终点或已确定.....	5
2.1、 劳动力市场保持韧性、通胀仍有黏性驱使美联储继续加息 25bp.....	5
2.2、 美联储当前的关注重点仍是抗击通胀，但加息终点或基本确定.....	5
2.3、 市场或将开启衰退预期交易	6
3、 风险提示	7

图表目录

图 1: 3 月点阵图同上次相比变化较小	4
图 2: 2022 年 12 月点阵图显示加息超过 5%	4
图 3: 美国通胀趋势指标回落速度变缓	5
图 4: 美股有较大幅度下跌	6
图 5: 10 年期美债收益率持续下跌	6
图 6: 美元指数快速下降	6
图 7: 黄金价格上行	6
表 1: 美联储调低 2023 年经济增长预测 (%)	4

事件: 美联储于北京时间3月23日凌晨2点发布2023年3月FOMC会议声明, 宣布加息25bp。

1、声明及发布会要点

1.1、美联储宣布加息25bp, 缩表将继续按计划有序进行

美联储在此次会议上再次宣布加息25bp, 但删去了表示利率目标区间的持续提高将是适当的, 并表示一些额外的政策紧缩可能是适当的, 以达到足够紧缩的利率区间。缩表方面, 将继续按照2022年5月份会议上发布的《缩减美联储资产负债表规模的计划》来有序缩减持有国债及MBS。

1.2、美联储对美国经济及银行业风险保持谨慎乐观

在声明中, 美联储对美国经济的看法同2月份相比有边际改变, 但总体基调并未发生变化, 仍保持相对乐观。同时, 对近期美国银行业危机看法相对谨慎乐观。具体而言:

美国经济表现上, 声明表示最近的指标显示支出和生产有温和增长, 同2月相比没有发生变化;

就业与通胀方面, 声明表示美国就业增长有所回升, 并以强劲的速度运行, 失业率一直很低, 通货膨胀率仍然很高; 2月声明则表示就业增长强劲, 失业率保持在低位。通胀有所缓和, 但仍处于高位;

银行业风险方面, 声明表示美国银行体系健全且富有弹性。最近的事态发展可能导致家庭和企业的信贷条件收紧, 并对经济活动、就业和通胀造成压力。这些影响的程度是不确定的。委员会仍然高度关注通胀风险;

货币政策立场方面, 声明表示将继续监测即将发布的信息对经济前景的影响, 包括公共卫生、劳动力市场状况、通胀压力和通胀预期以及金融和国际形势等信息, 同时如果出现可能阻碍相关货币政策目标实现, 将会准备适当调整货币政策立场。

1.3、经济预测再度上调通胀预测数据

美联储在此次会议下调经济增长与失业率预测, 上调通胀预测, 点阵图显示2023年预计将加息至5%-5.25%, 较上次会议没有变化。

经济预测方面, 美联储下调经济增长预测与失业率预测, 再度上调通胀预测。与2022年12月份相比, 本次美联储将2023年GDP增速预测由0.5%下调至0.4%, 2024年预测由1.6%下调至1.2%; 失业率由12月份预测的2023年4.6%下调至4.5%; 通胀水平预测则再度上调, 其中2023年PCE从12月份预测的3.1%上调至3.3%, 核心PCE则从3.5%上调至3.6%。2023年联邦基金利率则与12月份预测的5.1%相同, 2024年由4.1%上调至4.3%。

点阵图方面, 此次点阵图相较于2022年12月份变化相对较小, 大部分官员认为2023年美联储的利率水平将会停留在5%-5.25%区间, 并认为2023年不会降息。对2024年及后续的利率水平判断也与上次几乎一致, 但离散程度有所扩大, 显示联储官员内部之间对于未来的利率政策路径分歧有所扩大。

1.4、发布会上, 鲍威尔表态较为鹰派

从发布会上鲍威尔的发言和表态来看, 后续联储的加息政策的重心仍然放在控制通胀水平上, 硅谷银行倒闭等风险事件的影响有限。在发言稿以及问答中, 鲍威

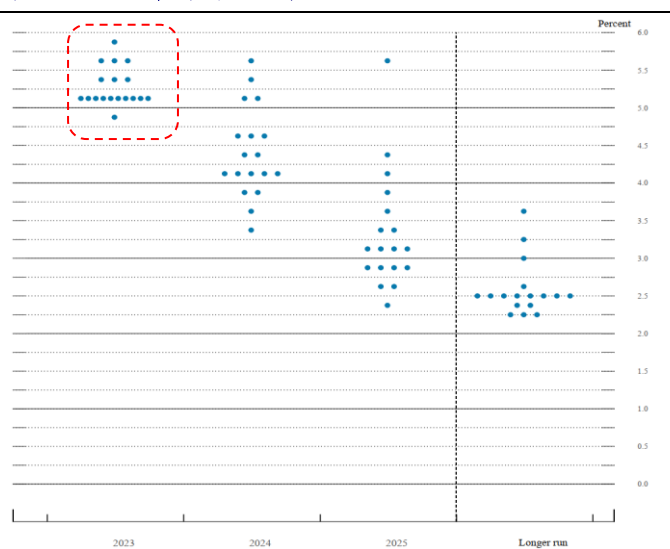
尔认为硅谷银行等中小银行发生风险事件如果放任不管，可能会对美国的信贷环境产生负面影响，最终传导至实体经济。但近期采取的措施会让所有存款者的储蓄得到有效的保护，**美国银行系统仍然是稳健的**。并表示将会密切关注银行系统的变化，随时可以提供相关支持，以确保类似的事情不再发生。经济基本面上，鲍威尔认为通胀仍然过高，劳动力市场也依旧紧张。美联储预期劳动力的供需在未来将更加平衡，但近期的数据显示通胀下行面临的不确定因素较多。不过近期的**银行业危机可能会导致信贷环境的紧缩，更紧的信贷可以代替加息**。货币政策无法快速对其进行回应，因此不再预期持续加息控制通胀，代之以进行额外的货币政策紧缩，并强调依赖数据做出决策。此外，美联储还认为当前美国经济面临的下行风险较大，经济衰退的风险是非线性的。

表1: 美联储调低 2023 年经济增长预测 (%)

预测指标	预测年份	2022.09 预测值	2022.12 预测值	2023.03 预测值
GDP 增速	2023	1.2	0.5	0.4
	2024	1.7	1.6	1.2
	2025	1.8	1.8	1.9
失业率	2023	4.4	4.6	4.5
	2024	4.4	4.6	4.6
	2025	4.3	4.5	4.6
PCE	2023	2.8	3.1	3.3
	2024	2.3	2.5	2.5
	2025	2	2.1	2.1
核心 PCE	2023	3.1	3.5	3.6
	2024	2.3	2.5	2.6
	2025	2	2.1	2.1
联邦基金利率	2023	4.6	5.1	5.1
	2024	3.9	4.1	4.3
	2025	2.5	3.1	3.1

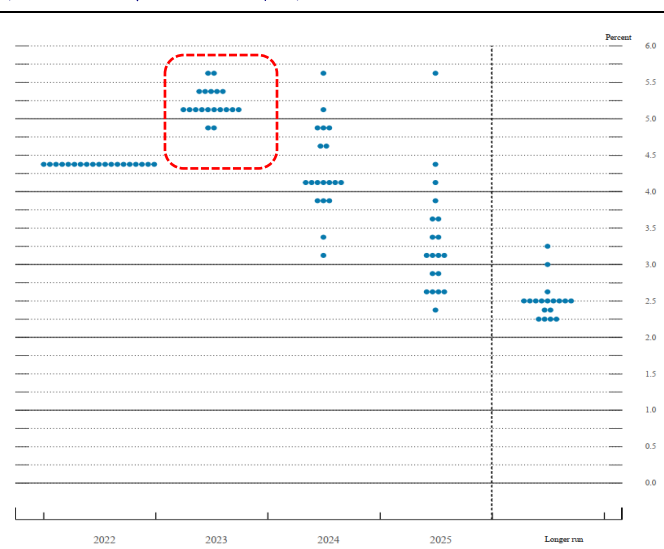
数据来源：美联储、开源证券研究所

图1: 3月点阵图同上次相比变化较小



资料来源：美联储、开源证券研究所

图2: 2022年12月点阵图显示加息超过5%



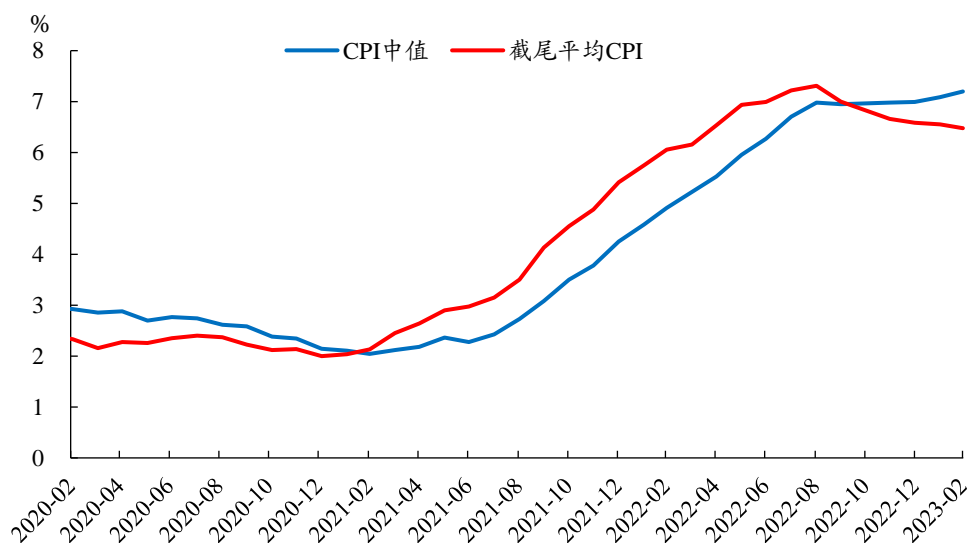
资料来源：美联储、开源证券研究所

2、 抗击通胀仍是当前的重点，但加息终点或已确定

2.1、 劳动力市场保持韧性、通胀仍有黏性驱使美联储继续加息 25bp

2 月份美国新增非农就业 31.1 万人，超过市场预期。从新增就业数量、失业率、职位空缺率等指标来看，虽然出现了一定程度的边际放缓迹象，但整体显示出了较强的韧性。（可参考报告《就业数据对美联储加息提速影响或有限——美国 2 月非农就业数据点评》）。从 2 月份的通胀数据来看，美国通胀的黏性还比较强，虽然同比增速一直保持回落态势，但是这一方面是前期的高基数原因，另一方面是核心商品通胀以及能源项的回落。核心服务以及鲍威尔关注的非房核心服务通胀环比出现反弹，同时显示美国通胀趋势的 CPI 中值与截尾平均 CPI 走势并未迎来明显下降，反映出当前美国通胀水平的回落速度存在较大的不确定性（可参考报告《继续加息对美联储或仍是较优选择——美国 2 月 CPI 点评》）。**美联储如果过早放松货币紧缩，后续通胀水平可能会出现反弹。而硅谷银行等相关的银行业风险事件，虽然造成了一定程度的金融风险动荡，但美联储已经提供了相关的流动性管理工具，风险得到了较为充分的隔离与管控（可参考报告《硅谷银行倒闭或难对美联储货币政策产生影响》）。因此当前继续保持 25bp 的小幅加息，并根据最新的经济与金融风险发展情况进行调整，对美联储而言是一个较为合适的选择。**

图3：美国通胀趋势指标回落速度变缓



数据来源：克利夫兰联储、开源证券研究所

2.2、 美联储当前的关注重点仍是抗击通胀，但加息终点或基本确定

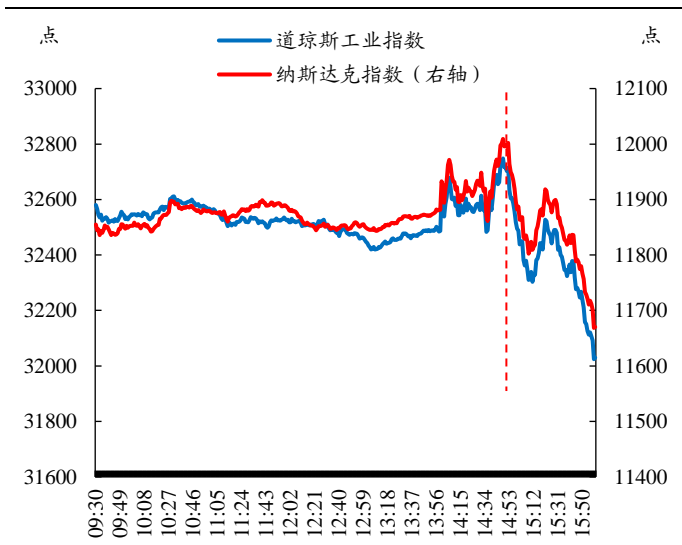
从本次美联储发布的最新的经济预测以及鲍威尔的讲话来看，当前美联储的关注重点仍是通胀，但加息终点或已基本确定。一则从鲍威尔的讲话以及问答来看，通胀仍是美联储关心的重点。其在讲话中表示曾考虑过停止加息，但是 FOMC 委员们均表示需要坚持加息以控制通胀，如果有必要，还将会坚持加息，维持住市场对美联储政策的信心。并且强调，通胀下降的速度较美联储预期的要慢。如果没有比较低的通胀水平，经济不会为任何人服务；二则从银行业风险事件的表态来看，美联储内部认为当前银行业风险事件导致的信贷环境收缩，可以在一定程度上对加息起到替代作用。从这一点来看，当前的信贷环境紧缩可能会有助于降低经济需求端

的水平，从而对通胀起到抑制作用，结合鲍威尔表示经济衰退的风险是非线性的，因此美联储进一步提升加息终端利率的动力有所降低；三则从点阵图上来看，当前美联储的委员们对 2023 年利率水平的看法同 2022 年 12 月相比并没有改变，或显示当前美联储内部对于加息终点的看法接近一致，即加息至 5%-5.25%后停止加息。

2.3、市场或将开启衰退预期交易

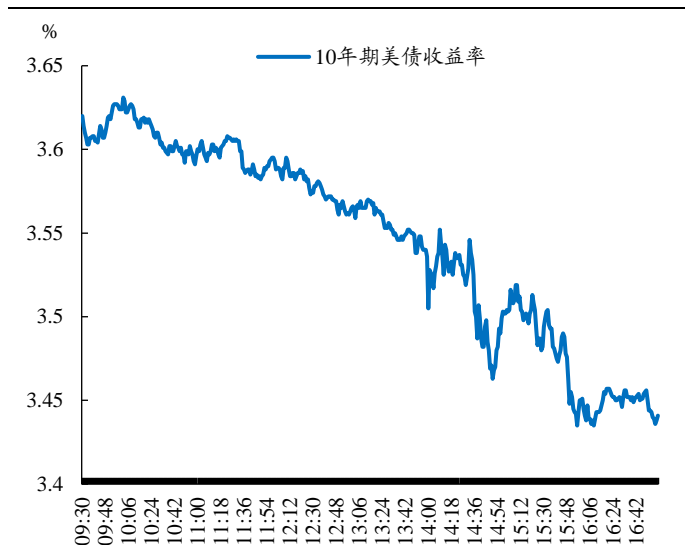
发布会后，市场反应较为激烈。美股方面，在美联储利率决议发布后，美股有所上涨，但发布会后快速走低且最终收得较大跌幅；美债方面，10 年期美债收益率持续下降，声明发布后下降幅度加深；美元方面，声明发布后快速下降，后续有所上升，但总体走低；黄金则持续上涨。我们认为美股与美债收益率及黄金当前走势的背离，反映的是对未来美国经济增长硬着陆的担忧，带动避险情绪升温。利率期货显示 5 月 FOMC 会议美联储加息 25bp 概率为 61.2%。

图4：美股有较大幅度下跌



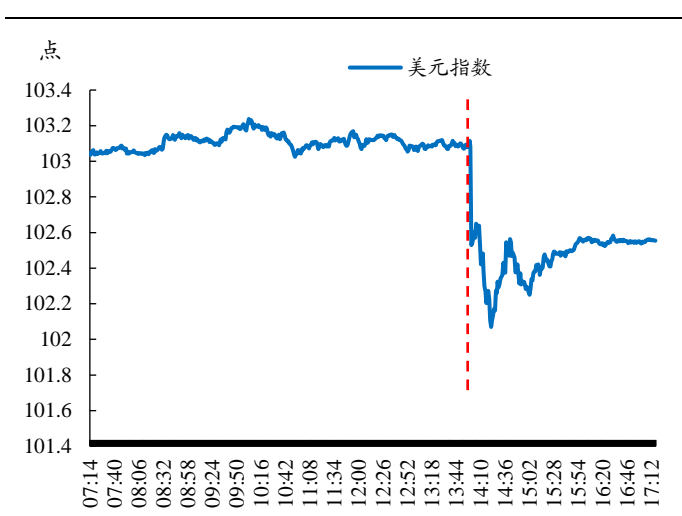
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：10 年期美债收益率持续下跌



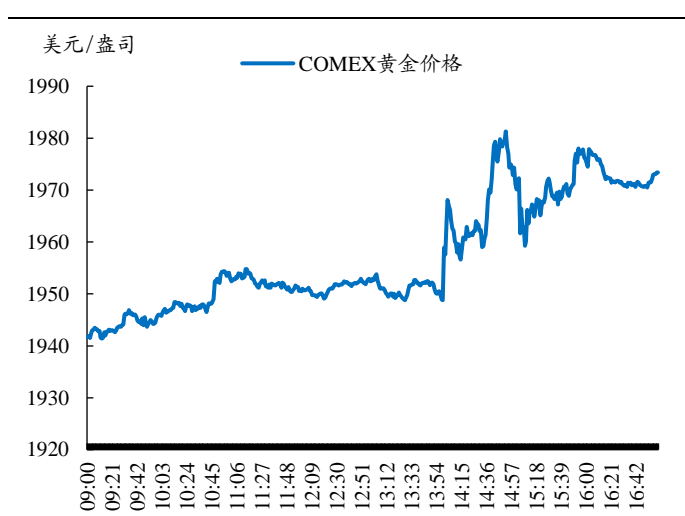
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：美元指数快速下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：黄金价格上行



数据来源：Wind、开源证券研究所

3、风险提示

国际局势紧张引发通胀超预期，美国经济超预期衰退。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn