

3月 FOMC 会议点评

加息临近终点，金融风险推升不确定性

北京时间3月23日凌晨，美联储公布了3月FOMC会议声明，继续加息25bp，符合市场预期。基于声明的措辞修正和记者会表态，我们认为本次FOMC会议重点在于美联储仍然高度关注通胀风险，但未来不确定性增加。

- **会议声明要点：继续加息25bp，维持缩表。** 美联储继续加息25bp、维持缩表计划，符合市场预期。会议声明继续强调高通胀风险，未来美联储仍会继续紧缩，但不确定性增加。鲍威尔重申不会采取暂停加息、重新加息的模式，并指出委员们并不认为今年会降息。
- **经济预测与点阵图变化：通胀预测上调，仍有25bp加息空间。** 美联储下调2023年失业率预测，上调通胀预测。点阵图显示，2023年利率中位数并未如此前鲍威尔的表态一样出现上移，主要是近期银行业事件带来的影响抵消了此前超预期通胀对决策的影响。
- **市场关注焦点目前仍然是金融风险，但之后有望回归经济基本面。**
- **风险提示：金融风险超预期，通胀韧性超预期。**

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济

证券分析师：周亚齐

yaqi.zhou@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522090002

证券分析师：刘立品

(8610)66229236

lipin.liu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521080001

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

一、会议声明要点：继续加息 25bp，维持缩表，不确定性仍然存在

美联储宣布将联邦基金利率目标范围继续上调 25bp 至 4.75%-5%，继续缩表计划，符合市场预期。相较于 2 月份声明，此次会议声明在“经济活动与就业”方面继续强调了就业增长强劲，并且删除了“通胀有所缓和”的说法，仅强调“通胀率仍处于高位”。

继美国硅谷银行、签名银行先后倒闭之后，美国银行业风险事件冲击暂未完全退去。受此影响，会议声明在“经济发展和通胀看法”中，删除了关于俄乌冲突的表述，转而关注银行业事件。与此前耶伦的表态一致，会议声明首先强调了“美国银行体系健全且富有弹性”。鲍威尔在新闻发布会上重申了这一看法，并强调，当金融系统受到严重损害的威胁时，将适时启用工具来保护存款人，意在增强公众对美国银行体系的信心。

会议前部分市场观点认为，出于维护金融稳定的考虑，美联储或在 3 月份停止加息甚至可能转为降息。与之不同的是，此次会议声明强调，委员会仍然高度关注通胀风险，这是本次会议继续加息 25bp，而非暂停加息的核心原因。鲍威尔在新闻发布会也谈到了劳动力市场仍然强劲，并且强调尽管整体通胀走势趋缓(disinflation)，但未看到非住房服务部门去通胀的明显进展。与此同时，就市场关注的美联储近期重新扩表约 3000 亿美元的事件，鲍威尔表示这是美联储的流动性供给，而不是政策转向。

关于未来加息路径，2 月会议声明表述为“目标范围的持续上调将是适当的”，而 3 月会议声明表示“委员会将密切关注即将到来的信息并评估其对货币政策的影响”，且预计“一些额外的政策紧缩可能是适当的”。结合鲍威尔在新闻发布会上的表态，我们认为这意味着：1) 面对美国银行业事件冲击，美联储尚未看到停止紧缩的必要性，未来仍可能实施紧缩政策，但经济和市场的确定性较上次 FOMC 会议之后显著增加了。2) 近期的金融风险暴露可能会进一步收紧金融和信贷条件，从而压降实体经济需求并抑制通胀，这在实质上完成了一部分本应该由联储紧缩来实现的政策目标。此外，鲍威尔重申 2 月份的观点，即不会采取暂停加息、重新加息的模式，并指出委员们并不认为今年会降息。

图表 1. FOMC 会议声明主要内容变化

2022 年 12 月	2023 年 2 月	2023 年 3 月
经济活动最近的指标表明支出和生产适度增长。近几个月就业增长强劲，失业率保持在低位。	经济活动最近的指标表明支出和生产温和增长。近几个月就业增长强劲，失业率保持在低位。	经济活动最近的指标表明支出和生产温和增长。近几个月来，就业增长有所回升，并以强劲的速度运行，失业率保持在低位。
通货膨胀仍然居高不下，反映出与能源价格相关的供需失衡、食品和能源价格上涨以及更广泛的价格压力。	通货膨胀有所缓和，但仍处于高位。	通货膨胀率仍处于高位。
俄罗斯对乌克兰的战争正在造成巨大的人员和经济困难。战争和相关事件正在加剧通货膨胀的上行压力，并给全球经济活动带来压力。委员会高度关注通胀风险。委员会坚定地致力于将通胀率恢复到 2% 的目标。	俄罗斯对乌克兰的战争正在造成巨大的人员和经济困难，并加剧了全球不确定性。委员会高度关注通胀风险。委员会坚定地致力于将通胀率恢复到 2% 的目标。	美国银行体系健全且富有弹性。最近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。委员会坚定地致力于将通胀率恢复到 2% 的目标。

资料来源：美联储，中银证券

二、经济预测与点阵图变化：通胀预测上调，仍有 25bp 加息空间

下调失业率预测，上调通胀预测。在 2023 年的预测中，美联储将美国 GDP 增速和失业率均下调 0.1 个百分点，分别降至 0.4%、4.5%。由于预期劳动力市场仍然强劲，因此将 2023 年 PCE 增速、核心 PCE 增速分别上调 0.2 个百分点、0.1 个百分点至 3.3%、3.6%。在 2024 年的预测中，GDP 增速预测继续下调，较上期预测值低 0.4 个百分点，降至 1.2%；失业率、PCE 增速未作调整，分别维持在 4.6%、2.5% 的水平，核心 PCE 则上调 0.1 个百分点至 2.6%（见图表 2）。

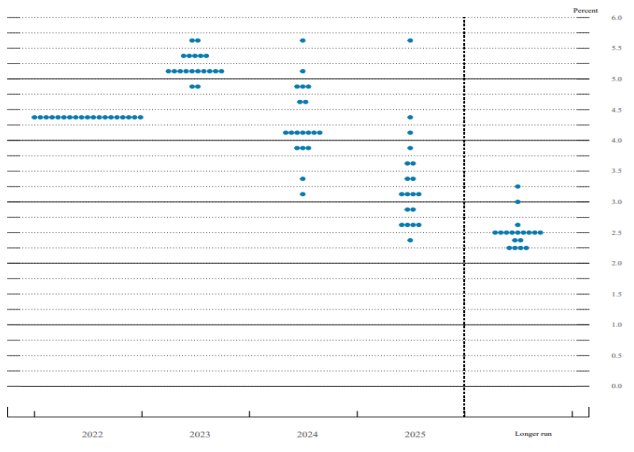
预计年内仍有 25bp 的加息空间。3 月点阵图显示，2023 年利率预测中位数为 5.1%，与上期一致，即年内仍有 25bp 的加息空间，而非此前鲍威尔的鹰派表态，即认为终端利率可能更高，表明 SEP 预测确实反映了银行事件冲击。3 月点阵图中，认为应该停止加息的委员有 1 位（上次为 2 位），认为需要继续加息 2 次的委员降至 3 位（上次为 5 位），继续加息 3 次的委员升至 3 位（上次为 2 位）。2024 年利率预测水平有所上移，中位数由 4.1% 升至 4.3%（见图表 3、4）。

图表 2. 美联储下调 2023 年 GDP 增速和失业率预测、上调通胀预测（单位：%）

	GDP 增速			失业率			PCE 增速			核心 PCE 增速		
	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
2022-12	0.5	1.6	1.8	4.6	4.6	4.5	3.1	2.5	2.1	3.5	2.5	2.1
2023-03	0.4	1.2	1.9	4.5	4.6	4.6	3.3	2.5	2.1	3.6	2.6	2.1

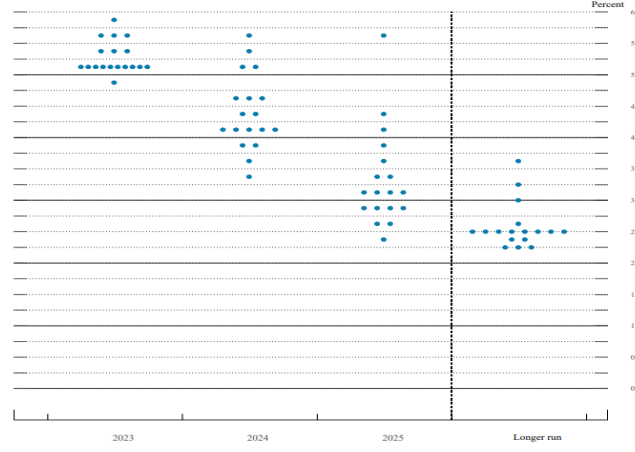
资料来源：美联储，中银证券

图表 3. 2022 年 12 月利率点阵图



资料来源：美联储，中银证券

图表 4. 2023 年 3 月利率点阵图

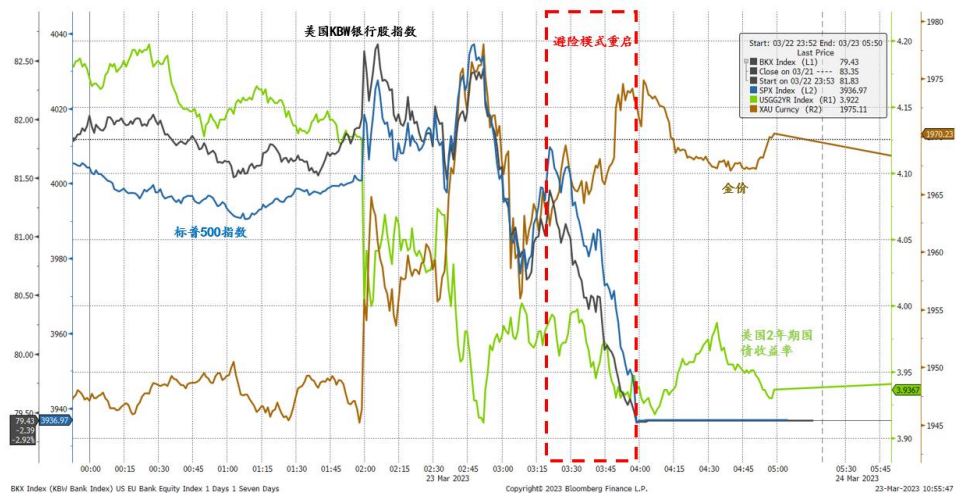


资料来源：美联储，中银证券

三、金融风险仍然是市场目前关注的焦点

FOMC 如期加息 25bp 以及鲍威尔的记者会发言都并没有太多偏离市场预期的地方，因此主要资产价格在此期间整体保持了相对稳定。但是美股在临近尾盘时突然跳水，市场整体的“避险模式”也快速重燃，我们认为这可能是由于在同期召开的国会听证会中，美国财政部长耶伦对于银行存款保护的一些相对保守的言论所引发的。结合近期市场整体走势以及市场舆论，我们认为目前金融风险是否会进一步扩散仍然是主导市场交易的关键。不过，我们的基准情形仍然是本次由硅谷银行以及瑞士信贷引起的金融风波会逐渐平息，市场焦点有望重新回归全球经济的基本面（通胀以及经济增速等），相关资产价格也有望从“避险模式”中获得短暂的修复和调整的契机。

图表 5. 临近美股尾盘时，市场避险模式重启，显示金融风险担忧仍存



资料来源：彭博，中银证券

风险提示：金融风险超预期，通胀韧性超预期。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371