

看“图”说话

美联储3月会议点评

美联储关注信用收缩风险，点阵图未充分反映其通胀预期，美债长期利率前期高点基本确认，对我国利率及汇率的压力预计进一步减轻。

- 美联储3月加息25BP基本符合市场主流预期。点阵图比市场期待的“鹰”、但比美联储的通胀预期“鸽”。
- 与12月会议点阵图相比，3月点阵图对2023年的利率展望基本未变，对2024年的利率展望略有提高。
- 但考虑到FOMC对今年美国通胀的预期高于12月，所以3月的点阵图实际上是试图在对抗通胀和维护金融稳定之间保持一条有弹性的“调息路径”。
- 我们在上周周报中提到，美国可能出现某种幅度的信用收缩。鲍威尔在本次议息会后的发布会上也表示要关注信用收缩风险。而在美国财政部拒绝扩大存款保险范围的前提下，这种信用收缩风险更加难以忽视。按历史经验，美国信用收缩通常领先于降息周期的开启。如果银行业风波引发较为严重的信用收缩，我们预计美联储将会毫不犹豫的开启降息；如果信用收缩幅度较小，美联储将按照现有预期，将降息时点安排在明年。但后一种路径可能面临的额外问题是，明年是美国的大选年，美联储在大选年开启降息，可能面临一定政治压力。
- 综合来看，美债短期收益率方向仍有变数，但长期收益率前期高点基本确认。在今年或明年开启降息，对于长期利率的影响已边际减弱，我们维持前期一系列报告的观点，美债10年期收益率基本可以确认前期高点，在4%上方空间很小。
- 美债长期收益率上行风险有限，对我国利率和汇率的压力进一步减轻，增加国内货币政策的自由度。
- 风险提示：国内外实体经济出现超预期变化，通胀超预期上行，国内外疫情发展超预期等。

相关研究报告

- 《前期政策见效，后续尚有空间——9月金融数据点评》20221012
- 《如何看额外加息空间》20221023
- 《前期政策见效，后续尚有空间——9月金融数据点评》20221012
- 《如何看额外加息空间》20221023
- 《美债利率或开始“磨顶”》20221030
- 《如何理解“限制性”政策》20221106
- 《美债“抢跑”》20221113
- 《利率出现“重置式”调整》20221120
- 《实体经济需求限制利率高度》20221127
- 《利率上行趋势放缓》20221204
- 《“网上网下”看消费修复前景》20221211
- 《“威慑式”点阵图》20221218
- 《外部增长放缓态势难改》20221225
- 《消费修复或有反复》20230102
- 《房贷利率弹性增加》20230108
- 《社融增速延续分化——12月金融数据点评》20230112
- 《中美通胀“镜像运行”》20230115
- 《2023年债市流动性展望》20230119
- 《承认“去通胀”进程开启》20230202
- 《核心通胀或推动货币市场利率收敛——1月通胀数据点评》20230212
- 《美债短期震荡、难改中长趋势》20230219
- 《楼市扰动美债，利率继续磨顶》20230305
- 《美欧市场恐慌，国内通胀温和》20230312
- 《通胀与金融脆弱性间的权衡》20230319

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

固定收益

证券分析师：肖成哲

(8610) 66229354
chengzhe.xiao@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300520060005

证券分析师：张鹏

peng.zhang_bj@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300520090001

事件：北京时间3月23日凌晨，美联储宣布，将联邦基金利率目标区间由4.5%-4.75%上调25个基点至4.75%-5%。加息决定符合市场主流预期。

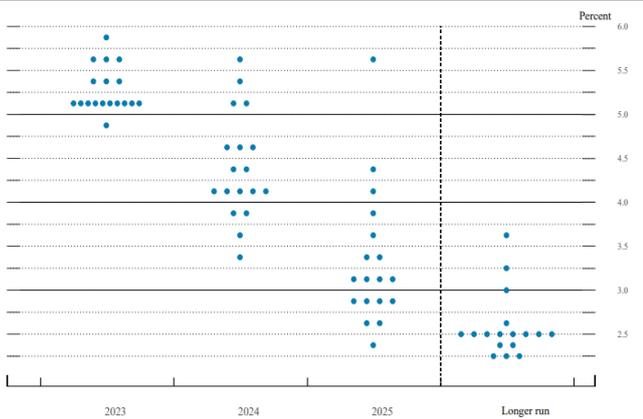
点评：

美联储3月加息25BP符合市场主流预期，并没有提供增量信息。但利率预测点阵图具有更为重要的指导性。3月利率预测点阵图显示18位FOMC委员中只有7位预测今年联邦基金利率区间将高于5-5.25%，暗示美联储年内将再次加息25BP，并将该利率区间保持到年底。这一结果与去年12月的点阵图基本一致。对于2024年降息预期，18位委员中有9位预期利率区间将高于4-4.25%区间（12月点阵图中仅有7位）。

3月点阵图比市场期待的“鹰”、但比美联储的通胀预期“鸽”。直观比较，3月点阵图较12月点阵图更显强硬：对2023年利率展望基本一致，对2024年利率展望略有提高。但考虑到本次会议上FOMC对今年美国通胀的预期高于12月会议，所以本次会议的利率展望原本可能更强硬。本月FOMC委员预期2023年美国核心PCE涨幅的中心预测区间为3.5-3.9%，较12月预测区间3.2-3.7%进一步上调。

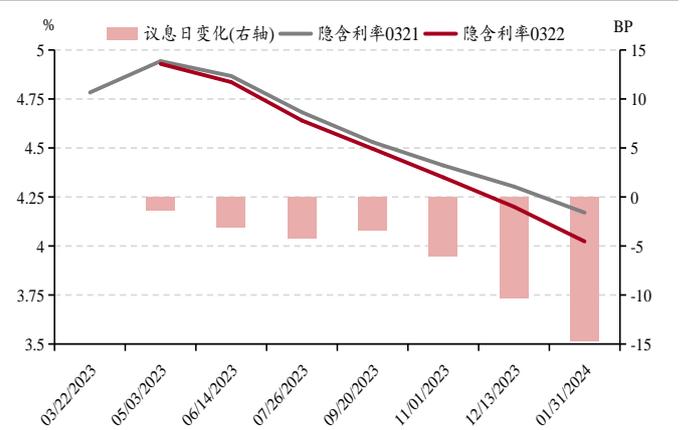
议息决议公布后，美国利率期货市场对于年底利率的预测值较议息前又有小幅下调，3月22日利率期货隐含的年底联邦基金利率预测值约为4.2%，较前一日下降约10BP；美债长期收益率回落。而美股最初对议息决议反应偏积极，随后由于美国财长耶伦在国会听证会上表示不考虑为银行业存款提供“一揽子保险”而跳水。

图表 1. 美联储 3 月利率预测点阵图



资料来源：美联储，中银证券

图表 2. 议息日利率期货预期变化



资料来源：彭博，中银证券

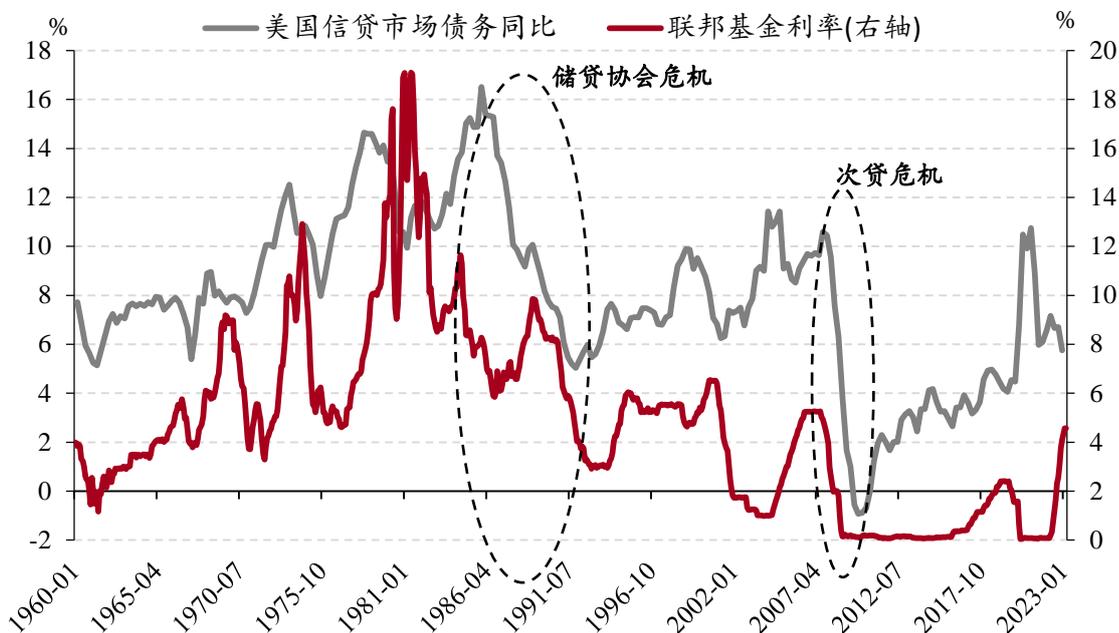
我们认为，联储3月点阵图实际上是试图在对抗通胀和维护金融稳定之间保持一条有弹性的“调息路径”。我们在上周周报《通胀与金融脆弱性间的权衡》(20230319)中认为，美国可能将出现某种幅度的信用收缩。鲍威尔在本次议息会后的发布会上也表示要关注信用收缩风险。而在美国财政部拒绝扩大存款保险范围的情况下，这种信用收缩风险更加难以忽视。如图表3所示，美国信用市场债务增速下滑往往领先于美联储降息周期，这一点在“储贷协会危机”和“次贷危机”中表现尤为明显。

我们维持上述报告的判断，在对抗通胀和维护金融稳定的权衡中，后者对美联储显然更为重要。这是因为，如果银行业风波演化为严重的信用收缩，通胀压力很可能会自然缓解。因此，如果银行业风波有引发严重信用收缩的迹象（比如有除了瑞信以外的美欧系统重要性银行出现流动性问题），我们预计美联储会毫不犹豫的开启降息；如果信用收缩幅度较小，美联储将按照现有预期，将开启降息的时点安排在明年。但后一种路径可能面临一个额外问题：明年是美国大选年，联储在大选年开启降息，可能面临一定政治压力。

综合来看，美债短期收益率的变动方向仍有变数，但长期收益率前期高点基本确认。在今年或明年开启降息，对于长期利率的影响已边际减弱，我们维持前期一系列报告的观点，美债10年期收益率基本可以确认前期高点，在4%上方空间很小。

对于我国而言，美债长期收益率上行风险有限，对我国利率和汇率的压力将进一步减轻，增加国内货币政策的自由度。

图表 3. 美国信贷增速下滑通常领先于降息



资料来源：万得，中银证券

风险提示：国内外实体经济出现超预期变化，通胀超预期上行，国内外疫情发展超预期等。

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内容予任何其他人，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