

由鹰到鸽的转折点——美联储3月会议点评

报告摘要

证券分析师：尤春野

电话：021-58502206

E-MAIL: youcy@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190522030002

美联储如期加息 25bp。3月FOMC会议上美联储加息25bp，由于通胀高企与金融风险同时存在，且均较为严峻，这次会议可谓是多年来不确定性最大的会议。会议之前市场预期从降息25bp到加息50bp均有分布，较为罕见。不过加息25bp仍是市场预期的主流，美联储的决议结果没有给市场“惊喜”或“惊吓”。FOMC公告及鲍威尔新闻发布会之后，美元大跌，美债与黄金齐涨，显然市场对于本次会议的解读是偏鸽的。

美联储透露出哪些重要信号？第一，FOMC公告里指出“一些额外的政策紧缩可能是适当的”，相比于此前八次会议声明中“持续加息是适当的”，**鹰派态度毫无疑问有明显的缓和。**这为未来随时可能停止加息做出了铺垫。第二，FOMC公告的点阵图释放了很强的鸽派信号。本次会议上加息预期点阵图和12月份较为相似，是不是表明美联储态度没有边际变化？并非如此。上一次公布点阵图是去年12月份会议。而当时正是市场预期及美联储表态最为鸽派的时候。此后的两个月中由于美国通胀和经济展露韧性，市场预期和美联储表态早已大幅转鹰，对于加息终值预期有大幅上升，鲍威尔曾直言“加息终点会比此前预计的更高”。而本次会议上点阵图显示的美联储官员的预期重新回到了去年12月份时的水平，本身已经是明显的转鸽信号。第三，美联储表现出了对于金融风险的谨慎态度。上周欧洲央行加息50bp之时，曾表示银行业体系已经经受住了考验，通胀是其主要考量因素。而与之不同的是，美联储对于金融风险的影响是更为重视的，对其负面冲击也更为警惕。鲍威尔表示“在3月会议开始的前几天，我们曾考虑过暂停加息。但加息行动得到FOMC成员强有力的一致支持。”在银行业风险出现之前，市场的一致预期是美联储会为了抗击通胀加息50bp；在银行业风险出现之后，控制风险的最好选择不加息。最终25bp的加息幅度虽然是在“金融风险”与“抗击通胀”之间选择了“折中路线”，但鲍威尔的表述透露出银行业风险爆发后美联储实际上只在“不加息”与“加息25bp”之间摇摆，基本没有考虑加息50bp的可能性。所以我们认为在美联储的视角中，金融风险的优先级实际上是高于通胀的。第四，鲍威尔否认年内会降息，但市场并不相信。因为美联储现在的行动路径是“数据依赖”的，态度必然会随着实际情况的演变而改变。而远期的数据和金融风险不可预测，所以鲍威尔对于远期的行动承诺不具备很强的公信力，只能表明目前美联储没有降息的计划。

美联储将如何面对通胀和金融风险的抉择？当前银行业的金融风险与

服务业的高通胀是美联储面临的两难抉择，也是市场博弈的两大焦点。两难之中美联储会如何选择？我们认为金融风险会是美联储优先考量的问题，其重要性高于通胀，并且随着时间推移会愈加显著。首先，美国通胀趋势是在下行的，而银行业风险是在上行的。我们认为美国当前经济的韧性是由于疫情期间大量的离开劳动力市场的工人重新回到市场中来，延长了服务业的复苏周期，而制造业所显示出的经济内生周期并未扭转下行趋势。即美国经济的韧性是暂时的，通胀的趋势仍在下行。另一方面，银行业的风险仍在逐步积累中。美国经历了十几年的极端宽松政策，企业部门积累了大量的债务，而随着利率迅速上升，企业债务压力也会随之上升。在低息债务逐步通过借新还旧更替为高息债务的过程中，企业流动性的风险只会越来越大，不会自然降低，这也将给银行带来更大的压力。即银行业面临的风险是在上行的。所以金融风险在美联储的考量中的相对权重会越来越大。其次，银行业危机本身就有压制通胀的作用。在美国银行业危机爆发之后，银行对于放贷更加谨慎，企业的流动性将面临更大的压力，经济下行和信贷紧缩的螺旋正在形成。也就是说，市场正在自发地“加息”。当金融风险 and 通胀风险并存之时，如果过于关注通胀，很可能导致过度紧缩，酿成更大危机。金融风险对于美联储而言应具有更高的优先级。本次会议中，美联储透露出的最大的信号就是银行业风险是其观察和决策的重要考量。这也意味着，在通胀趋势下行、银行业风险上行的环境中，美联储已经走到了由鹰到鸽的转折点。

风险提示：美国通胀大幅超预期。

目录

1. 美联储如期加息 25BP	5
2. 美联储透露出哪些重要信号	5
3. 美联储将如何面对通胀和金融风险的抉择	6

图表目录

图表 1: 3 月会议公布的加息预期点阵图	5
图表 2: 去年 12 月会议公布的加息预期点阵图	5
图表 3: 美国服务业较强但制造业持续疲软	6
图表 4: 美国通胀仍处于下行趋势中	6

1. 美联储如期加息 25bp

3月FOMC会议上美联储加息25bp，联邦基金基准利率区间达到4.75%-5%。由于通胀高企与金融风险同时存在，且均较为严峻，这次会议可谓是多年来不确定性最大的会议。会议之前市场预期从降息25bp到加息50bp均有分布，较为罕见。不过加息25bp仍是市场预期的主流，美联储的决议结果没有给市场“惊喜”或“惊吓”。FOMC公告及鲍威尔新闻发布会之后，美元大跌，美债与黄金齐涨，显然市场对于本次会议的解读是偏鸽的。美国股市也先给出了积极反馈，但随后受到财政部长耶伦的另一番不利讲话而急转直下。

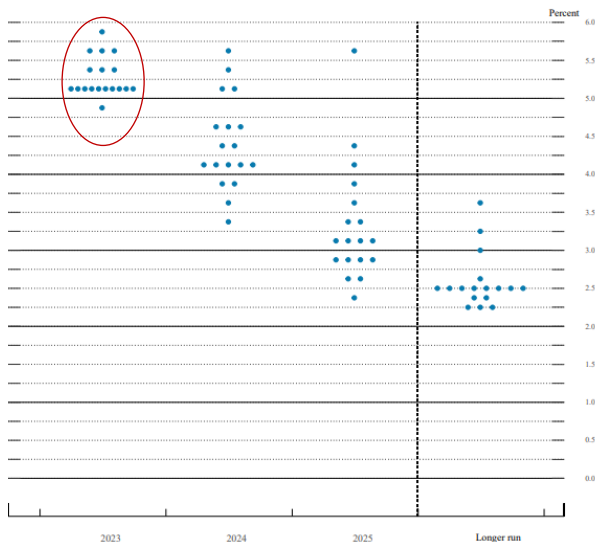
2. 美联储透露出哪些重要信号

第一，FOMC公告里指出“一些额外的政策紧缩可能是适当的”，相比于此前八次会议声明中“持续加息是适当的”，鹰派态度毫无疑问有明显的缓和。这为未来随时可能停止加息做出了铺垫。鲍威尔自己也指出，“关注‘可能’和‘一些’这些词，而不是‘持续’的加息。”

第二，FOMC公告的点阵图释放了很强的鸽派信号。从本次会议上公布的点阵图来看，美联储官员对于加息终点的判断是5%-5.25%（未来还有一次加息），这与去年12月份会议上公布的点阵图基本一致，似乎美联储态度没有发生变化。但事实并非如此。美联储每年有8次会议，而只有4次会议上公布经济预测及加息点阵图，上一次公布点阵图是去年12月份会议。而当时正是市场预期及美联储表态最为鸽派的时候。此后的两个月中由于美国通胀和经济展露韧性，市场预期和美联储表态早已大幅转鹰，对于加息终值预期有大幅上升，鲍威尔曾直言“加息终点会比此前预计的更高”。而本次会议上点阵图显示的美联储官员的预期重新回到了去年12月份时的水平，本身已经是明显的转鸽信号。

图表 1: 3月会议公布的加息预期点阵图

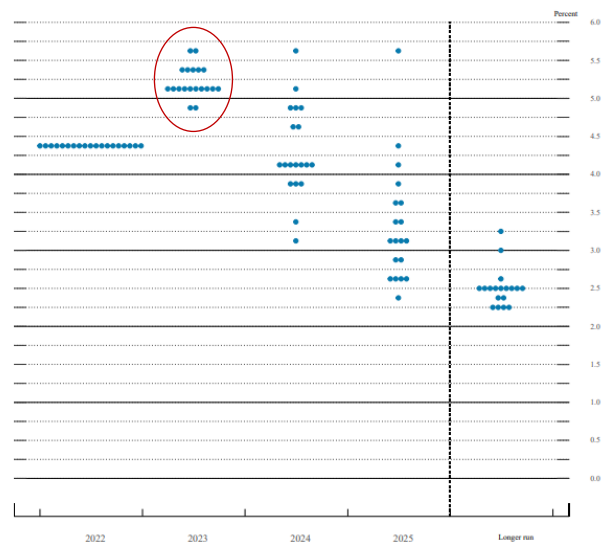
Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

图表 2: 去年12月会议公布的加息预期点阵图

Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

第三，美联储表现出了对于金融风险的谨慎态度。上周欧洲央行加息50bp之时，曾表示银行业体系已经经受住了考验，通胀是其主要考量因素。而与之不同的是，美联储会议公告中指

出“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、就业招聘和通胀造成压力。”“若有需要，准备好适当调整政策立场。”很明显美联储对于金融风险的影响是更为重视的，对其负面冲击也更为警惕。鲍威尔也表示“在3月会议开始的前几天，我们曾考虑过暂停加息。但加息行动得到 FOMC 成员强有力的一致支持。”在银行业风险出现之前，市场的一致预期是美联储会为了抗击通胀加息 50bp；在银行业风险出现之后，控制风险的最好选择是不加息。最终 25bp 的加息幅度虽然是在“金融风险”与“抗击通胀”之间选择了“折中路线”，但鲍威尔的表述透露出银行业风险爆发后美联储实际上只在“不加息”与“加息 25bp”之间摇摆，基本没有考虑加息 50bp 的可能性。所以我们在美联储的视角中，金融风险的优先级实际上是高于通胀的。

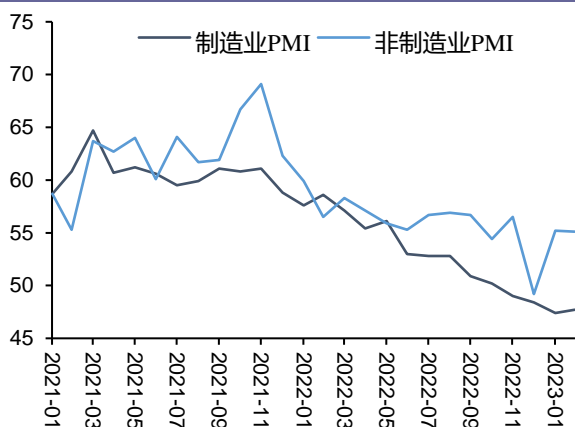
第四，鲍威尔否认年内会降息，但市场并不相信。鲍威尔表示“美联储认为今年不会降息，今年降息不是我们的基本预期。”这是本次会议中少有的偏鹰表述。不过事实上这种“不降息”的承诺并没有很强的意义。因为美联储现在的行动路径是“数据依赖”的，态度必然会随着实际情况的演变而改变。而远期的数据和金融风险不可预测，所以鲍威尔对于远期的行动承诺不具备很强的公信力，只能表明目前美联储没有降息的计划。

3. 美联储将如何面对通胀和金融风险的抉择

当前银行业的金融风险与服务业的高通胀是美联储面临的两难抉择，也是市场博弈的两大焦点。两难之中美联储会如何选择？我们认为金融风险会是美联储优先考量的问题，其重要性高于通胀，并且随着时间推移会愈加显著。

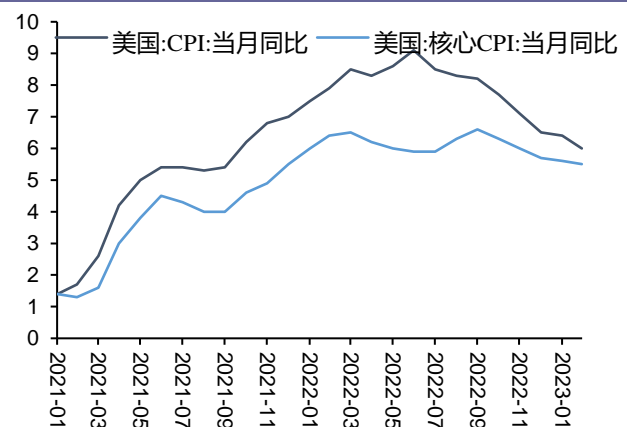
首先，美国通胀趋势是在下行的，而银行业风险是在上行的。虽然美国一、二月份的经济和通胀数据显示出较强的韧性，但是其景气度主要集中在服务业，而制造业景气度持续下滑。我们认为这是由于疫情期间大量的离开劳动力市场的工人重新回到市场中来，延长了服务业的复苏周期，而制造业所显示出的经济内生周期并未扭转下行趋势。所以我们认为美国经济的韧性是暂时的，通胀的趋势仍在下行。另一方面，银行业的风险仍在逐步积累中。美国经历了十几年的极端宽松政策，企业部门积累了大量的债务，而随着利率迅速上升，企业债务压力也会随之上升。在低息债务逐步通过借新还旧更替为高息债务的过程中，企业流动性的风险只会越来越大，不会自然降低，这也将给银行带来更大的压力。即银行业面临的风险是在上行的。所以金融风险在美联储的考量中的相对权重会越来越来大。

图表 3：美国服务业较强但制造业持续疲软



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

图表 4：美国通胀仍处于下行趋势中



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

其次，银行业危机本身就有压制通胀的作用。在美国银行业危机爆发之后，银行对于放贷更加谨慎，企业的流动性将面临更大的压力，经济下行和信贷紧缩的螺旋正在形成。也就是说，市场正在自发地“加息”。鲍威尔在新闻发布会上也指出，“政策必须足够紧缩以降低通胀，其中一些紧缩可能来自信贷状况。”“更紧的信贷条件可以替代加息。”即在鲍威尔眼中，银行业危机也具有压制通胀、替代加息的作用。所以，当金融风险 and 通胀风险并存之时，如果过于关注通胀，很可能导致过度紧缩，酿成更大危机。金融风险对于美联储而言应具有更高的优先级。

本次会议中，美联储透露出的最大的信号就是银行业风险是其观察和决策的重要考量。这也意味着，在通胀趋势下行、银行业风险上行的环境中，美联储已经走到了由鹰到鸽的转折点。

风险提示：美国通胀大幅超预期。

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	巩赞阳	18641840513	gongzy@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华北销售	佟宇婷	13522888135	tongyt@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华东销售	周许奕	021-58502206	zhouxuyi@tpyzq.com
华东销售	张国锋	18616165006	zhanggf@tpyzq.com
华东销售	胡平	13122990430	huping@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	陈宇	17742876221	cheny@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com
华南销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有经营证券期货业务许可证，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。