

外部博弈联储利率路径，内部博弈经济复苏强度

2023年3月19日-3月25日周报

◆ 美联储如期加息 25BP，市场利率路径与美联储分歧

北京时间3月23日凌晨，美联储公布议息会议决议，加息25BP，联邦基金利率目标区间上升至4.75%-5.00%。这是过去一年中美联储为对抗通胀进行的第九次加息，使得基准联邦基金利率上升到了2007年9月以来的最高水平。此外，委员会将按之前公布的计划缩减购债，每月缩减600亿美元国债和350亿美元机构债券和抵押贷款支持证券(MBS)。

此前超预期的通胀和就业数据令鲍威尔在3月初的国会听证会上释放鹰派信号，令市场认为3月可能加息50BP。一周后，在硅谷银行光速倒闭事件的冲击下，市场加息预期发生急转，押注硅谷银行暴雷对金融稳定产生的巨大冲击可能促使美联储慎重评估紧缩措施产生的潜在影响，从而放缓甚至暂停加息。在纷繁复杂的形势下，市场对后续美联储政策调整缺乏一致预期，因此本次议息会议释放的货币政策信号备受关注。

本次会议后，市场对美联储利率路径变化的预期与美联储公布的最新点阵图给出的后续利率路径出现了明显的分歧。**市场预期方面：**截至3月25日，CME数据显示市场预期美联储在5月加息25BP的概率由3月17日的20.7%降至11.8%；市场预期5月终止加息(在3月加息25BP的基础上)的概率由3月17日的54.0%升至88.2%。截止3月25日，市场主流预期为本次议息后美联储将不再加息，当前联邦基金利率将成为本轮加息的终点利率，并且从7月即开始降息，到年末联邦基金目标利率将在目前基础上(4.75%-5.00%)降低0.75个BP或1个BP。**美联储点阵图方面：**本次点阵图与12月相比，加息路径并无明显变化，2023年终点利率维持5.1%，并在今年12月底之前保持该水平，且委员会中认为终点利率低于5%的人数比12月减少了一人，表明美国区域性银行业危机的冲击下美联储长期抗击通胀的决心仍然坚固。此外，鲍威尔在记者会上也表示，今年降息不是美联储的基本预期。

市场预期之所以走在美联储之前，主要系：1，在美国区域性银行业风波的冲击下，交易者认为银行业引发的系统性金融风险叠加经济下行压力会在不久后改变美联储的政策态度，美联储大概率已经迎来了加息终点，且仍对美联储年内降息存有高度预期。2，虽然点阵图显示的利率路径并未转向，会议声明中反复重申抗击通胀的决心和鲍威尔年内不会降息的表态彰显了鹰派信号，然而新闻发布会上鲍威尔开篇关于银行业危机的大量表述显示，美联储自身也处于纠结的状态，倾向于保留政策的灵活性以便跟随经济和金融风险形势的变化而相机抉择。

当前时点来看，美联储“稳经济”、“控通胀”和“稳金融”三个政策目标的权重仍处于再平衡的阶段。市场预期与美联储政策路径的分歧、银行业危机的余波、信贷紧缩对经济的影响以及经济衰退的非线性，共同构成了未来市场波动的来源，投资者预期和市场走势会继续跟随后续经济就业数据、通胀数据以及金融风险的演变而变化。各方面因素影响下，市场目前仍难以形成较强的一致预期，也使得市场较难出现单方向的趋

作者

符畅 分析师
SAC执业证书：S0640514070001
联系电话：010-59562469
邮箱：fuyyjs@avicsec.com

刘庆东 分析师
SAC执业证书：S0640520030001
联系电话：010-59219572
邮箱：liuqd@avicsec.com

刘倩 研究助理
SAC执业证书：S0640122090025
联系电话：010-59562515
邮箱：

相关研究报告

美联储如期加息 25BP，银行业危机冲击下加息终点或提前 —2023-03-24
金融市场分析周报 —2023-03-20
经济复苏方向明确但力度不强，政策支撑仍是关键 —2023-03-19

势性行情。

◆ LPR 报价按兵不动，央行“政策组合拳”下资金利率边际趋缓

本周（3月20日-3月24日），逆回购方面，央行累计投放7D逆回购3500亿元，利率维持2.0%；另有4630亿元逆回购到期，央行通过逆回购净回笼1130亿元。货币市场方面，资金利率边际下行，截止3月24日，DR007报收1.70%，较上周五下行41BP；SHIBOR1W报收1.70%，较上周五下行39BP。此外，3月20日央行公布贷款市场报价利率（LPR），1年期LPR为3.65%，5年期以上LPR为4.3%，连续第7个月保持不变。央行在3月15日开展MLF操作时利率不变，本月LPR报价基础保持稳定，因此LPR按兵不动符合市场预期。

近期资金面趋紧，同业存单发行利率接近政策利率，银行边际资金成本上升，LPR报价下行面临息差压力，联邦基金利率也处于高位，LPR调降的政策空间还没有释放。因此，央行通过OMO+降准+MLF等“政策组合拳”提供低成本的流动性，缓解银行负债端的压力。影响近期市场利率走势的主要因素是经济复苏带来融资需求改善，中长期资金缺乏对流动性结构和总量层面形成压力。从2月初到3月中旬，央行通过万亿逆回购滚续等短期资金支撑流动性，3月15日央行通过巨额增量续做MLF和降准释放了近万亿的中长期资金，补充银行体系流动性水位。降准并没有立即缓解市场的紧张预期，公告发布的后两个交易日，市场资金利率仍处于边际上升的态势，本周二DR007升至2.23%，是3月以来的最高点。央行及时回应市场需求，当日投放7D逆回购1820亿元，维持流动性合理充裕，稳定市场预期，资金利率开启下行。

◆ 经济复苏但仍有隐忧，通胀趋缓，货币政策空间充足

从已公布的2023年1-2月经济数据看，1-2月经济整体上呈明显复苏态势。以支出法计，今年1-2月，除进出口数据外，其余数据均有不同程度改善，尤其是此前对经济拖累较严重的消费和地产投资，2023年前2月均有较明显的改善。2023年3月，从高频数据看，经济数据继续改善。房地产方面，3月1日至3月24日，我们统计的50个大中城市房地产销售面积加总值同比+20.4%，增速较1-2月继续提升，对房地产投资的进一步回升提供支撑。消费方面，3月1日至3月24日，17个城市地铁客流量较去年同期提升明显，高德交通大数据百城拥堵指数均值达到1.61，低于2017年和2018年3月值，但高于2019年-2022年3月值。基建方面，根据我们的统计，截止3月24日，今年3月新发行专项债已经达到3590亿元，财政靠前发力之下，预计3月基建投资仍将维持强度。

目前，经济复苏的趋势是明确的，但仍然面临隐忧。一是全球需求走弱之下，后续出口预计仍将持续下滑，对我国经济的拖累作用将持续加大。二是居民资产负债表受损之下，我国消费后续的修复速度和程度仍将面临考验。三是目前房地产销售虽然改善明显，但疫情期间压抑的购房需求释放完毕之后，后续居民内在购房需求的回升能否支撑整个房地产价值链条重回正循环，仍需进一步观察。

通胀方面，根据我们的模型和关键商品价格3月初至3月24日的变化，预计3月CPI同比录得+0.7%左右，3月PPI同比录得-2.4%，通胀仍然呈现趋缓态势，并不构成对货币政策的制约。

3月15日MLF利率并未调降。3月20日，在经济复苏、信贷需求回暖对贷款利率的提振和货币市场资金相对紧张、银行负债端成本压力仍然较大的双重影响下，1年

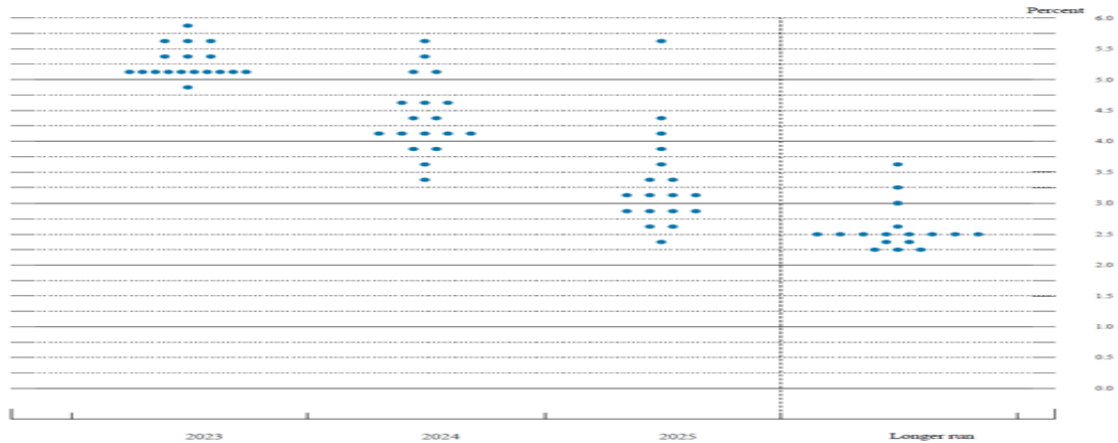
期和 5 年期 LPR 报价保持不变。纵观 3 月的货币政策，央行虽然未降息，但从货币投放量上对市场支持力度较大，主要体现在 3 月 15 日的 MLF 超额等价续作和 3 月 17 日降准 0.25BP 上。目前来看，在美联储年内货币政策转向宽松概率不断增大和国内通胀趋缓的双重因素下，央行货币政策空间仍然比较充足，后续国内经济复苏进程将是决定央行是否再次降准乃至降息的关键。

◆ 债市利率走势平稳，等待经济恢复进程的进一步确认

截至 3 月 24 日，我国 10 年期国债收益率报收 2.87%，较上周五上行 1BP。信用利差方面，3 年期 AAA 级信用利差本周五录得 38BP，较上周五下行 1BP。本周在央行 OMO+MLF+降准的政策组合拳共同作用下，资金面紧张的局势开始缓解，一年期国有银行同业存单发行利率有所下行。本周事件冲击集中在海外，国内基本面运行平稳，对债市影响钝化，信用利差继续下行，债市整体运行稳中有升。

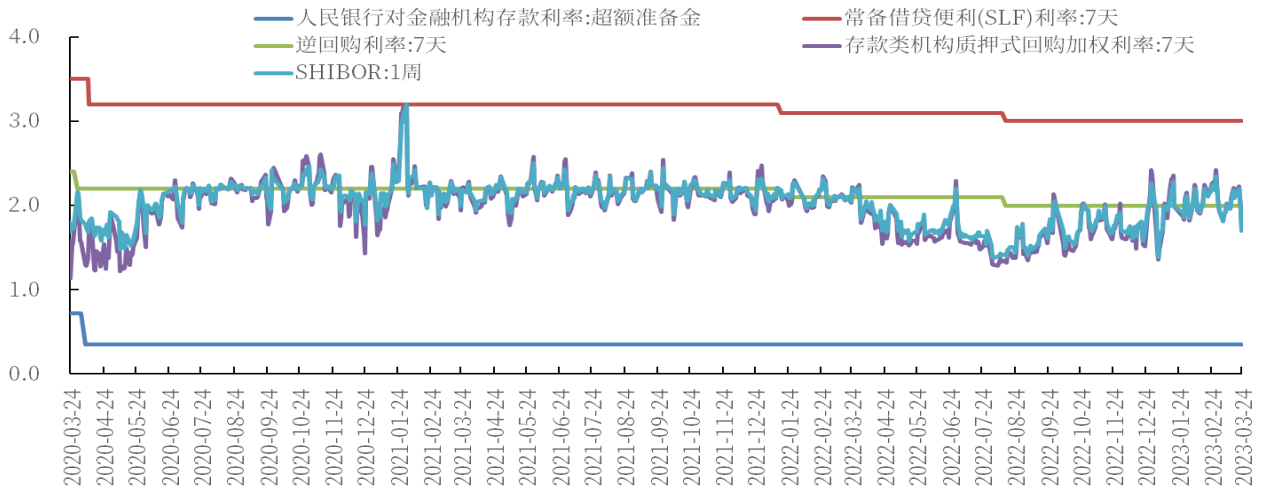
美国银行业的动荡显示美联储持续加息对于金融系统稳定乃至更广泛的经济活动可能产生的溢出效应不容忽视。加州硅谷银行破产的影响已经蔓延至欧洲，瑞银宣布以 30 亿瑞郎收购瑞士信贷集团。然而当前时点海外市场的波动并没有渗透到国内债券市场，债市利率走势仍围绕着国内经济修复的进程确认。自从 3 月初政府工作报告将全年经济增速目标设为市场预期下限的 5%，叠加 1、2 月的经济数据显示我国经济在疫情防控放开对经济的环比推高结束后，经济恢复依然面临着不小的压力和不确定性，市场对于基本面的预期转弱，基本面对债市压力减缓。近期处于经济数据真空期，基本面对债市的影响趋于钝化，后续随着各项通胀数据、经济数据和金融数据的出炉，国内需求和生产恢复的情况得到进一步确认，债市利率会随之波动，但短期来看如果没有超预期事件冲击难以突破当前 2.80%-2.90% 的窄箱体。

图1 2023年3月美联储利率预测点阵图



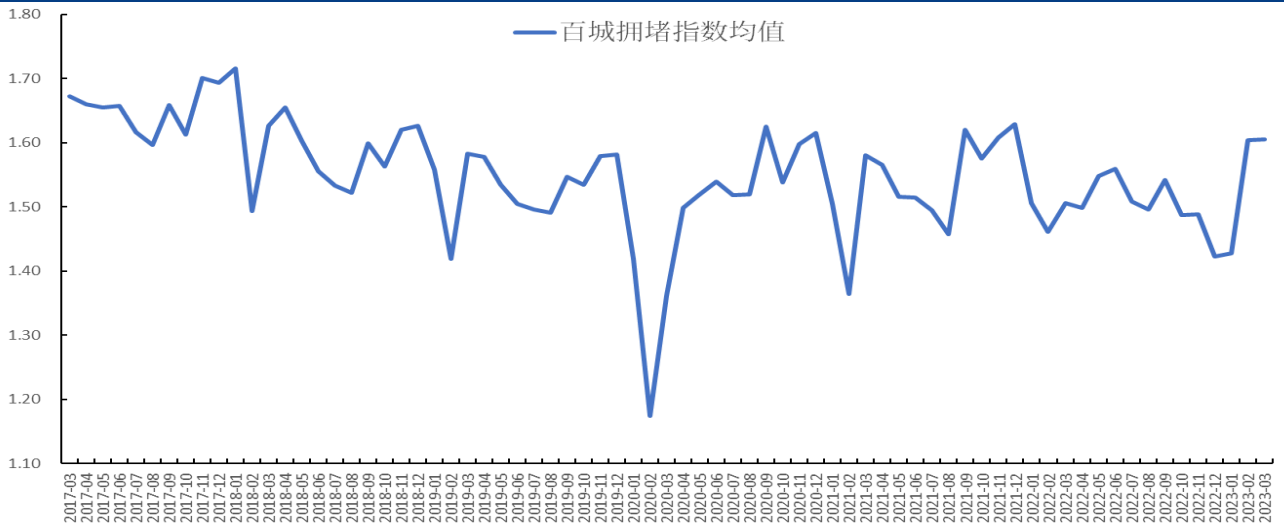
资料来源: wind, 中航证券研究所

图2 国内流动性走势 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图3 居民出行进一步恢复



资料来源: wind, 中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券宏观团队: 立足国内, 放眼国际, 全面覆盖国内外宏观经济、政策研究。以自上而下的宏观视角, 诠释经济运行趋势与规律, 以把握流动性变化为核心, 指导大类资产配置。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传真: 010-59562637