

“央行笔记”系列（三）

宏观专题研究报告(深度)

证券研究报告

宏观经济组

分析师: 赵伟 (执业 S1130521120002)
 zhaow@gjzq.com.cn

分析师: 陈达飞 (执业 S1130522120002)
 chendafei@gjzq.com.cn

分析师: 赵宇 (执业 S1130523020002)
 Zhaoyu2@gjzq.com.cn

货币政策行至“三岔路口”

硅谷银行破产“一石激起千层浪”，加息周期提前进入尾声。货币政策行至“三岔路口”，如何平衡去通胀、稳就业和防范金融风险这三个政策目标，是未来一段时间货币政策决策的主线。紧缩不足与紧缩过度的“天平”正转向后者。

美联储：加息 25bp，放弃明确的利率指引，仍坚持“充分紧缩”立场，但将面临“三难选择”

美联储 3 月例会加息 25bp，继续按计划缩表。FFR 目标区间升至 475-500bp。会议声明称，美国银行体系是“稳健和有弹性的”，认为银行风险事件会收紧金融条件，压制经济活动、就业和通胀。但强调：依然高度关注通胀风险。这表明，在金融风险的传染短期已经企稳和中长期冲击暂不明朗的情况下，“紧缩不足”仍然是美联储的主要关切。

重要增量信息是：美联储虽然认为还需“进一步收紧货币政策”，但不再提供明确的利率指引。这意味着，5 月例会是否加息将完全依赖于数据。我们认为，除了加息外，有多重方式实现“进一步收紧”：1. 实际利率上行；2. 继续缩表；3. 前瞻指引；4. 银行信用的自然收缩；如果 5 月不再加息，后续再加息的概率较低。

市场的理解整体偏“鸽派”，“宽松交易”得以强化。例会后，CME FedWatch 数据显示，5 月维持利率不变和继续加息概率分别为 50.1% 和 49.9%。OIS 市场定价的 FFR 路径下移，预计 2023 年底 FFR 中枢下降至 4.2%，相比例会前下调 20bp。美元指数和 10 年期美债收益率同步下行；美股在美联储公布例会决议后出现跳升。

美联储已行至“三岔路口”，未来需要在通胀、就业和风险三重目标间取得平衡。在金融压力可控的条件下，美联储即使不再追求“更高”（的 FFR），也会维持“更长”。当下，美联储可通过宏观审慎工具精准提供流动性。同时，继续利用常规（利率）和非常规工具（缩表+前瞻指引）压制通胀，这可部分对冲被动扩表产生的宽松效应。

欧央行：加息 50bp，不再明确利率指引；欧元区核心通胀粘性超预期，“滞胀”风险维持高位

欧央行（ECB）3 月例会如期加息 50bp，继续按计划缩表。2022 年 7 月至今，ECB 已累计加息 350bp。考虑到金融市场风险，ECB 也放弃了明确的利率指引，后续例会决议将完全依赖于数据。

ECB 仍高度关注通胀压力，金融风险事件未改变其对于经济基本面继续向好的预期。ECB 认为，通胀“太高了”，高通胀维持的时间“太长了”。但 ECB 成员 3 月经济预测认为，基准情境下，未来几个季度内欧元区经济或维持复苏态势。市场对欧央行例会的解读偏鹰派。决议公布后，欧股、欧元短线走低，恐慌情绪蔓延，但当晚美国摩根大通、花旗、高盛等 11 家大行宣布联合向第一共和银行注资，美股、欧股共同提振，欧元、10 年德债均上涨。

3 月，市场定价的 ECB 加息路径有较大波动。首先，受瑞信事件影响，市场快速下修加息预期。ECB 如期加息后，市场又上修利率曲线。这一方面是因为恐慌情绪有所缓解；另一方面反映欧洲基本面的“滞胀”风险可能更加持久。

文献专栏：美联储能否兼顾“去通胀”和“软着陆”（或“不着陆”）？难度较大！

美联储能否兼顾去通胀和软着陆，关键在于贝弗里奇曲线的位置和斜率。FOMC 理事沃勒（及合作者）的论文探讨了贝弗里奇曲线对经济软着陆的启示，计算了职位空缺率从 7% 下降至 4.6% 时的失业率的变化。结果显示，失业率仅上升约 1%。据此，沃勒认为，美联储可以兼顾去通胀和软着陆。这与美联储经济预测摘要（SEP）的信息一致。

其它学术论文提出了不同观点。2023 年美国货币政策论坛的工作论文认为，1950 年以来的经验显示，没有任何一个央行可以在不付出巨大的经济代价的前提下大幅度地去通胀。“这次或许很难不一样！”

Baill 等（2022）认为，失业率等传统指标不能准确反映劳动力市场的紧缩程度，更好的方法是职位空缺与失业人数（V/U）的比例。文章模拟的结果认为，除非失业率上行至 4.6% 以上，美国通胀率较难在 2025 年底之前收敛至 2%。

风险提示

俄乌冲突再起波澜；大宗商品价格反弹；工资增速放缓不达预期；

内容目录

一、美联储：放弃明确的利率指引，坚持“充分紧缩”立场，面临“三难选择”.....	5
(一) 3月例会：放弃明确的利率指引，仍坚持“去通胀”和“软着陆”可以兼得.....	5
(二) 市场解读：整体理解为“鸽派”，“宽松交易”叠加“避险交易”，.....	8
(三) 政策展望：宏观审慎+货币政策“组合拳”平衡通胀、就业和金融稳定三重目标.....	9
二、欧央行：遵守承诺加息 50bp，不再明确利率指引，“滞胀”压力维持高位.....	13
(一) 3月例会：按照前期指引加息 50bp，但放弃明确的利率前瞻指引.....	13
(二) 市场解读：欧央行紧缩，美国大行救市，长债及欧元走强，利率曲线上移.....	15
(三) 经济与金融：欧元区经济面临粘性通胀与金融压力的双重挑战.....	16
三、文献专栏：美联储能否兼顾“去通胀”和经济“软着陆”？.....	20
(一) 美联储是否兼顾去通胀和软着陆，取决于贝弗里奇曲线的位置和路径.....	20
(二) 中央银行较难兼顾去通胀和软着陆目标，尤其是大幅地去通胀.....	21
(三) 除非失业率上升至 4.6% 以上，否则美国通胀率较难在 2025 年底之前收敛至 2%.....	22
风险提示.....	23

图表目录

图表 1：美联储 3 月例会声明的内容.....	5
图表 2：美国商业银行信用周期已经进入下行阶段.....	6
图表 3：美国信贷融资供需意愿双双下行.....	6
图表 4：银行贷款标准收紧与经济衰退“共生”.....	6
图表 5：鲍威尔在新闻发布会中的发言.....	7
图表 6：美联储 2023 年 3 月经济预测摘要 (SEP).....	7
图表 7：3 月 SEP 下调 GDP 增速预测.....	8
图表 8：3 月 SEP 下调 2023 年失业率预测.....	8
图表 9：3 月 SEP 上调整体 PCE 通胀预测.....	8
图表 10：3 月 SEP 上调核心 PCE 通胀预测.....	8
图表 11：例会声明发布后，市场下修 FFR 预测路径.....	8
图表 12：CME FEDWatch 显示的加息概率.....	8
图表 13：声明发布后，美元汇率和 10 年美债利率下行.....	9
图表 14：声明发布后，美股小幅跳升.....	9
图表 15：声明发布后，COMEX 黄金价格上扬.....	9
图表 16：声明发布后，WTI 原油价格上扬.....	9
图表 17：BTFP、贴现窗口和 FHLB 工具的比较.....	10
图表 18：美联储的“贷款”类工具（结构性货币政策）的使用.....	10

图表 19: 美联储扩表可直接补充银行现金资产	11
图表 20: 货币市场利差显示, 货币市场流动性整体依然“充足”, 甚至“过剩”	11
图表 21: 美联储缩表的终点	12
图表 22: 两次抗通胀的比较: 半途而废的伯恩斯和坚持到底的沃尔克	12
图表 23: 美国小企业乐观指数与失业率	13
图表 24: 美国小企业信贷可得性与失业率	13
图表 25: FOMC 成员观点更新	13
图表 26: 欧央行 2022 年 3 月例会决议 (与 2 月比较)	14
图表 27: ECB 再融资计划规模快速收缩	14
图表 28: 再融资计划已累计缩减 9,000 亿欧元	14
图表 29: 欧央行 2023 年 3 月经济预测 (与 2022 年 12 月比较)	15
图表 30: ECB 上修 2023 年上半年经济增速预测	15
图表 31: ECB 3 月经济增速预测区间	15
图表 32: OIS 隐含的 ECB 加息路径 (2023 年 2 月底)	16
图表 33: 3 月 OIS 隐含的 ECB 加息路径波动较大	16
图表 34: 欧元、10 年德债先跌后涨 (发布会当日)	16
图表 35: 欧股指数上行 (发布会当日)	16
图表 36: 欧洲商品消费修复情况较差	16
图表 37: 欧洲服务消费修复较明显	16
图表 38: 欧洲服务业 PMI, 法国、德国回升, 英国下降	17
图表 39: 欧洲工业生产的修复情况不佳	17
图表 40: 欧洲采矿、电力天然气的工业生产修复缓慢	17
图表 41: 3 月欧元区、英、法、德制造业 PMI 均回落	18
图表 42: 全球主要国家 CPI 热力图, 英国 2 月升至 10.4%、德国升至 9.3%, 法国升至 7.3%	18
图表 43: 欧元区 HICP 通胀的结构: 扩散指数	19
图表 44: 欧元区 HICP 通胀的结构: 占比	19
图表 45: 2023 年 2 月欧元区 HICP 通胀结构	19
图表 46: 欧元区 HICP 通胀的结构: 占比	19
图表 47: 欧元区金融系统性压力上涨	19
图表 48: 欧洲大型银行 CDS 上涨, 瑞信急涨急跌	19
图表 49: 欧元区 Sentix 投资信心指数 3 月回落	20
图表 50: 欧元区 ZEW 经济景气指数 3 月回落	20
图表 51: 空缺率从 7%下降至 4.6%时, 失业率的变化	20
图表 52: 空缺率从 7%下降至 4.6%时, 失业率的变化	21
图表 53: 美联储加息与去通胀和经济衰退的关系 (1950-2022)	21

图表 54: 美国历次去通胀阶段的“牺牲率”.....	22
图表 55: 通胀缺口与 v/u 的拟合.....	23

硅谷银行破产“一石激起千层浪”。面对突如其来的风险事件，货币当局并不清楚“谁是下一个”，也难以估计金融条件收紧的程度，及其对经济的冲击。货币政策行至“三岔路口”，如何平衡去通胀、稳就业和防范金融风险这三个政策目标，是未来一段时间货币政策决策主线——不再是单一地去通胀。紧缩不足与紧缩过度的“天平”正转向后者。

一、美联储：放弃明确的利率指引，坚持“充分紧缩”立场，面临“三难选择”

(一) 3月例会：放弃明确的利率指引，仍坚持“去通胀”和“软着陆”可以兼得

在3月例会中，FOMC决定加息25bp，维持缩表计划不变（每月减持上限950亿美元，其中，国债上限600亿/月，MBS和机构债上限350亿美元/月）。联邦基金利率（FFR）目标区间从450-475bp升至475-500bp。相应地，准备金利率（IORB）升至4.9%，隔夜回购利率升至5.0%，隔夜逆回购（ON/RRP）利率升至4.8%，IORB-ON/RRP利差维持+10bp。

在会议声明中，美联储强调美国银行体系是“稳健和有弹性的”，认为近期的金融风险事件会收紧金融条件，压制经济活动、就业和通胀。但在该段落的最后，美联储强调：依然高度关注通胀风险。这表明，在金融风险的传染短期已经企稳和中长期冲击暂不明朗的情况下，“紧缩不足”或仍然是美联储的主要关切。

图表1：美联储3月例会声明的内容

类别	模块	具体内容	2023年3月	2023年2月	2022年12月
一	宏观经济与金融状况	增长	家庭支出和生产温和增长	家庭支出和生产温和增长	家庭支出和生产温和增长
		物价	通胀仍然很高。	承认通胀压力“有所缓解”，但仍然很高。（俄乌战争的影响，删去通胀上行压力，保留经济增长的不确定性）	通胀仍然很高，原因：1. 与大流行病有关的供需不平衡；2. 食品、能源及更广泛的价格压力；3. 俄乌战争
		就业	1. 新增就业上行； 2. 失业率仍然很低	1. 就业增长保持稳健； 2. 失业率仍然很低	1. 就业增长保持稳健；2. 失业率仍然很低
		金融	银行系统稳健、有弹性，但近期的风险事件会收紧金融条件，压制经济活动、就业和通胀，程度尚不确定。但强调：高度关注通胀风险		
二	政策决定	利率	FFR+25bp，目标利率区间提高到【4.75-5.00%】 1. IORB 提高到4.9%； 2. 隔夜回购利率提高到5.0%，总规模上限5,000亿； 3. 隔夜逆回购利率提高到4.8%，每交易方规模上限1,600亿/日	FFR+25bp，目标利率区间提高到【4.50-4.75%】 1. IORB 提高到4.65%； 2. 隔夜回购利率提高到4.75%，总规模上限5,000亿； 3. 隔夜逆回购利率提高到4.55%，每交易方规模上限1,600亿/日	FFR+50bp，目标利率区间提高到【4.25-4.5%】 1. IORB 提高到4.4%； 2. 隔夜回购利率提高到4.5%，总规模上限5,000亿； 3. 隔夜逆回购利率提高到4.3%，每交易方规模上限1,600亿/日
		QT	QT，总上限950亿美元/月；1. 国债减持上限为600亿/月；2. 政府机构债或MBS减持上限为350亿美元/月；	QT，总上限950亿美元/月；1. 国债减持上限为600亿/月；2. 政府机构债或MBS减持上限为350亿美元/月；	QT，总上限950亿美元/月；1. 国债减持上限为600亿/月；2. 政府机构债或MBS减持上限为350亿美元/月；
三	前瞻指引	利率	边上的进一步紧缩（some additional policy firming）是适当的（并未明确继续加息），维持“充分紧缩”立场。 加息节奏会考虑：1. 紧缩政策的累计效应；2. 货币政策的滞后效应；3. 经济、金融市场的运行	继续加息（ongoing increase）是合适的，以达到足够紧缩的水平 加息节奏会考虑：1. 紧缩政策的累计效应；2. 货币政策的滞后效应；3. 经济、金融市场的运行 不再提及加息的节奏（pace），而是“幅度”（extent）	继续加息是合适的，以达到足够紧缩的水平 加息节奏会考虑：1. 紧缩政策的累计效应；2. 货币政策的滞后效应；3. 经济、金融市场的运行
		QT	继续按计划缩表	继续按计划缩表	继续按计划缩表
		转向的条件	1. 任何影响货币政策目标实现的风险； 2. 广泛的信息：劳动力市场条件、通胀压力和通胀预期、金融市场和海外环境。	1. 任何影响货币政策目标实现的风险； 2. 广泛的信息：劳动力市场条件、通胀压力和通胀预期、金融市场和海外环境（删除公共卫生状况）	1. 任何影响货币政策目标实现的风险； 2. 广泛的信息：公共卫生状况、劳动力市场条件、通胀压力和通胀预期、金融市场和海外环境
四	投票结果	支持/反对	全票通过	全票通过（票委成员变更）	全票通过

来源：美联储、国金证券研究所

会议声明的重要增量信息是：面对依然高企的通胀压力和紧张的劳动力市场，美联储虽然认为还需进一步收紧货币政策（some additional policy firming），并维持“充分紧缩”的政策立场，但已经不再提供明确的利率的前瞻指引。这意味着，5月例会是否加息将完全依赖于数据（data-dependent）。

关于“进一步紧缩”的政策立场，除了进一步加息之外，还有多重方式来实现：1. 实际利率上行，这可以来通胀下行来实现；2. 继续缩表；3. SVB事件后，美国银行流动性偏好上行，信用条件或加快收缩，也能起到收缩总需求、压制通胀的效果。在新闻发布会的问答环节，在被问及“停止加息后，如果通胀数据依然高企，是否会再次加息？”时，鲍威尔的回答是：“不，绝对不会”（No, absolutely not）。这说明，如果5月暂停加息，3月很有可能就是本轮加息周期的最后一次加息。

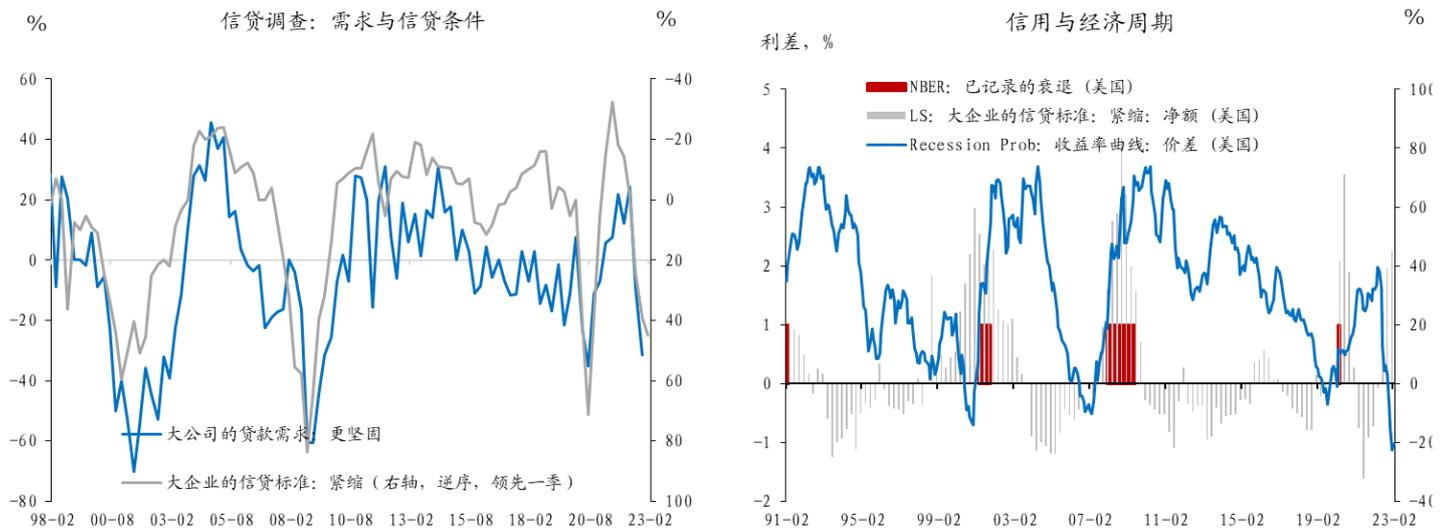
图表2: 美国商业银行信用周期已经进入下行阶段



来源: Wind、国金证券研究所

图表3: 美国信贷融资供求意愿双双下行

图表4: 银行贷款标准收紧与经济衰退“共生”



来源: Wind、国金证券研究所

在新闻发布会上, 鲍威尔首先谈及银行风险, 认为: 第一, 美国银行体系稳健、有弹性, 资本金和流动性充足; 第二, 美联储会吸取历史经验和教训, 时刻准备着使用所有工具应对金融风险。在经济活动方面, 鲍威尔基本维持此前观点, 认为经济增速明显放缓, 通胀压力依然高企, 就业市场依然非常紧张等。由于美国金融周期已经处于下行通道中, 可以确定的是, 近期风险事件会加速信用收缩, 只是目前还无法量化。一旦需求侧逻辑开始占主导, 经济基本面状况就是“泥沙俱下”——量和价将从背离走向收敛, 经济总量的收缩和通货膨胀的下行同步出现, 构成了一个正反馈。

图表5: 鲍威尔在新闻发布会中的发言

段落	模块	具体内容	2023年3月	2023年2月	2022年12月
一	首句/首段		银行风险: 概括为两句话, 第一, 美国银行体系稳健、有弹性, 资本金和流动性充足; 第二, 美联储吸取历史经验、教训, 时刻准备着使用所有工具应对风险;	价格稳定: 坚定地致力于使通货膨胀率回到2%目标。	价格稳定: 坚定地致力于使通货膨胀率回到2%目标。
	宏观经济与金融环境	增长	1. GDP增速: 2022年增速0.9%, 低于长期潜在增速。 2. 支出和生产: 消费支出反弹; 3. 住房部门: 继续走弱 (主要反映抵押贷款利率上升), 预期维持弱势; 4. 企业投资: 利率上升和产出增长放缓带来的压力。	1. GDP增速: 1%, 低于潜在增速。 2. 支出和生产: 增速放缓 (部分反映了实际可支配收入的减少和金融条件的收紧); 3. 住房部门: 继续走弱 (主要反映抵押贷款利率上升); 4. 企业投资: 利率上升和产出增长放缓带来的压力。	1. GDP增速: 从去年的快速增长中明显放缓; 2. 支出和生产: 温和增长 (部分反映了实际可支配收入的减少和金融条件的收紧); 3. 住房部门: 明显减弱 (主要反映抵押贷款利率上升); 4. 企业投资: 利率上升和产出增长放缓带来的压力。
		通胀	1. 通胀水平: 依然很高 (remains too high), 会坚定不移地实现2%通胀目标。 2. 通胀预期: 长期通胀预期依然被“锚定”, 但这不是自满的理由, 目前的高通胀持续时间越长, 对更高通胀的预期就越有可能变得根深蒂固。	1. 通胀水平: 仍然远高于我们2%的长期目标, CPI的下行受欢迎, 但需要更多证据验证通胀下行是持续的。 2. 通胀预期: 长期通胀预期依然被“锚定”, 但这不是自满的理由, 目前的高通胀持续时间越长, 对更高通胀的预期就越有可能变得根深蒂固。	1. 通胀水平: 仍然远高于我们2%的长期目标, CPI的下行受欢迎, 但需要更多证据验证通胀下行是持续的。 2. 通胀压力: 来自广泛的商品和服务; 俄乌战争。 3. 通胀预期: 抬升了整体PCE和核心PCE通胀的曲线, 但不改变“前高后低”的期限结构。核心通胀下行斜率较小, 2023年中位数预测从3.1%提高到3.5%。 4. 通胀预期: 长期通胀预期依然被“锚定”, 但这不是自满的理由, 目前的高通胀持续时间越长, 对更高通胀的预期就越有可能变得根深蒂固。
		就业	1. 现状: 仍然非常紧张 (remains extremely tight) 2. 预期: 趋于平衡, 从而缓解工资和物价的上行压力。	1. 现状: 供不应求, 仍然非常紧张, 失业率处于50年来的最低水平, 职位空缺仍然很高, 新增就业平稳, 工资增速高企, 需求大大超过供给。 2. 预期: 趋于平衡, 从而缓解工资和物价的上行压力。	1. 现状: 供不应求, 仍然非常紧张, 失业率处于50年来的最低水平, 职位空缺仍然很高, 新增就业平稳, 工资增速高企, 需求大大超过供给。 2. 预期/预测: 趋于平衡, 从而缓解工资和物价的上行压力。SEP将2022年失业率预测从3.8%小幅下调至3.7%, 并将2023和2024年从4.4%提高到4.6%, 将2025年从4.3%提高到4.5%。
二	金融条件				金融条件显著收紧, 强调主要是抗通胀政策的“副作用”, 局限于利率敏感性部门。
	政策决定	利率	FFR+25bp, 目标利率区间提高到【4.75-5.00%】	FFR+50bp, 目标利率区间提高到【4.50-4.75%】	FFR+50bp, 目标利率区间提高到【4.25-4.5%】
		立场	首要目标: 将通胀率回落到2%的目标, 并保持长期通胀预期的稳固;	QT在坚定货币政策立场方面发挥了重要作用	QT在坚定货币政策立场方面发挥了重要作用
三	前瞻指引	政策利率	不再给出明确的利率指引, 更依赖于数据做决策。	继续加息	继续加息
	资产负债	按计划缩表	按计划缩表	继续按计划缩表	
	转向条件	1. 根据最新数据和不断变化的前景灵活调整; 2. 关注风险;	1. 根据最新数据和不断变化的前景灵活调整; 2. 关注风险;	1. 根据最新数据和不断变化的前景灵活调整; 2. 关注风险;	

来源: 美联储、国金证券研究所

3月的经济预测摘要(SEP)显示, 相比去年12月, 美联储(模型模拟的结果)认为, 2023年美国经济的“滞胀”压力略有增加。3月SEP分别下调2023年和2024实际GDP增速预测至0.4%和1.2%, 相比去年12月SEP低0.1和0.4个百分点。略有矛盾的是, SEP还将2023年失业率预测下调到了4.5%, 前值4.6%, 2024年保持不变; 相应地, 上调2023年PCE预测至3.3%(前值3.1%), 上调2023年核心PCE通胀从至3.6%(前值3.5%)。

图表6: 美联储2023年3月经济预测摘要(SEP)

变量	中位数预测			
	2023	2024	2025	长期
实际GDP增速	0.4	1.2	1.9	1.8
2022年12月预测	0.5	1.6	1.8	1.8
失业率	4.5	4.6	4.6	4
2022年12月预测	4.6	4.6	4.5	4
PCE通胀	3.3	2.5	2.1	2
2022年12月预测	3.1	2.5	2.1	2
核心PCE通胀	3.6	2.6	2.1	2
2022年12月预测	3.5	2.5	2.1	2
联邦基金利率	5.1	4.3	3.1	2.5
2022年12月预测	5.1	4.1	3.1	2.5

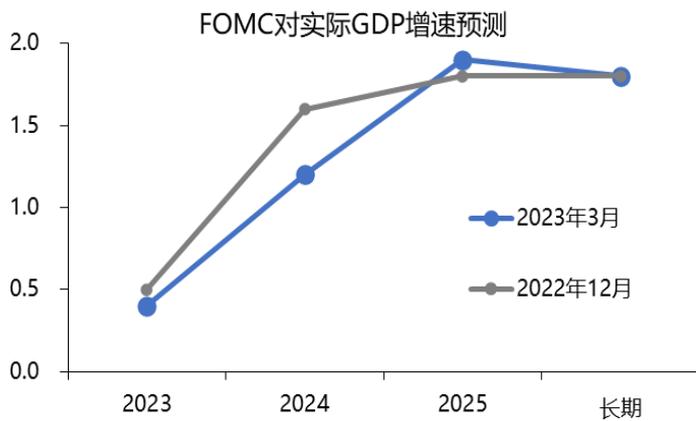
来源: 美联储、国金证券研究所

比较而言, 3月和2022年12月SEP对基本面的预测比较一致。面临金融市场的不确定性, 美联储选择保持2023年加息终点不变(5.1%), 将2024年年底的利率中枢从4.1%小幅提高至4.3%。这意味着, 在当前信息集下, 美联储预期年内还有1次加息, 而后进入所谓的“更高、更长”(higher for longer)阶段。但是, 正如鲍威尔在新闻发布会中所解释的, SEP对FFR的预测参考价值有限。

一个合理的推测是, 如果没有出现近期的风险事件, 美联储大概率会上调FFR终点利率水平, 也很可能在3月加息50bp, 如同鲍威尔3月初参加国会听证时所表达的一样¹。

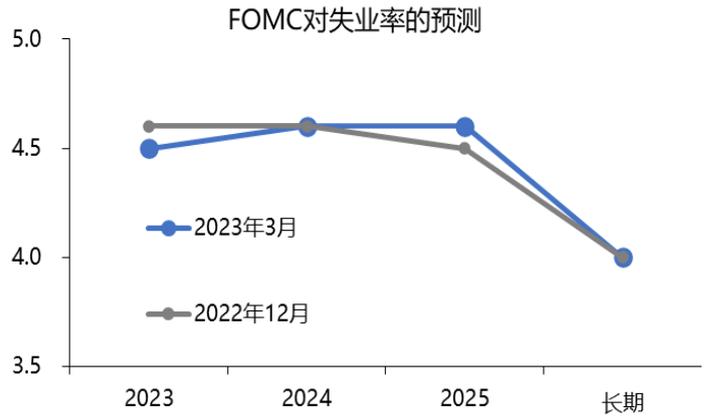
¹ <https://www.federalreserve.gov/news-events/testimony/powell20230307a.htm>

图表7: 3月 SEP 下调 GDP 增速预测

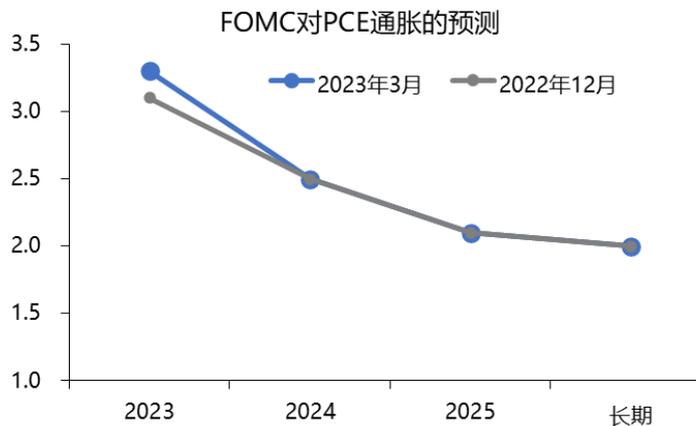


来源: 美联储、国金证券研究所

图表8: 3月 SEP 下调 2023 年失业率预测

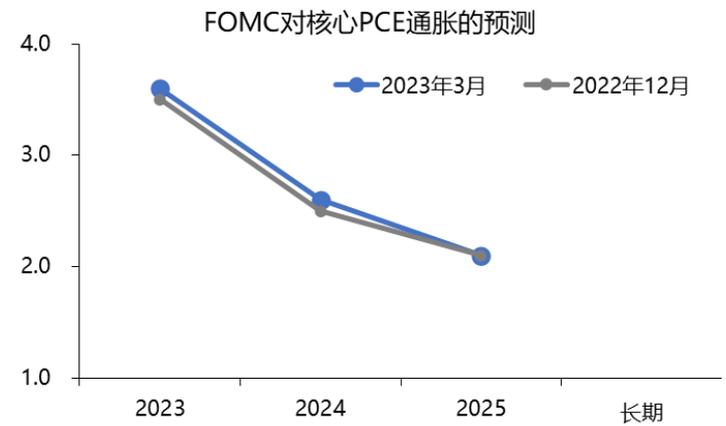


图表9: 3月 SEP 上调整体 PCE 通胀预测



来源: 美联储、国金证券研究所

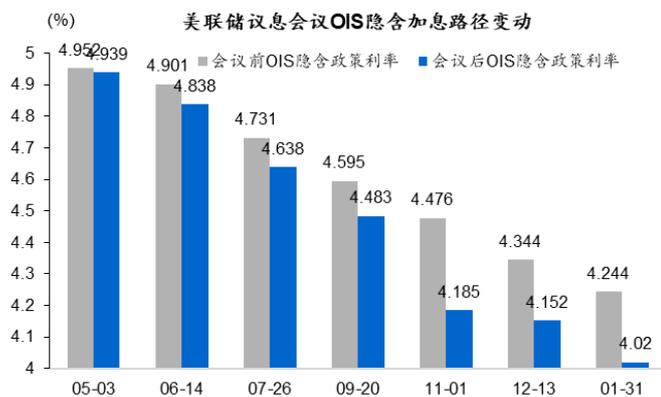
图表10: 3月 SEP 上调核心 PCE 通胀预测



(二) 市场解读: 整体理解为“鸽派”, “宽松交易”叠加“避险交易”,

金融市场对3月例会决议的整体理解偏“鸽派”。例会后, OIS 隐含的联邦基金利率路径整体下移, 定价2023年底FFR中枢下降至4.2%, 相比比例会前下调20bp。CME FedWatch最新数据显示, 5月维持利率不变和继续加息概率分别为50.1%和49.9%, 6月对应的概率为50.0%和35.9%, 7月降息的概率为43.5%。

图表11: 例会声明发布后, 市场下修FFR预测路径



来源: bloomberg、CME、国金证券研究所

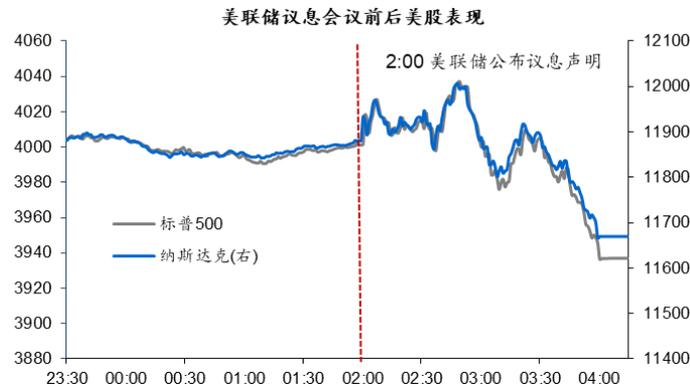
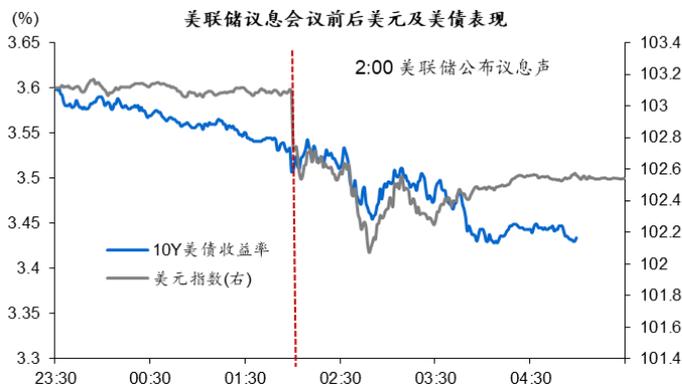
图表12: CME FEDWatch 显示的加息概率

MEETING DATE	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525
2023/5/3								0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	50.10%	49.90%
2023/6/14		0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	14.10%	50.00%	35.90%
2023/7/26		0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	11.50%	34.90%	38.50%	6.50%
2023/9/20		0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	6.70%	30.10%	40.80%	19.90%	2.70%
2023/11/1		0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	3.10%	17.50%	34.90%	21.10%	12.00%	1.50%
2023/12/13		0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	2.20%	13.40%	30.00%	32.20%	17.40%	4.50%	0.40%
2024/1/31		0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	1.50%	10.10%	25.00%	31.50%	21.80%	8.30%	1.60%	0.10%
2024/3/20		0.00%	0.00%	0.00%	1.20%	8.00%	21.40%	30.00%	24.10%	11.60%	3.20%	0.50%	0.00%
2024/5/1		0.00%	0.00%	0.10%	1.60%	8.80%	21.90%	29.60%	23.40%	11.10%	3.10%	0.50%	0.00%
2024/6/19		0.00%	0.00%	0.80%	4.90%	14.80%	25.40%	26.80%	17.80%	7.40%	1.90%	0.30%	0.00%
2024/7/31		0.00%	0.60%	4.20%	13.30%	23.80%	26.60%	19.20%	9.00%	2.70%	0.50%	0.10%	0.00%
2024/9/25	0.30%	2.40%	8.70%	18.50%	25.20%	22.90%	14.10%	5.90%	1.60%	0.30%	0.00%	0.00%	0.00%

资产价格也反映了宽松预期。美元指数和 10 年期美债收益率同步下行；美股在美联储公布例会决议后出现跳升，但收盘下跌，纳斯达克跌 1.6%，标普 500 跌 1.7%，道指跌 3.4%。市场避险情绪的增加是因为，耶伦在晚些时候表示，美国政府不考虑扩大联邦存款保险的范围。黄金维持强势，收盘上行至 1970 美元/盎司。原油价格收跌 1.2%。

图表13: 声明发布后, 美元汇率和 10 年美债利率下行

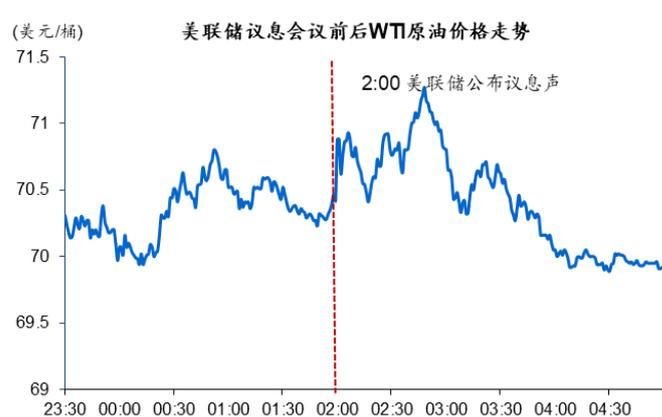
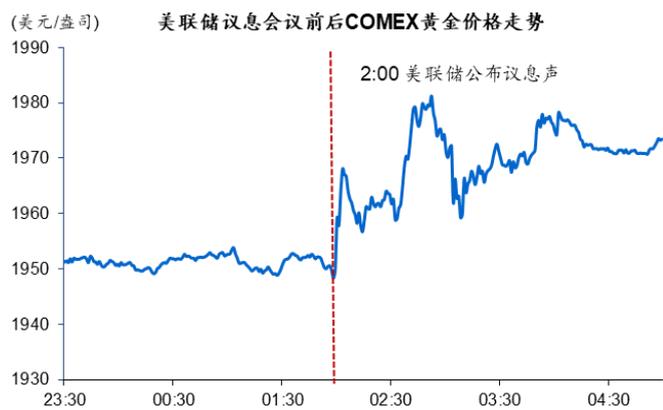
图表14: 声明发布后, 美股小幅跳升



来源: bloomberg、国金证券研究所

图表15: 声明发布后, COMEX 黄金价格上扬

图表16: 声明发布后, WTI 原油价格上扬



来源: bloomberg、国金证券研究所

(三) 政策展望: 宏观审慎+货币政策“组合拳”平衡通胀、就业和金融稳定三重目标

硅谷银行 (SVB) 和瑞信 (CS) 等银行破产风波已经平息, 但其影响金融条件的强度和持续性是不确定的, “有没有下一个”, 以及“下一个是谁?” 都是未知数。金融不稳定性扰乱了美联储货币政策退出的节奏, 但市场已明显提前交易“政策转向”。

此前, 美联储可单一地基于通胀做决策, 未来则需要是在通胀和金融风险之间取得平衡。再往后看, 虽然政策当局“灭火”很及时, 但风险事件的频发必然会增强金融机构的流动性偏好, 紧缩信用条件, 压制经济增长, 提升衰退概率。届时, 美联储将更难在抗通胀、稳就业和防风险三者间取得平衡。

我们认为, 短期内, 美联储会通过宏观审慎 (或结构性贷款) 工具精准地“扩表”, 缓解银行间市场的流动性短缺, 如贴现窗口 (DW) 贷款、正回购 (RP), 以及新创设的银行期限融资计划 (BTFP)。与此同时, 继续利用常规 (利率) 和非常规货币政策工具 (缩表+前瞻指引) 压制通胀, 还可部分对冲被动扩表产生的宽松效应。

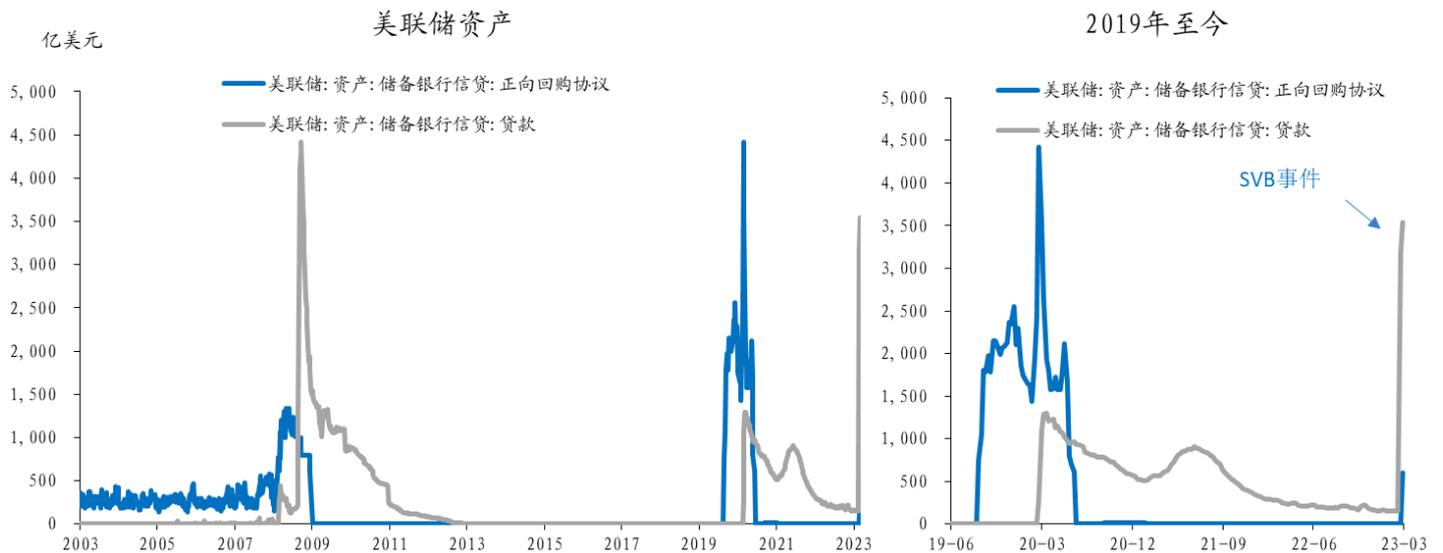
图表17: BTFP、贴现窗口和 FHLB 工具的比较

	一级贷款 (又称贴现窗口, DW)	银行期限融资计划 (BTFP)	联邦住宅贷款银行 (FHLB) 票据
使用状况	截至23年3月15日, 为1529亿美元; 第一共和国银行(First Republic Bank)披露, 上周它从德意志银行借了至多1090亿美元, 可能占到总使用量的70%	截至23年3月15日, 为119亿美元	截至22年12月31日为8191亿美元;
合格抵押品	几乎所有的银行资产	美联储在公开市场操作中有资格购买的抵押品, 如UST、机构MBS和机构债务 (截至2023年3月12日, 借款人拥有的抵押品)	与BTFP相比, 抵押品池更大, 包括单户和多户抵押贷款
估值	市场公允价值	面值	市场公允价值
折扣率	美国国债和机构MBS的折扣率为0%; 其它折扣(例如, AAA级CLO折价13%);	折扣率0%	基于成员银行的信用评级
期限	隔夜到90天	最长可达一年	隔夜到30年
利率	大于等于FFR目标区间上限, 目前为4.75%;	1年ois + 10bp, 目前4.52% + 10bp = 4.62%;	区域性FHLB公布的利率
终止费用		没有与提前付款相关的罚款	大多数提前付款都需要支付预付费用
普遍看法	发挥“最后贷款人”职能。由于“污名化”问题, 银行通常不愿意使用DW	更类似于DW而不是FHLB Advances	可规避“污名化”问题

来源: 美联储、国金证券研究所

截止到3月22日, 美联储资产侧的“贷款”余额已经增加到了3,542亿美元, 相比两周前增加了近3,400亿。其中, 涨幅主要发生在SVB破产后的第一周(3,000亿, 3月11-15日), 第二周仅增加了400亿, 这说明流动性冲击有所缓解。结构上, 贴现窗口贷款和其他扩展贷款合计占比80%, BTFP占比15%。与第一周相比, 贴现贷款规模在下降, BTFP规模则在上行。与DW相比, BTFP的使用条款更优惠, 如利率更低、期限更长等。

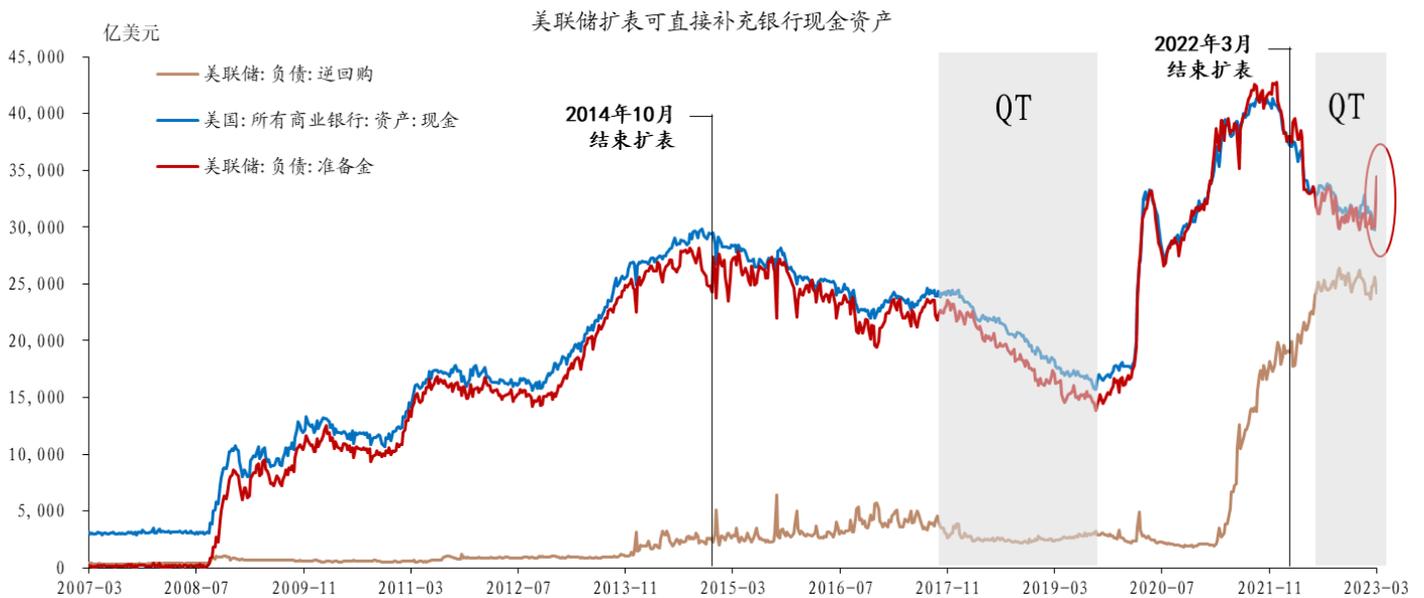
图表18: 美联储的“贷款”类工具(结构性货币政策)的使用



来源: wind、国金证券研究所

资产侧贷款的增加对应着负债侧准备金——也商业银行的现金——同等幅度的增加, 故可直接缓解银行间的流动性短缺。理论上, 美联储还可以引导负债侧的逆回购(非金融机构的存款)回流银行间市场, 优化流动性的分配。由于银行存款和货币市场基金收益率之间存在较大的套利空间, 货币市场基金对银行存款存在较大的“虹吸效应”(与国债发行的减少也密切相关)。小幅下调逆回购利率的效果或比较有限, 美联储可以通过下调逆回购总供给或单一机构的规模上限来实现流动性的再分配。随着缩表的推进, 一旦货币市场利差(代表性货币市场利率-ON RRP利率)全面转正, 逆回购的吸引力将逐步下降。

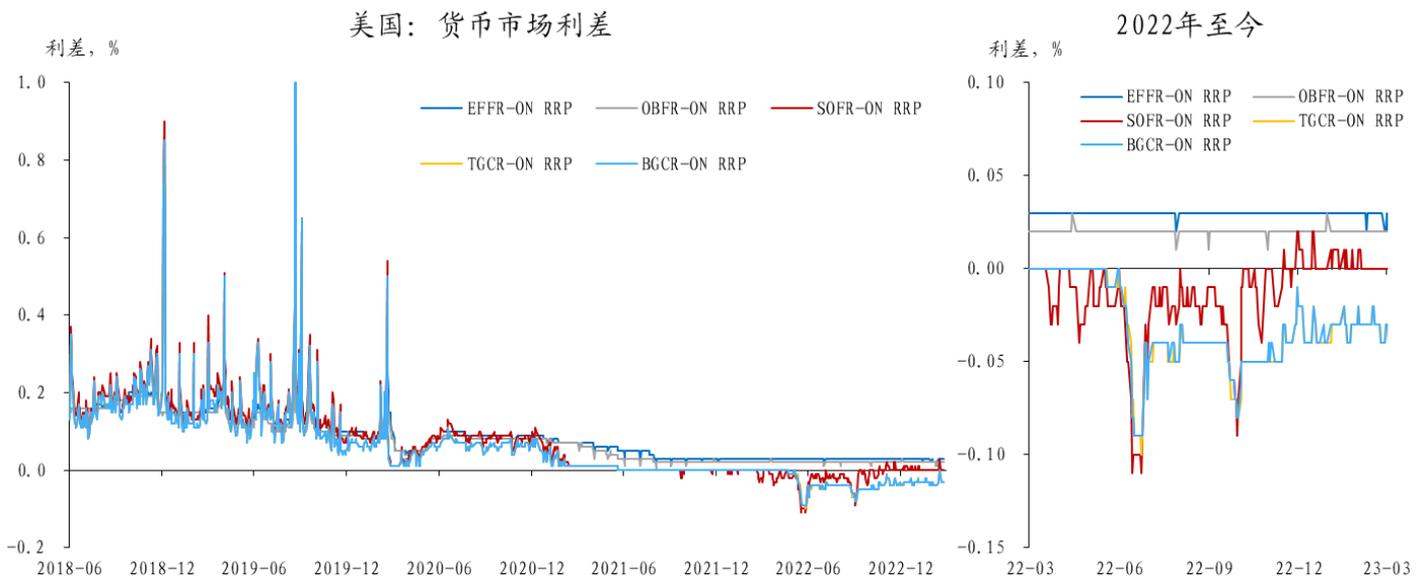
图表19: 美联储扩表可直接补充银行现金资产



来源: 美联储、Wind、国金证券研究所

利差是货币市场流动性充足与否的“温度计”。参考2017-2019年缩表的经验,如果代表性货币市场利率逐次上行至逆回购利率和准备金利率上方,并且波动性开始加剧,则意味着流动性水平已经进入“充足”(ample)区间。美联储将适时选择放缓缩表节奏,并最终结束缩表。随着正常化的推进,担保隔夜融资利率(SOFR)-ON/RRP利差已率先转正,但代表性货币市场利率与准备金利率(IORB)的利差仍为负,表明货币市场整体流动性依然处于“过剩”状态。

图表20: 货币市场利差显示,货币市场流动性整体依然“充足”,甚至“过剩”



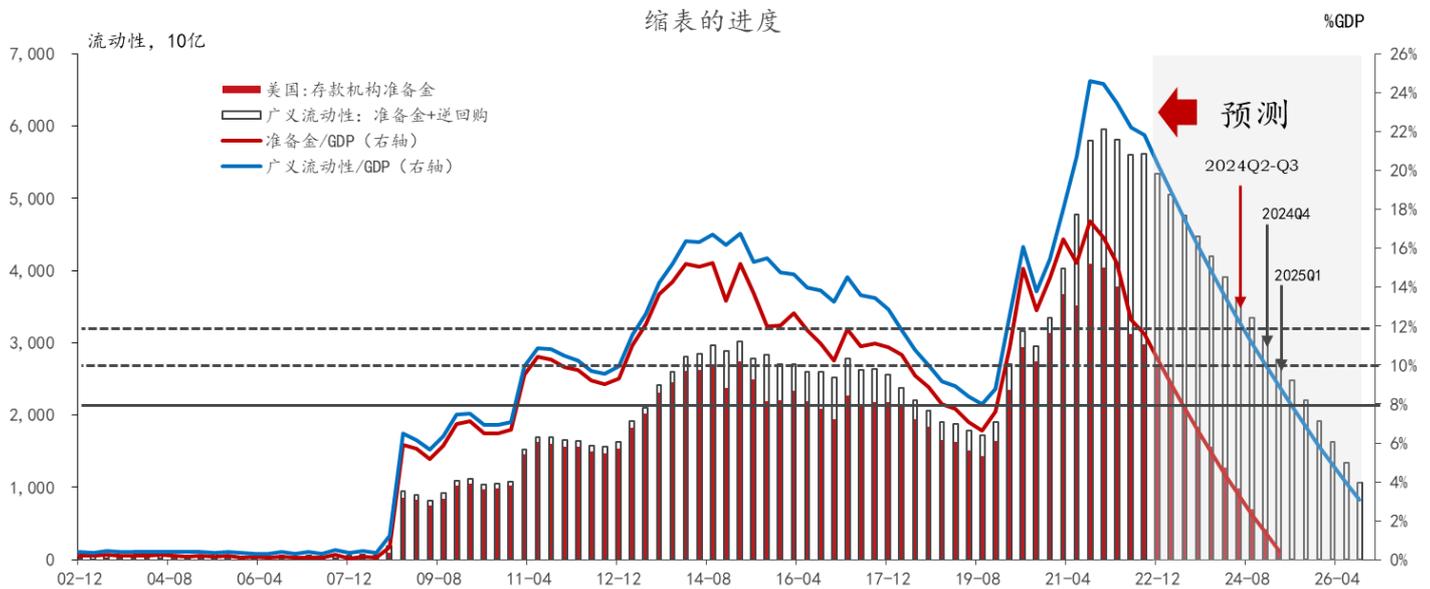
来源: Wind、国金证券研究所

关于结束缩表的参照系和时间点,“央行笔记”系列(二)已有阐述。在2022年2月的一次演讲¹中,沃勒参照2017-2019年缩表的经验,认为缩表至准备金/GDP约等于8-9%是比较合适的,当时对应的是2019年初的水平。2019年9月出现“回购市场危机”时,准备金/GDP已经跌至7%以下。在2023年1月20日的这次演讲中,沃勒做出了一些修正,认为“银行的增长速度更快……因此储备金/GDP的目标应该是11%到12%……我们可能会在我们到达那里之前开始减速。”按缩表上限推断,缩表结束的时间或落在2024年Q2-Q3(广

¹ <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/waller20220224a.htm>。

义准备金/GDP 约为 11-12%)。主观上,我们认为,缩表结束的时点大概率前移,部分是因为,截止到 2022 年底,准备金/GDP 的比重已经下降至 11.4%。

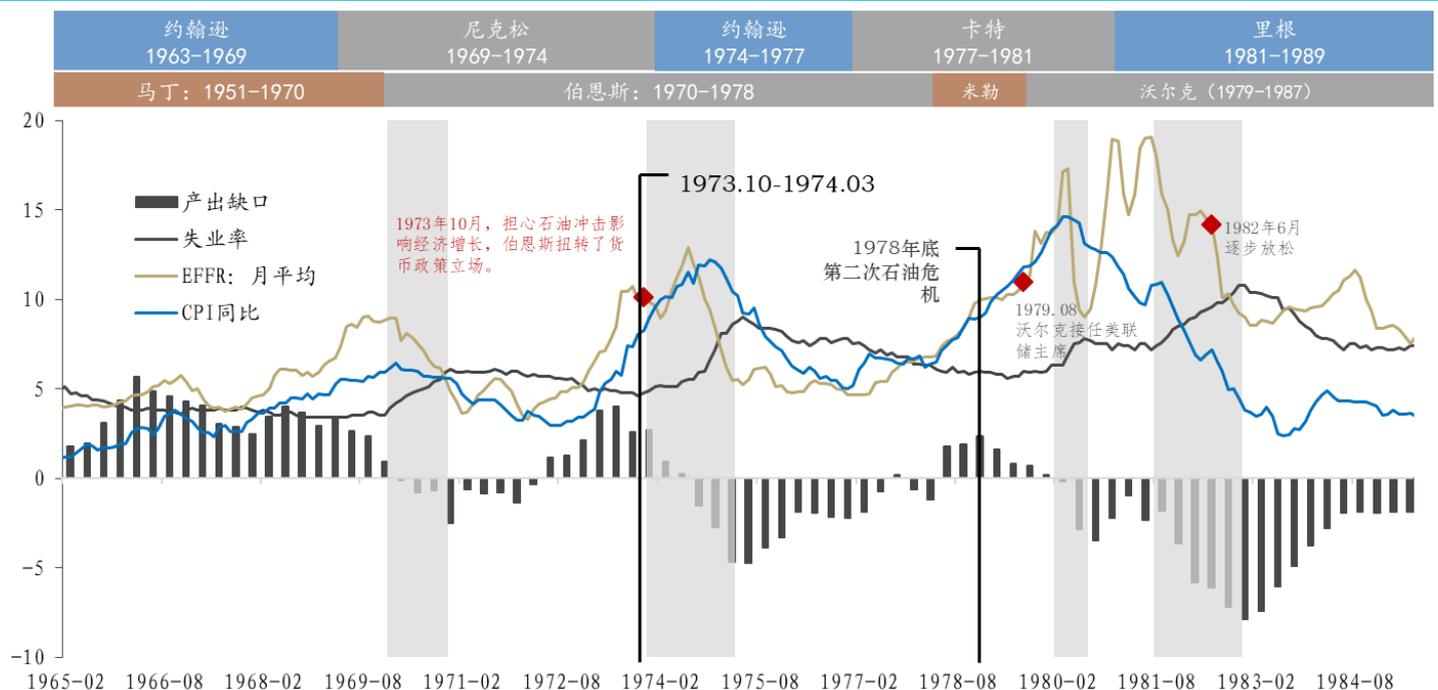
图表21: 美联储缩表的终点



来源: Wind、国金证券研究所

美联储政策正常化已行至“三岔路口”,未来需要在三重目标间取得平衡。在不发生金融系统性风险,以及风险事件的紧缩效应可控的条件下,美联储即使不再追求“更高”的联邦基金利率水平,也会将当前利率水平维持地“更远”(not higher, but longer)。在这种场景下,鉴于上世纪 70 年代伯恩斯提前降息的教训,美联储降息或比较谨慎。在另一场景下,假如信用条件大幅收紧,经济预期明显弱化,美联储政策转向的速度也会更快。

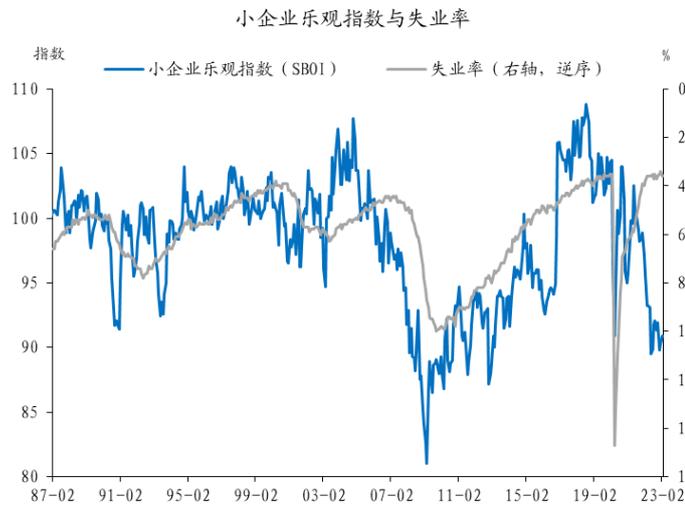
图表22: 两次抗通胀的比较: 半途而废的伯恩斯和坚持到底的沃尔克



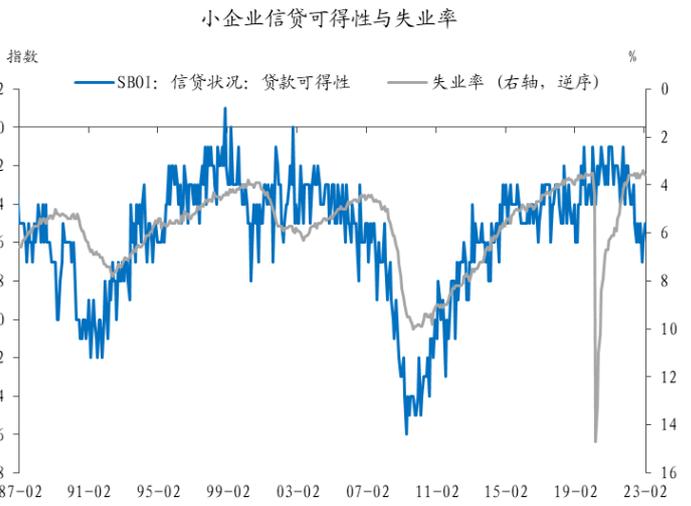
来源: Wind、国金证券研究所

观点重申:我们的基准假设是,金融风险事件依然会零零星星地出现,信用周期将加速向下,美国经济基本面将在 2023 年下半年兑现衰退预期,其中,最关键的特征是劳动力市场走弱,进而使得消费增速边际放缓。在这一基准假设下,年内降息时可以期待的。

图表23: 美国小企业乐观指数与失业率



图表24: 美国小企业信贷可得性与失业率



来源: wind、国金证券研究所

图表25: FOMC 成员观点更新

主席	副席	其他成员	鲍威尔	沃勒	梅斯特	杰米森	博德	哈格	库钦斯基	梅斯特	布林格	巴杰尔	博德	约翰逊	穆利尼	
增长	支出和产出增长放缓	2023年Q1经济活动将进一步放缓。通胀高于2%的长期目标。预计今年经济将继续温和增长。	经济前景和通胀前景仍然高度不确定。	1. 预计2023年实际GDP增长率将达到4%左右。 2. 消费增长, 总体需求远远超过供应。	1. GDP将温和增长, 预计不会经历更大幅度的增长。 2. 预计今年实际GDP增长率为3%, 然后在2024年和2025年回升至约2%的长期增长。	1. 美国经济体比市场认为的更具韧性 (more resilient)。 2. 美国经济增长将高于其他国家的预期。 3. 预计通胀将温和下降, 美国经济增长将是温和的。	1. 预计美国不会陷入经济衰退, 但通胀可能正在缓解。 2. 预计今年的经济增长将低于趋势水平。	1. 通胀压力高于上次会议预期, 通胀高于2%的长期目标。 2. 住房需求依然强劲, 预计2023年将保持温和。 3. 核心通胀依然强劲 (除住房) 几乎没有下降的迹象。	1. 对通胀保持乐观前景乐观。 2. 通胀压力依然强劲, 核心通胀将继续保持上升。 3. 劳动力市场的持续紧张给通胀带来了上行压力。	1. 核心商品通胀开始下降, 并且已经大幅下降。 2. 通胀压力在未来几个月内将温和下降。 3. 通胀压力可能下降 (在通胀温和增长的情况下)。 4. 核心通胀温和 (不可持续的) 的前景存在不确定性。 5. 未来通胀温和的趋势不确定, 核心通胀温和前景国家。	1. 通胀仍然过高 (still too high)。 2. 通胀压力在未来几个月内将温和下降。 3. 通胀压力可能下降 (在通胀温和增长的情况下)。 4. 核心通胀温和 (不可持续的) 的前景存在不确定性。 5. 未来通胀温和的趋势不确定, 核心通胀温和前景国家。	1. 通胀仍然过高, 但通胀正在下降, 通胀“未来将温和下降”。 2. 通胀压力在未来几个月内将温和下降。 3. 通胀压力可能下降 (在通胀温和增长的情况下)。 4. 核心通胀温和 (不可持续的) 的前景存在不确定性。 5. 未来通胀温和的趋势不确定, 核心通胀温和前景国家。	1. 通胀仍然过高 (remains too high)。 2. 通胀压力在未来几个月内将温和下降。 3. 通胀压力可能下降 (在通胀温和增长的情况下)。 4. 核心通胀温和 (不可持续的) 的前景存在不确定性。 5. 未来通胀温和的趋势不确定, 核心通胀温和前景国家。	1. 通胀仍然过高 (remains too high)。 2. 通胀压力在未来几个月内将温和下降。 3. 通胀压力可能下降 (在通胀温和增长的情况下)。 4. 核心通胀温和 (不可持续的) 的前景存在不确定性。 5. 未来通胀温和的趋势不确定, 核心通胀温和前景国家。	1. 通胀仍然过高 (remains too high)。 2. 通胀压力在未来几个月内将温和下降。 3. 通胀压力可能下降 (在通胀温和增长的情况下)。 4. 核心通胀温和 (不可持续的) 的前景存在不确定性。 5. 未来通胀温和的趋势不确定, 核心通胀温和前景国家。	1. 通胀仍然过高 (remains too high)。 2. 通胀压力在未来几个月内将温和下降。 3. 通胀压力可能下降 (在通胀温和增长的情况下)。 4. 核心通胀温和 (不可持续的) 的前景存在不确定性。 5. 未来通胀温和的趋势不确定, 核心通胀温和前景国家。
通胀	通胀压力高于上次会议预期, 通胀高于2%的长期目标。住房需求依然强劲, 预计2023年将保持温和。	1. 对通胀保持乐观前景乐观。 2. 通胀压力依然强劲, 核心通胀将继续保持上升。 3. 劳动力市场的持续紧张给通胀带来了上行压力。	1. 核心商品通胀开始下降, 并且已经大幅下降。 2. 通胀压力在未来几个月内将温和下降。 3. 通胀压力可能下降 (在通胀温和增长的情况下)。 4. 核心通胀温和 (不可持续的) 的前景存在不确定性。 5. 未来通胀温和的趋势不确定, 核心通胀温和前景国家。	1. 通胀仍然过高 (still too high)。 2. 通胀压力在未来几个月内将温和下降。 3. 通胀压力可能下降 (在通胀温和增长的情况下)。 4. 核心通胀温和 (不可持续的) 的前景存在不确定性。 5. 未来通胀温和的趋势不确定, 核心通胀温和前景国家。	1. 通胀仍然过高, 但通胀正在下降, 通胀“未来将温和下降”。 2. 通胀压力在未来几个月内将温和下降。 3. 通胀压力可能下降 (在通胀温和增长的情况下)。 4. 核心通胀温和 (不可持续的) 的前景存在不确定性。 5. 未来通胀温和的趋势不确定, 核心通胀温和前景国家。	1. 通胀仍然过高 (remains too high)。 2. 通胀压力在未来几个月内将温和下降。 3. 通胀压力可能下降 (在通胀温和增长的情况下)。 4. 核心通胀温和 (不可持续的) 的前景存在不确定性。 5. 未来通胀温和的趋势不确定, 核心通胀温和前景国家。	1. 通胀仍然过高 (remains too high)。 2. 通胀压力在未来几个月内将温和下降。 3. 通胀压力可能下降 (在通胀温和增长的情况下)。 4. 核心通胀温和 (不可持续的) 的前景存在不确定性。 5. 未来通胀温和的趋势不确定, 核心通胀温和前景国家。	1. 通胀仍然过高 (remains too high)。 2. 通胀压力在未来几个月内将温和下降。 3. 通胀压力可能下降 (在通胀温和增长的情况下)。 4. 核心通胀温和 (不可持续的) 的前景存在不确定性。 5. 未来通胀温和的趋势不确定, 核心通胀温和前景国家。	1. 通胀仍然过高 (remains too high)。 2. 通胀压力在未来几个月内将温和下降。 3. 通胀压力可能下降 (在通胀温和增长的情况下)。 4. 核心通胀温和 (不可持续的) 的前景存在不确定性。 5. 未来通胀温和的趋势不确定, 核心通胀温和前景国家。	1. 通胀仍然过高 (remains too high)。 2. 通胀压力在未来几个月内将温和下降。 3. 通胀压力可能下降 (在通胀温和增长的情况下)。 4. 核心通胀温和 (不可持续的) 的前景存在不确定性。 5. 未来通胀温和的趋势不确定, 核心通胀温和前景国家。	1. 通胀仍然过高 (remains too high)。 2. 通胀压力在未来几个月内将温和下降。 3. 通胀压力可能下降 (在通胀温和增长的情况下)。 4. 核心通胀温和 (不可持续的) 的前景存在不确定性。 5. 未来通胀温和的趋势不确定, 核心通胀温和前景国家。	1. 通胀仍然过高 (remains too high)。 2. 通胀压力在未来几个月内将温和下降。 3. 通胀压力可能下降 (在通胀温和增长的情况下)。 4. 核心通胀温和 (不可持续的) 的前景存在不确定性。 5. 未来通胀温和的趋势不确定, 核心通胀温和前景国家。	1. 通胀仍然过高 (remains too high)。 2. 通胀压力在未来几个月内将温和下降。 3. 通胀压力可能下降 (在通胀温和增长的情况下)。 4. 核心通胀温和 (不可持续的) 的前景存在不确定性。 5. 未来通胀温和的趋势不确定, 核心通胀温和前景国家。	1. 通胀仍然过高 (remains too high)。 2. 通胀压力在未来几个月内将温和下降。 3. 通胀压力可能下降 (在通胀温和增长的情况下)。 4. 核心通胀温和 (不可持续的) 的前景存在不确定性。 5. 未来通胀温和的趋势不确定, 核心通胀温和前景国家。	1. 通胀仍然过高 (remains too high)。 2. 通胀压力在未来几个月内将温和下降。 3. 通胀压力可能下降 (在通胀温和增长的情况下)。 4. 核心通胀温和 (不可持续的) 的前景存在不确定性。 5. 未来通胀温和的趋势不确定, 核心通胀温和前景国家。	
就业	劳动力市场依然紧张, 但二月份就业增长放缓。劳动力供应继续滞后 (continued to lag)。	“劳动力市场不仅没有放缓, 而且还在收紧”。	1. 劳动力市场依然紧张, 但二月份就业增长放缓。劳动力供应继续滞后 (continued to lag)。	1. 劳动力市场依然紧张, 但二月份就业增长放缓。劳动力供应继续滞后 (continued to lag)。	1. 劳动力市场依然紧张, 但二月份就业增长放缓。劳动力供应继续滞后 (continued to lag)。	1. 劳动力市场依然紧张, 但二月份就业增长放缓。劳动力供应继续滞后 (continued to lag)。	1. 劳动力市场依然紧张, 但二月份就业增长放缓。劳动力供应继续滞后 (continued to lag)。	1. 劳动力市场依然紧张, 但二月份就业增长放缓。劳动力供应继续滞后 (continued to lag)。	1. 劳动力市场依然紧张, 但二月份就业增长放缓。劳动力供应继续滞后 (continued to lag)。	1. 劳动力市场依然紧张, 但二月份就业增长放缓。劳动力供应继续滞后 (continued to lag)。	1. 劳动力市场依然紧张, 但二月份就业增长放缓。劳动力供应继续滞后 (continued to lag)。	1. 劳动力市场依然紧张, 但二月份就业增长放缓。劳动力供应继续滞后 (continued to lag)。	1. 劳动力市场依然紧张, 但二月份就业增长放缓。劳动力供应继续滞后 (continued to lag)。	1. 劳动力市场依然紧张, 但二月份就业增长放缓。劳动力供应继续滞后 (continued to lag)。	1. 劳动力市场依然紧张, 但二月份就业增长放缓。劳动力供应继续滞后 (continued to lag)。	1. 劳动力市场依然紧张, 但二月份就业增长放缓。劳动力供应继续滞后 (continued to lag)。
金融条件	支持通过收紧金融条件, 包括提高存款准备金, 抑制前两轮加息以来的一些通胀压力。		支持通过收紧金融条件, 包括提高存款准备金, 抑制前两轮加息以来的一些通胀压力。													
利率	1. 支持将利率目标区间范围, 将必要利率加息50bp。 2. 支持将利率目标区间范围, 将必要利率加息50bp。 3. 支持将利率目标区间范围, 将必要利率加息50bp。 4. 支持将利率目标区间范围, 将必要利率加息50bp。	支持继续加息, 以便利率达到抑制通胀的水平, 并保持一致的时间。	“利率目标范围将持续增加, 以抑制通胀, 并保持一致的时间。”	“利率目标范围将持续增加, 以抑制通胀, 并保持一致的时间。”	“利率目标范围将持续增加, 以抑制通胀, 并保持一致的时间。”	“利率目标范围将持续增加, 以抑制通胀, 并保持一致的时间。”	“利率目标范围将持续增加, 以抑制通胀, 并保持一致的时间。”	“利率目标范围将持续增加, 以抑制通胀, 并保持一致的时间。”	“利率目标范围将持续增加, 以抑制通胀, 并保持一致的时间。”	“利率目标范围将持续增加, 以抑制通胀, 并保持一致的时间。”	“利率目标范围将持续增加, 以抑制通胀, 并保持一致的时间。”	“利率目标范围将持续增加, 以抑制通胀, 并保持一致的时间。”	“利率目标范围将持续增加, 以抑制通胀, 并保持一致的时间。”	“利率目标范围将持续增加, 以抑制通胀, 并保持一致的时间。”	“利率目标范围将持续增加, 以抑制通胀, 并保持一致的时间。”	“利率目标范围将持续增加, 以抑制通胀, 并保持一致的时间。”
QT	正在继续大幅缩表。		正在继续大幅缩表。													
立场	1. 继续收紧货币政策, 需要一段时间内保持抑制的利率水平, 以抑制通胀。 2. 不会过早放松政策, 甚至持续到 (stay the course) 直到通胀降至2%。	预计需要一段时间内保持抑制的利率水平, 以抑制通胀。在2023年进一步放缓经济活动。	1. 有必要进一步收紧货币政策, 使通胀回到2%的目标水平。 2. 必须保持抑制的利率水平, 以抑制通胀。 3. 必须保持抑制的利率水平, 以抑制通胀。 4. 必须保持抑制的利率水平, 以抑制通胀。 5. 必须保持抑制的利率水平, 以抑制通胀。	1. 有必要进一步收紧货币政策, 使通胀回到2%的目标水平。 2. 必须保持抑制的利率水平, 以抑制通胀。 3. 必须保持抑制的利率水平, 以抑制通胀。 4. 必须保持抑制的利率水平, 以抑制通胀。 5. 必须保持抑制的利率水平, 以抑制通胀。	1. 有必要进一步收紧货币政策, 使通胀回到2%的目标水平。 2. 必须保持抑制的利率水平, 以抑制通胀。 3. 必须保持抑制的利率水平, 以抑制通胀。 4. 必须保持抑制的利率水平, 以抑制通胀。 5. 必须保持抑制的利率水平, 以抑制通胀。	1. 有必要进一步收紧货币政策, 使通胀回到2%的目标水平。 2. 必须保持抑制的利率水平, 以抑制通胀。 3. 必须保持抑制的利率水平, 以抑制通胀。 4. 必须保持抑制的利率水平, 以抑制通胀。 5. 必须保持抑制的利率水平, 以抑制通胀。	1. 有必要进一步收紧货币政策, 使通胀回到2%的目标水平。 2. 必须保持抑制的利率水平, 以抑制通胀。 3. 必须保持抑制的利率水平, 以抑制通胀。 4. 必须保持抑制的利率水平, 以抑制通胀。 5. 必须保持抑制的利率水平, 以抑制通胀。	1. 有必要进一步收紧货币政策, 使通胀回到2%的目标水平。 2. 必须保持抑制的利率水平, 以抑制通胀。 3. 必须保持抑制的利率水平, 以抑制通胀。 4. 必须保持抑制的利率水平, 以抑制通胀。 5. 必须保持抑制的利率水平, 以抑制通胀。	1. 有必要进一步收紧货币政策, 使通胀回到2%的目标水平。 2. 必须保持抑制的利率水平, 以抑制通胀。 3. 必须保持抑制的利率水平, 以抑制通胀。 4. 必须保持抑制的利率水平, 以抑制通胀。 5. 必须保持抑制的利率水平, 以抑制通胀。	1. 有必要进一步收紧货币政策, 使通胀回到2%的目标水平。 2. 必须保持抑制的利率水平, 以抑制通胀。 3. 必须保持抑制的利率水平, 以抑制通胀。 4. 必须保持抑制的利率水平, 以抑制通胀。 5. 必须保持抑制的利率水平, 以抑制通胀。	1. 有必要进一步收紧货币政策, 使通胀回到2%的目标水平。 2. 必须保持抑制的利率水平, 以抑制通胀。 3. 必须保持抑制的利率水平, 以抑制通胀。 4. 必须保持抑制的利率水平, 以抑制通胀。 5. 必须保持抑制的利率水平, 以抑制通胀。	1. 有必要进一步收紧货币政策, 使通胀回到2%的目标水平。 2. 必须保持抑制的利率水平, 以抑制通胀。 3. 必须保持抑制的利率水平, 以抑制通胀。 4. 必须保持抑制的利率水平, 以抑制通胀。 5. 必须保持抑制的利率水平, 以抑制通胀。	1. 有必要进一步收紧货币政策, 使通胀回到2%的目标水平。 2. 必须保持抑制的利率水平, 以抑制通胀。 3. 必须保持抑制的利率水平, 以抑制通胀。 4. 必须保持抑制的利率水平, 以抑制通胀。 5. 必须保持抑制的利率水平, 以抑制通胀。	1. 有必要进一步收紧货币政策, 使通胀回到2%的目标水平。 2. 必须保持抑制的利率水平, 以抑制通胀。 3. 必须保持抑制的利率水平, 以抑制通胀。 4. 必须保持抑制的利率水平, 以抑制通胀。 5. 必须保持抑制的利率水平, 以抑制通胀。	1. 有必要进一步收紧货币政策, 使通胀回到2%的目标水平。 2. 必须保持抑制的利率水平, 以抑制通胀。 3. 必须保持抑制的利率水平, 以抑制通胀。 4. 必须保持抑制的利率水平, 以抑制通胀。 5. 必须保持抑制的利率水平, 以抑制通胀。	1. 有必要进一步收紧货币政策, 使通胀回到2%的目标水平。 2. 必须保持抑制的利率水平, 以抑制通胀。 3. 必须保持抑制的利率水平, 以抑制通胀。 4. 必须保持抑制的利率水平, 以抑制通胀。 5. 必须保持抑制的利率水平, 以抑制通胀。

来源: FOMC Speak、美联储各分行官网、国金证券研究所

二、欧央行: 遵守承诺加息 50bp, 不再明确利率指引, “滞胀” 压力维持高位

(一) 3月例会: 按照前期指引加息 50bp, 但放弃明确的利率前瞻指引

欧央行 (ECB) 3月例会如期加息 50bp。主要再融资利率、边际借款利率和存款便利利率分别升至 3.50%、3.75%和 3.00%。2022年7月至今, ECB 已累计加息 350bp。考虑到金融市场风险, 如同美联储一样, ECB 也放弃了明确的利率指引, 完全依赖于数据做决定。“不确定性水平的抬升, 强化了对理事会政策利率决定采用数据依赖方法的重要性。(此后的政策决议) 将取决于理事会根据即将发布的经济和金融数据、潜在通胀动态以及货币政策传导力度对通胀前景的评估。”

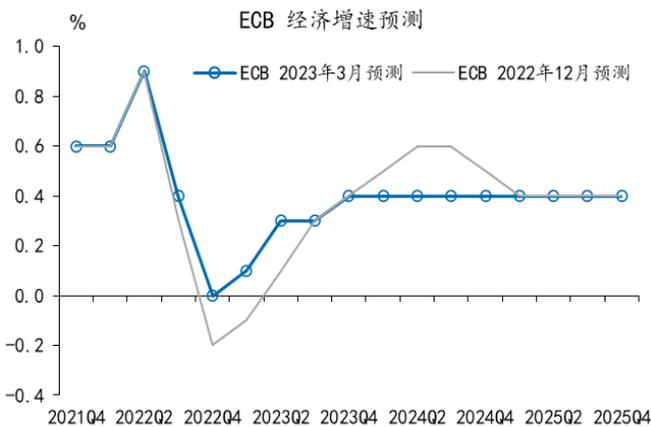
自 2022 年 7 月首次加息以来，欧元区的信用条件全面收紧，主要表现为：1. 商业信贷需求收缩；2. 家庭借贷下降，反映贷款利率上升、信贷标准收紧以及抵押贷款需求大幅下降；3. 货币增速放缓，包括隔夜存款在内的流动性水平显著下降。值得强调的是，近期银行风险事件是否会触发系统性风险是未知的，但进一步收缩信用条件或是确定的，从而对复苏的持续性产生负面影响。

图表29：欧央行 2023 年 3 月经济预测（与 2022 年 12 月比较）

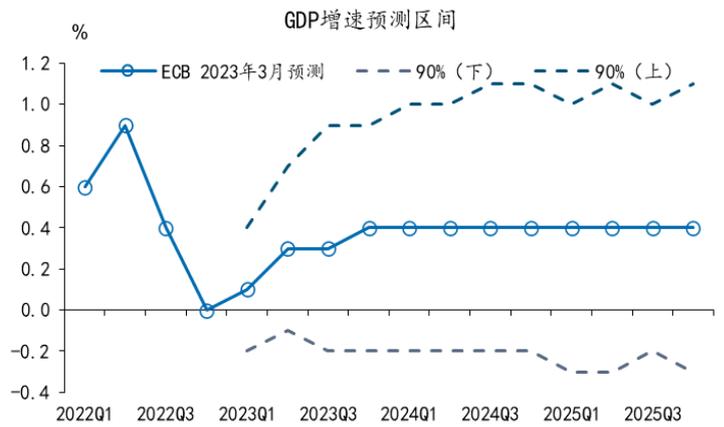
	2023年3月					2022年12月			
	2021	2022	2023	2024	2025	2022	2023	2024	2025
实际GDP增速	5.3	3.6	1.0	1.6	1.6	3.4	0.5	1.9	1.8
私人消费	3.8	4.3	0.7	1.3	1.4	4.0	0.7	1.5	1.5
政府消费	4.3	1.4	-0.2	1.4	1.4	1.0	-1.0	1.1	1.3
固定资本形成总额	3.5	3.7	0.3	1.4	1.8	3.1	0.7	2.2	2.8
出口	10.5	7.5	3.4	3.5	3.3	7.5	2.9	3.8	3.4
进口	8.3	8.3	3.0	3.0	3.2	7.9	3.1	3.3	3.4
就业	1.4	2.2	0.8	0.4	0.3	2.1	0.4	0.5	0.5
失业率	7.7	6.7	6.6	6.6	6.6	6.7	6.9	6.8	6.6
HICP	2.6	8.4	5.3	2.9	2.1	8.4	6.3	3.4	2.3
HICP（除能源）	1.5	5.1	5.8	2.7	2.3	5.1	5.3	2.9	2.4
HICP（除能源和食品）	1.5	3.9	4.6	2.5	2.2	3.9	4.2	2.8	2.4
HICP（除能源、食品和间接税变化）	1.3	3.9	4.6	2.5	2.2	3.9	4.2	2.8	2.4
单位劳动力成本	0.1	3.2	5.1	3.2	2.3	3.2	5.0	3.1	2.6
每名员工的薪酬	3.9	4.6	5.3	4.4	3.6	4.5	5.2	4.5	3.9
劳动生产率	3.9	1.3	0.2	1.2	1.3	1.3	0.1	1.4	1.3
一般财政收支(占GDP比例)	-5.1	-3.7	-3.4	-2.4	-2.4	-3.5	-3.7	-2.7	-2.6
结构财政收支(占GDP比例)	-3.4	-3.3	-3.3	-2.3	-2.5	-3.0	-3.3	-2.5	-2.5
政府债务杠杆率(债务/GDP)	95.3	91.0	89.4	87.7	86.8	91.5	90.6	89.2	88.0
调整后的基本财政收支	1.0	0.3	0.1	1.1	-0.1	0.5	-0.3	1.0	0.0
经常账户收支(占GDP比例)	1.8	-0.8	1.3	2.0	2.5	-1.0	-1.4	-1.0	-0.8

来源：ECB，国金证券研究所

图表30：ECB 上修 2023 年上半年经济增速预测



图表31：ECB 3 月经济增速预测区间



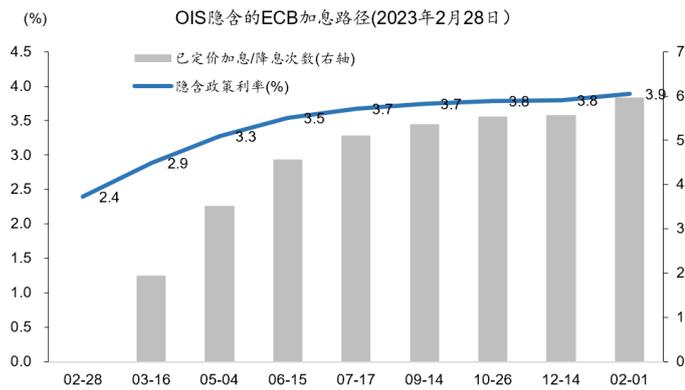
来源：ECB、国金证券研究所

（二）市场解读：欧央行紧缩，美国大行救市，长债及欧元走强，利率曲线上移

市场对欧央行例会的解读偏鹰派，决议公布后股市短线走低，但当晚美国华尔街大行集体救市，欧洲市场情绪得以提振。利率决议公布后，德国 10 年期国债收益率、欧元汇率、斯托克 50 和斯托克 600 指数短线同步下跌，恐慌情绪蔓延。但当天稍晚，美国摩根大通、花旗、高盛等 11 家大型银行宣布联合向第一共和银行注资，受此影响，美股、欧股情绪共同提振，欧元、欧股、10 年德债均上涨。

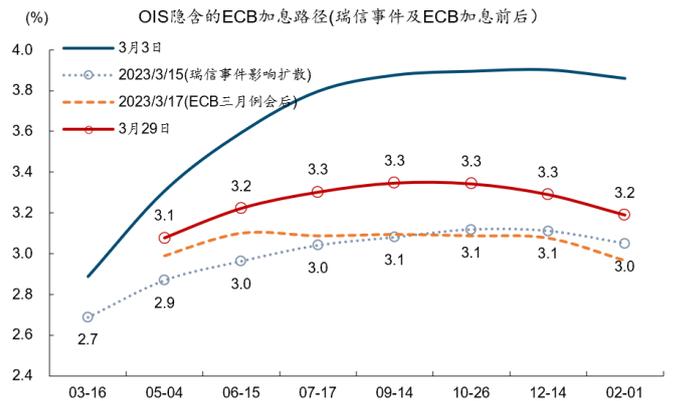
3 月，OIS 期货市场的加息预期波动较大，全月加息预期先下后上。3 月初，市场预期终点利率接近 3.9%；3 月 15 日瑞信事件影响扩大后，市场加息预期快速下修，降息预期提升；3 月 17 日 ECB 加息后，OIS 隐含的利率曲线上修，截至 3 月 29 日，市场预期终点利率在 7 月份回升至 3.3%。这一方面显示瑞信事件的冲击有所淡化，欧洲银行业紧张局势有所缓解；另一方面表明，欧洲“滞胀”的风险可能更加持久。

图表32: OIS 隐含的 ECB 加息路径 (2023 年 2 月底)



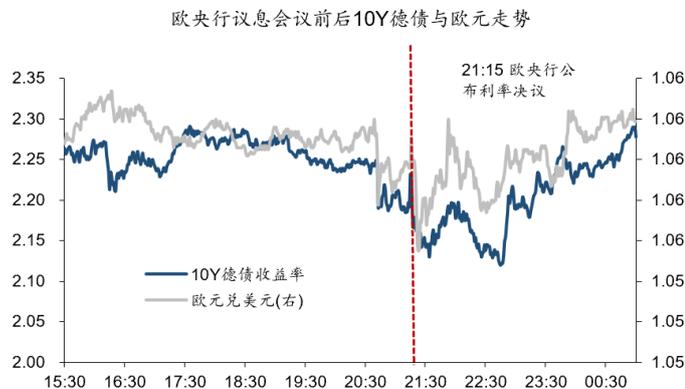
来源: Bloomberg、国金证券研究所

图表33: 3 月 OIS 隐含的 ECB 加息路径波动较大



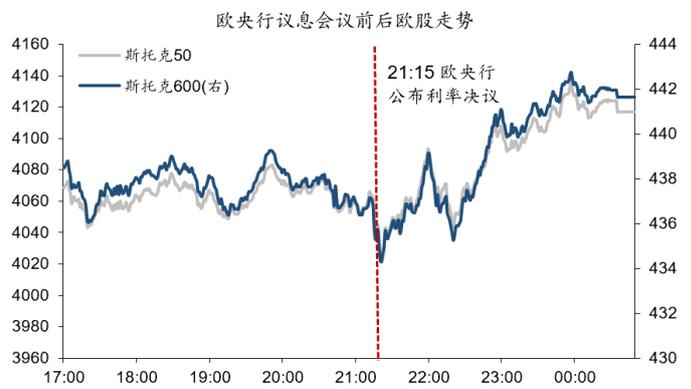
来源: Bloomberg、国金证券研究所

图表34: 欧元、10 年德债先跌后涨 (发布会当日)



来源: Bloomberg、国金证券研究所

图表35: 欧股指数上行 (发布会当日)



来源: Bloomberg、国金证券研究所

(三) 经济与金融: 欧元区经济面临粘性通胀与金融压力的双重挑战

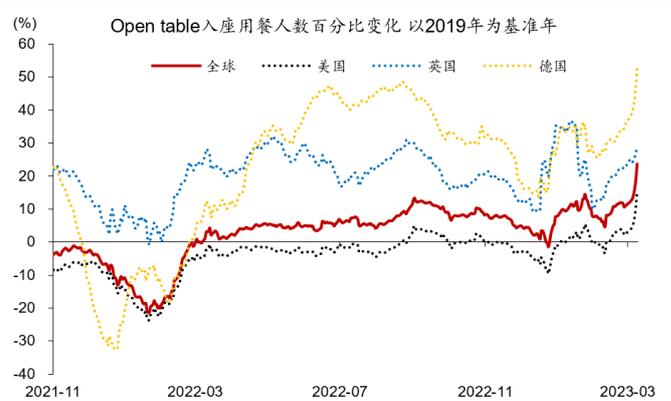
2022 年下半年至今, 在能源价格大幅下行的背景下, 欧元区经济表现持续好于预期, GDP 至今保持正增长。受暖冬、出行改善带动, 3 月欧洲服务业普遍改善, 欧元区服务业 PMI 升至 55.6, 连续四个月回升, 法国服务业 PMI 升至 55.5、德国回升至 53.9。服务业消费同样出现改善, 欧洲入座用餐人数大幅度上升。与服务消费相比, 商品消费的修复情况较缓慢, 欧元区 19 国商品消费同比增速-2.4%。

图表36: 欧洲商品消费修复情况较差



来源: WIND、国金证券研究所

图表37: 欧洲服务消费修复较明显



来源: Wind、国金证券研究所

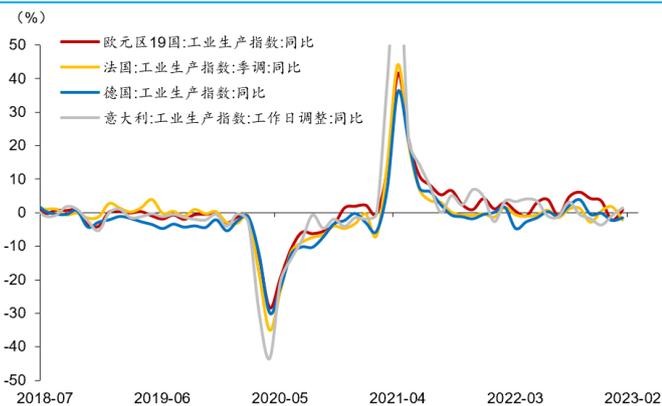
图表38: 欧洲服务业 PMI, 法国、德国回升, 英国下降

	月度变化	2023-03	2023-02	2023-01	2022-12	2022-11	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05
欧元区	↑ 2.9	55.6	52.7	50.8	49.8	48.5	48.6	48.8	49.8	51.2	53.0	56.1
德国	↑ 3.0	53.9	50.9	50.7	49.2	46.1	46.5	45.0	47.7	49.7	52.4	55.0
法国	↑ 2.4	55.5	53.1	49.4	49.5	49.3	51.7	52.9	51.2	53.2	53.9	58.3
意大利	↑ 0.4		51.6	51.2	49.9	49.5	46.4	48.8	50.5	48.4	51.6	53.7
俄罗斯	↑ 4.4		53.1	48.7	45.9	48.3	43.7	51.1	49.9	54.7	51.7	48.5
西班牙	↑ 4.0		56.7	52.7	51.6	51.2	49.7	48.5	50.6	53.8	54.0	56.5
瑞士	↓ -1.4		55.3	56.7	49.5	53.4	53.8	52.8	56.6	55.6	58.1	59.6
瑞典	↓ -5.1		45.7	50.8	52.8	54.1	56.3	54.9	58.5	58.5	61.8	66.1
爱尔兰	↑ 4.1		58.2	54.1	52.7	50.8	53.2	54.1	54.7	56.3	55.6	57.5
英国	↓ -0.7	52.8	53.5	48.7	49.9	48.8	48.8	50.0	50.9	52.6	54.3	53.4

来源: Wind、国金证券研究所

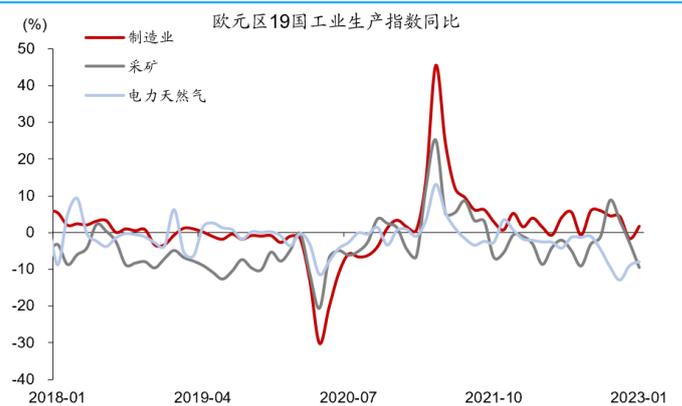
欧元区不同部门明显分化, 工业生产领域表现更差, 制造业明显弱于服务业。近3个月的欧元区、德国制造业 PMI 均回落, 欧元区3月制造业 PMI 录得47, 德国44, 均低于前值。法国略回升至48, 但已连续两个月低于50。欧元区19国的工业生产指数仍处于下滑状态, 采矿、能源生产负增长, 1月份制造业生产增速1.8%, 低于去年下半年的4%-6%增速区间。法国、德国的工业生产增速均未回正, 1月份分别为-2%和-1.5%。

图表39: 欧洲工业生产的修复情况不佳



来源: Wind、国金证券研究所

图表40: 欧洲采矿、电力天然气的工业生产修复缓慢



来源: Wind、国金证券研究所

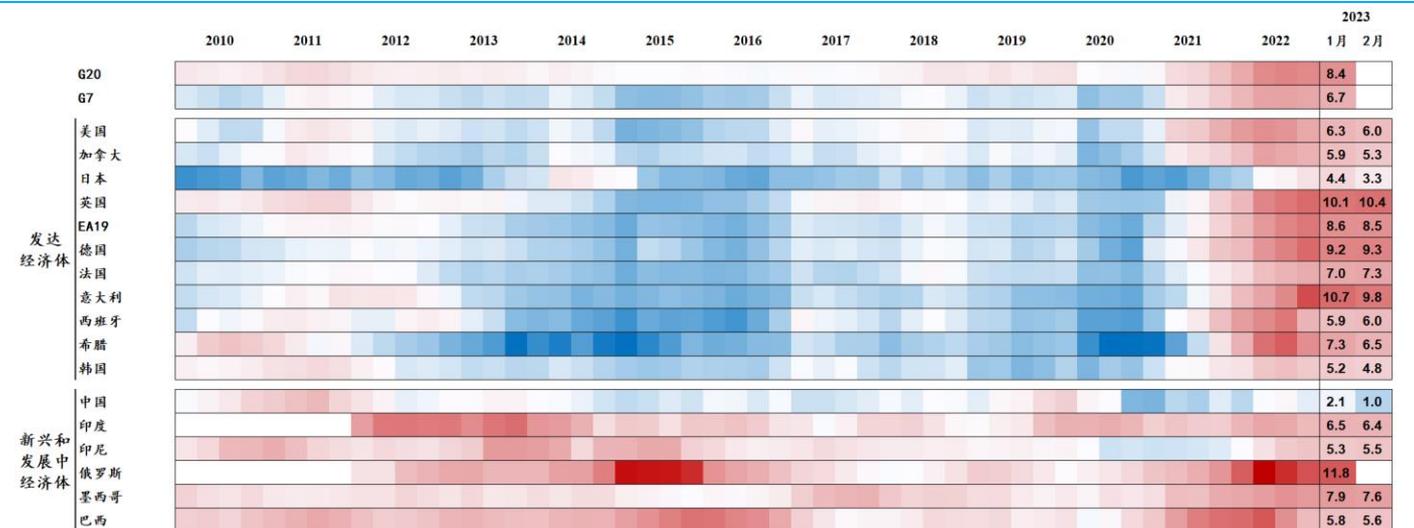
图表41: 3月欧元区、英、法、德制造业PMI均回落

	月度变化		2023-03	2023-02	2023-01	2022-12	2022-11	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05
全球	↑	0.9		50.0	49.1	48.7	48.8	49.4	49.8	50.3	51.1	52.2	52.3
发达国家													
美国	↑	0.3		47.7	47.4	48.4	49.0	50.2	50.9	52.8	52.8	53.0	56.1
欧元区	↓	-1.4	47.1	48.5	48.8	47.8	47.1	46.4	48.4	49.6	49.8	52.1	54.6
英国	↓	-1.3	48.0	49.3	47.0	45.3	46.5	46.2	48.4	47.3	52.1	52.8	54.6
日本	↓	-1.2		47.7	48.9	48.9	49.0	50.7	50.8	51.5	52.1	52.7	53.3
德国	↓	-1.9	44.4	46.3	47.3	47.1	46.2	45.1	47.8	49.1	49.3	52.0	54.8
法国	↑	0.3	47.7	47.4	50.5	49.2	48.3	47.2	47.7	50.6	49.5	51.4	54.6
意大利	↑	1.6		52.0	50.4	48.5	48.4	46.5	48.3	48.0	48.5	50.9	51.9
希腊	↑	2.5		51.7	49.2	47.2	48.4	48.1	49.7	48.8	49.1	51.1	53.8
西班牙	↑	2.3		50.7	48.4	46.4	45.7	44.7	49.0	49.9	48.7	52.6	53.8
荷兰	↓	-0.9		48.7	49.6	48.6	46.0	47.9	49.0	52.6	54.5	55.9	57.8
新兴市场													
中国	↑	2.5		52.6	50.1	47.0	48.0	49.2	50.1	49.4	49.0	50.2	49.6
印度	↓	-0.1		55.3	55.4	57.8	55.7	55.3	55.1	56.2	56.4	53.9	54.6
韩国	↓	0.0		48.5	48.5	48.2	49.0	48.2	47.3	47.6	49.8	51.3	51.8
越南	↑	3.8		51.2	47.4	46.4	47.4	50.6	52.5	52.7	51.2	54.0	54.7
巴西	↑	1.7		49.2	47.5	44.2	44.3	50.8	51.1	51.9	54.0	54.1	54.2

来源: Wind、国金证券研究所

欧元区通胀压力依然广泛,服务业的韧性和能源密集性部门价格传导的“二次效应”使欧元区核心HICP通胀的粘性较高。2月欧洲主要经济体CPI上涨,英国升至10.4%,德国升至9.3%,法国升至7.3%。2月欧元区核心HICP同比升至5.6%,仍在创新高,已经连续3个月位于5%以上。

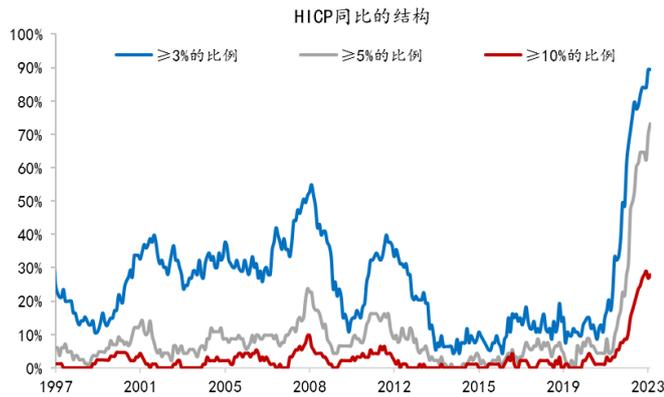
图表42: 全球主要国家CPI热力图,英国2月升至10.4%、德国升至9.3%、法国升至7.3%



来源: Wind、国金证券研究所

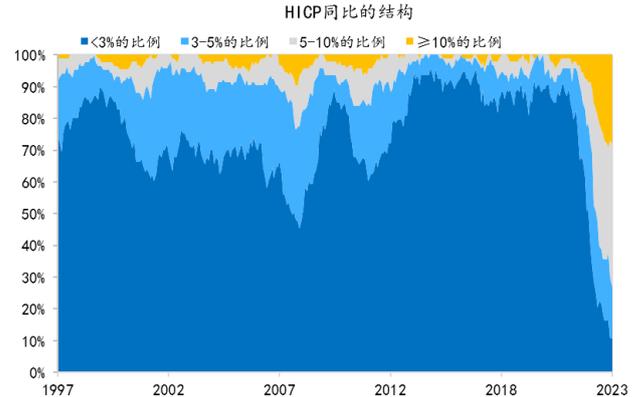
在欧盟HICP的93个细分科目中,2月同比增速大于3%、大于5%和大于10%的科目占比分别为:89%、73%、28%,相比去年12月,涨幅大于10%的科目减少,但前两者均上涨。环比而言,3个月环比和6个月环比表现出相似的特征:环比为正的科目占比仍处于高位,占比在80%附近,但涨幅大于0%、2%和5%的科目数占有所在下降,说明通胀的分布“肥尾特征”在减弱。涨幅较高的项目包括食品、燃料以及餐厅、交通等服务项,显示当前服务业的较高韧性可能进一步提高欧洲通胀的粘性。

图表43: 欧元区 HICP 通胀的结构: 扩散指数



来源: Wind、国金证券研究所

图表44: 欧元区 HICP 通胀的结构: 占比



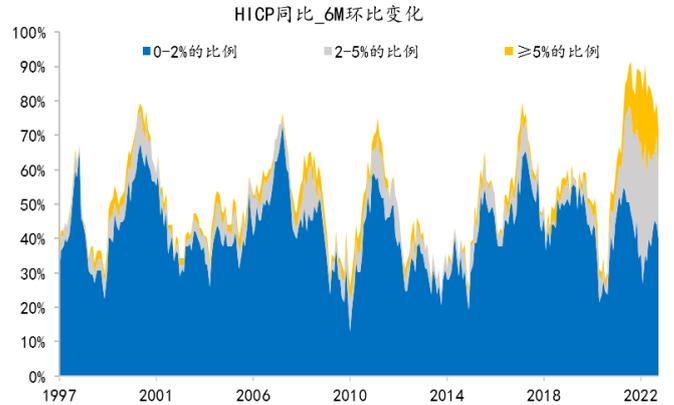
来源: Wind、国金证券研究所

图表45: 2023年2月欧元区 HICP 通胀结构



来源: Wind、国金证券研究所

图表46: 欧元区 HICP 通胀的结构: 占比



来源: Wind、国金证券研究所

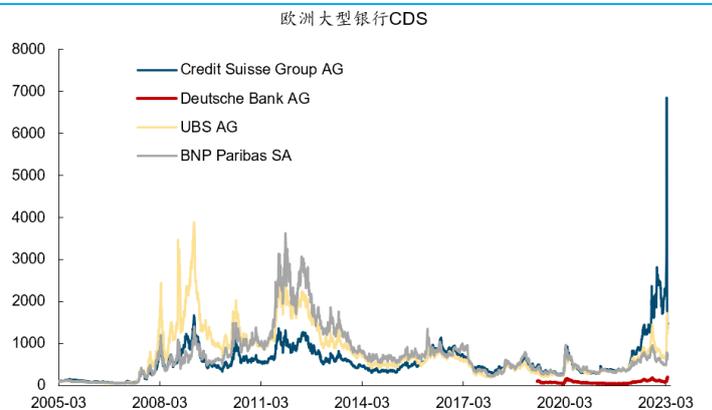
瑞信事件发生后, 欧洲市场恐慌情绪蔓延, 金融压力明显上行, 信心指数回落。3月瑞信事件引发欧洲银行股普遍下跌, 欧元区系统性压力指标(CISS)快速上升, 但与欧债危机与金融危机时期相比仍有距离。德国银行、巴黎银行等欧洲大型银行的CDS上升, 瑞信银行CDS急涨急落。受到瑞信事件的波及, 3月欧洲地区的景气与领先指标不同程度回落, 3月欧洲ZEW经济景气指数回落, Sentix投资者信心指数回落。

图表47: 欧元区金融系统性压力上涨



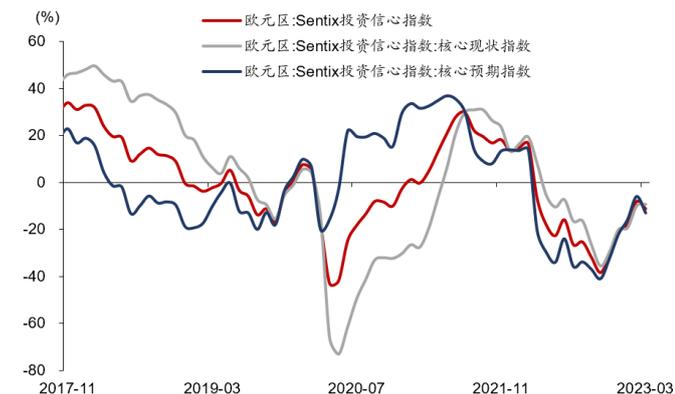
来源: Wind、国金证券研究所

图表48: 欧洲大型银行CDS上涨, 瑞信急涨急跌



来源: Wind、国金证券研究所

图表49: 欧元区 Sentix 投资信心指数 3月回落



来源: Wind、国金证券研究所

图表50: 欧元区 ZEW 经济景气指数 3月回落



来源: Wind、国金证券研究所

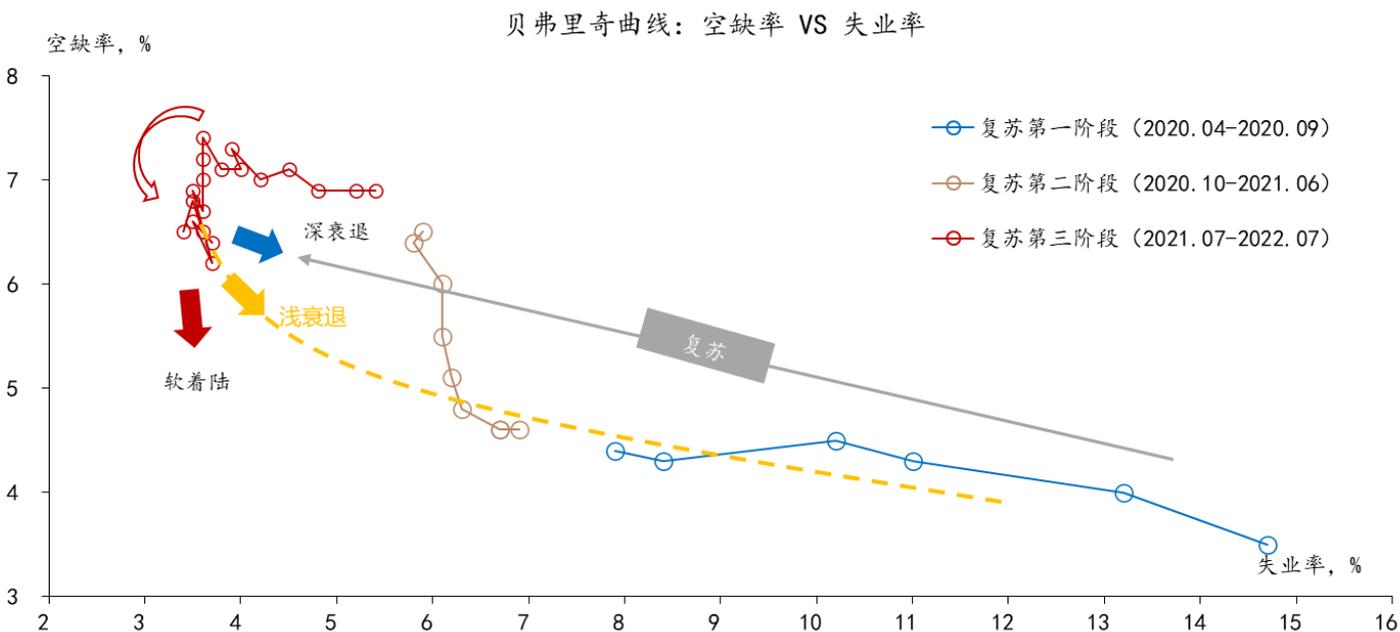
三、文献专栏：美联储能否兼顾“去通胀”和经济“软着陆”？

(一) 美联储是否兼顾去通胀和软着陆，取决于贝弗里奇曲线的位置和路径

对软着陆的可能性和特征的任何评估，都应该考虑到当前劳动力市场的情况和未来劳动力市场的可能动态。以贝弗里奇曲线（职位空缺率和失业率之间的关系）为中心的现代劳动力市场模型是这种评估的一个有用工具。如果空缺率从当前水平大幅下降，经济是否可以实现软着陆取决于两个重要因素：一是贝弗里奇曲线的斜率，这在很大程度上取决于劳动力市场目前沿贝弗里奇曲线的位置；二是裁员/离职率是否大幅增加，离职率的增加会使贝弗里奇曲线外移，导致失业率大幅上升。

Blanchard, Domash & Summers (2022) 在贝弗里奇曲线框架下，对美国历史上出现的空缺率大幅下降的阶段进行实证分析，认为这次没什么不一样，去通胀需以失业率的上升为前提，软着陆的可能性基本上为零。BDS 发现：在 COVID-19 期间，匹配效率有所下降。匹配效率的下降会使贝弗里奇曲线外移，但也会改变其斜率。

图表51: 空缺率从 7%下降至 4.6%时，失业率的变化



来源: Figura & Waller(2022)、国金证券研究所，注：假定离职率 $s=1.1$

本次推荐美联储的一项新研究。与 BDS 不同，Figura & Waller (2022) 探讨了贝弗里奇曲线对经济软着陆的启示。作者计算了空缺率从 7%下降至 4.6%时的失业率的变化，结果显示，失业率上升约 1%或更少。从历史角度看，这是相当低的水平，在作者看来，这与软着

陆一致。

参考文献: Figura A, Waller C, 2022. What does the Beveridge curve tell us about the likelihood of a soft landing? FEDS Notes. July 29

图表52: 空缺率从7%下降至4.6%时, 失业率的变化

μ	σ		
	0.3	0.4	0.45
COVID-19 疫情前	0.58	0.83	0.96
相比疫情前, 匹配效率下降 10%	0.66	0.97	1.14
相比疫情前, 匹配效率下降 20%	0.77	1.15	1.37

来源: Figura & Waller(2022)、国金证券研究所, 注: 假定离职率 $s=1.1$

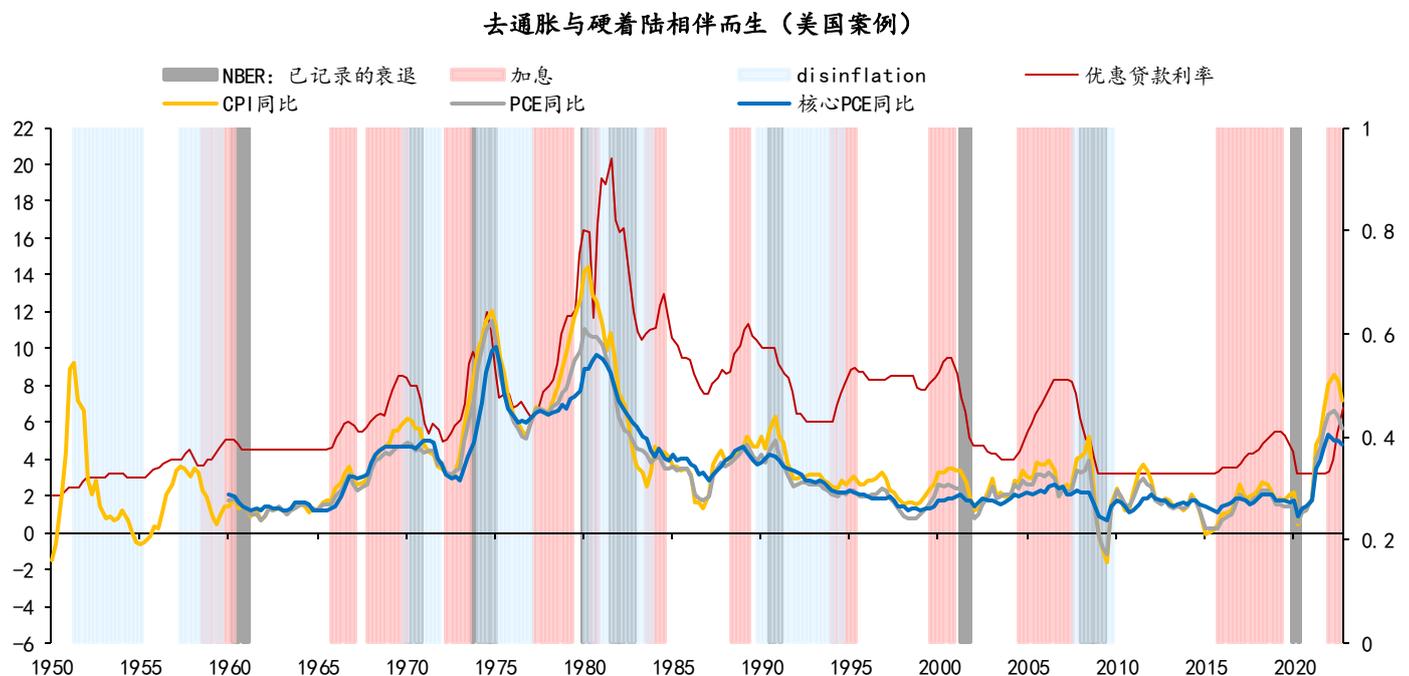
(二) 中央银行较难兼顾去通胀和软着陆目标, 尤其是大幅地去通胀

历史经验反复证明, 大幅度地去通胀往往需要付出巨大的经济代价。为了控制通胀, 政府和央行通常会采取一系列措施, 如加息、紧缩货币供应等, 这些措施可能会导致经济增长放缓、就业率下降、消费者信心降低、企业利润减少等不利影响。因此, 政府和央行通常会采取渐进式的措施, 以避免过于激进的影响, 同时保持经济的稳定和增长。

本次推荐 2023 年美国货币政策论坛上发表的一篇工作论文。作者分析了自 1950 年以来美国和其他几个主要经济体发生的大规模去通胀情况。然后, 作者使用了各种线性和非线性劳动力市场松弛度的测量, 对几个时期的标准模型进行估计和模拟, 结论认为:

第一, 1950 年来的经验显示, 没有任何一个央行可以在不付出巨大经济代价的前提下大幅度地实现去通胀; 第二, 基准模型的模拟表明, 美联储需要进一步大幅收紧政策才能在 2025 年底之前实现其通货膨胀目标。作者认为, 提高美联储的通胀目标是一个误导性的替代方案, 而不是为实现 2% 的目标而做出必要的牺牲 (成本大于收益)。

图表53: 美联储加息与去通胀和经济衰退的关系 (1950-2022)



来源: Barnichon, BLS, BEA, CBO, OECD, and authors' calculations. 国金证券研究所, Notes: Headline is CPI for all countries. Core is PCE for the United States and CPI for other countries. The sacrifice ratio is computed as the change in the trend slack per percentage point change in trend inflation over each episode.

文章强调, 政策制定者需要积极主动地管理通胀预期, 并使用各种工具, 包括前瞻性指引和资产负债表政策, 以实现其通胀目标。此外, 文章还强调了沟通和透明度在引导市场预期

期和确保货币政策保持有效性方面的重要性。文章对美联储同时实现去通胀和软着陆的目标提出了商榷——即很难在失业率等于 4.6%的前提下，在 2025 年底之前实现 2% 的目标。

图表54：美国历次去通胀阶段的“牺牲率”

整体CPI			核心CPI		失业率	
起始年	持续时间(季)	降幅(%)	持续时间(季)	降幅(%)	持续时间(季)	升幅(%)
美国						
1951	11.0	5.2	15.0	4.1	11.0	1.8
1957	10.0	2.3	20.0	1.2	11.0	1.9
1969	9.0	1.9	8.0	1.4	13.0	2.2
1974	13.0	4.1	6.0	1.8	11.0	2.9
1980	16.0	9.1	17.0	4.9	16.0	3.5
1989	15.0	2.6	24.0	2.2	13.0	1.9
2007	10.0	3.6	13.0	1.3	15.0	4.8

来源：Wind、国金证券研究所

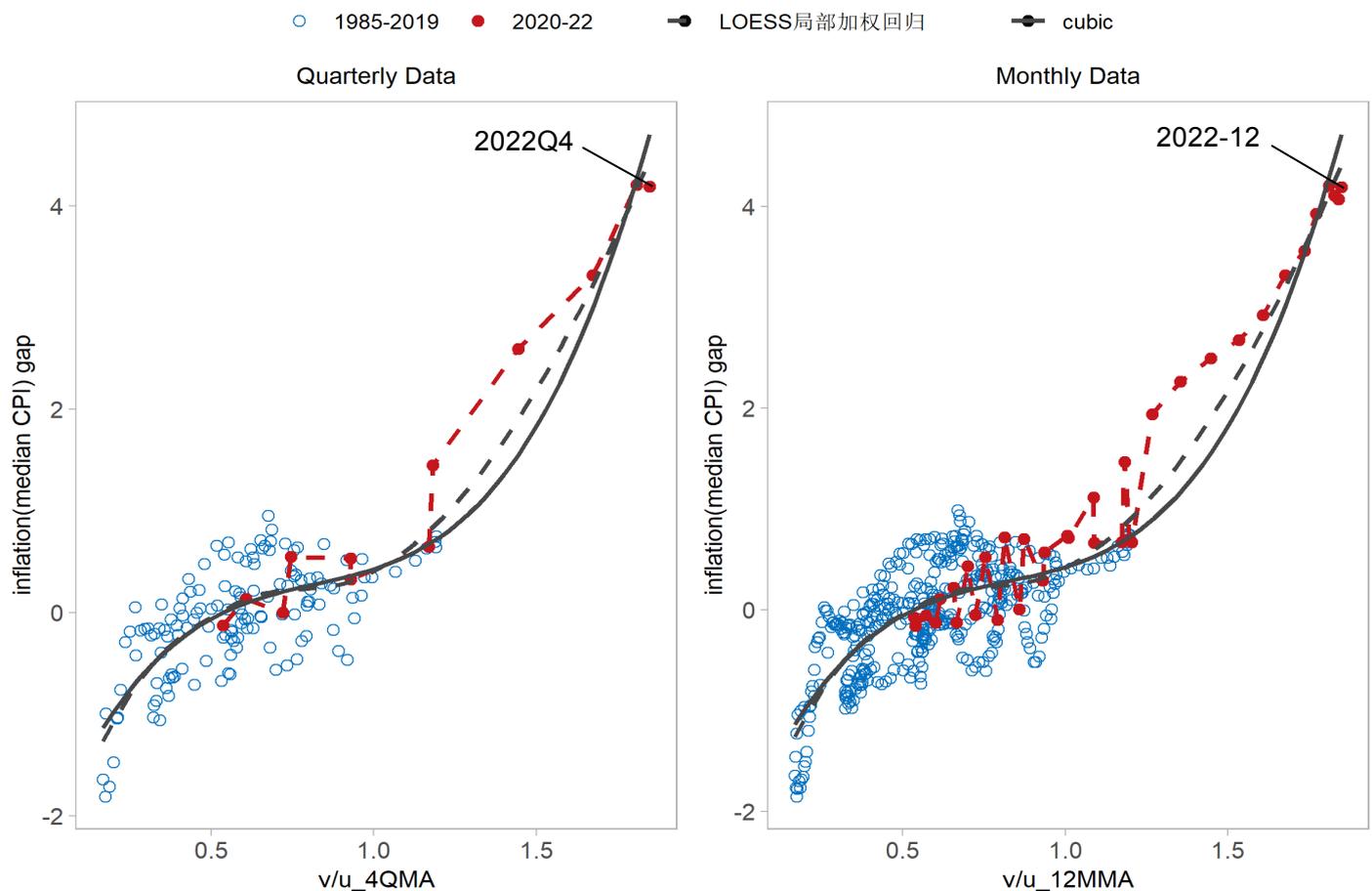
参考文献：Cecchetti S G, Feroli M E, Hooper P, Mishkin F S, Schoenholtz K L, 2023. Managing Disinflations. U.S. Monetary Policy Forum, February 24.

（三）除非失业率上升至 4.6% 以上，否则美国通胀率较难在 2025 年底之前收敛至 2%

传统的劳动力市场紧缩措施（如失业率）可能并不能完全反映劳动力市场的紧缩程度。衡量劳动力市场紧张程度的更好方法是职位空缺率 v 与失业率 u 的比率，这有助于我们更好地理解通胀和劳动力市场之间的关系。

推荐 Ball 等（2022）的一篇工作论文。文章认为，美国后疫情时代通胀率的急剧上升可用两个因素进行解释：即由职位空缺率与失业率之比所反映的劳动力市场的紧张程度，以及过去对整体通胀的冲击向核心通胀的传导。作者模拟了不同失业率对应的通胀路径。结果表明，只有在通胀预期和贝弗里奇曲线相关参数的最乐观的假设下，4.6% 的失业率才使通胀在 2025 年底接近 2%（约 2.75%）。反之，除非失业率上升的幅度超过 4.6%，否则通胀率仍然远远高于目标。

图表55: 通胀缺口与 v/u 的拟合



来源: Ball L M, Leigh D, Mishra P(2022)、国金证券研究所

作者认为,政策制定者应该密切关注职位空缺率与失业率的比率,将其作为衡量劳动力市场紧张程度的指标,并将这一指标纳入通胀预测模型。作者还建议,政策制定者在使用货币政策应对供给侧冲击(例如全球供应链中断造成的冲击)时应保持谨慎,因为这些冲击可能是暂时的,对传统货币政策工具可能没有很好的反应。最后,作者认为,政策制定者应考虑旨在增加商品和服务供应的政策,以解决 COVID-19 期间通胀的一些根本原因。

参考文献: Ball L M, Leigh D, Mishra P, 2022. Understanding US Inflation During the COVID Era. NBER working paper, October.

风险提示

1. 俄乌冲突再起波澜: 2023 年 1 月,美德继续向乌克兰提供军事装备,俄罗斯称,视此举为直接卷入战争。
2. 大宗商品价格反弹: 近半年来,海外总需求的韧性持续超市场预期。中国重启或继续推升全球大宗商品总需求。
3. 工资增速放缓不达预期: 与 2%通胀目标相适应的工资增速为劳动生产率增速+2%,在全球性劳动短缺的情况下,美欧 2023 年仍面临超额工资通胀压力。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整,亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用,在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险,可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密,只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要,不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具,本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告,则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议,国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有,保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话: 021-60753903	电话: 010-85950438	电话: 0755-83831378
传真: 021-61038200	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	传真: 0755-83830558
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮编: 100005	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	地址: 北京市东城区建内大街 26 号	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402