

最后的加息？

——2023 年 3 月美联储议息会议点评

美东时间 3 月 23 日，美联储在 3 月议息会议后宣布加息 25bp，将联邦基金利率区间提升至 4.75-5.0%，缩表上限按计划维持每月 950 亿美元。美联储对加息的态度明显软化，对近期银行业风险表示高度关注，市场对本次议息会议的解读偏鸽。但受美国财长耶伦表示不打算提供“一揽子”存款保险来稳定美国银行体系影响，当日美股全线收跌，标普 500 指数下跌 1.65%，道琼斯指数下跌 1.63%，纳斯达克指数下跌 1.60%。

一、经济：无关痛痒的“鹰派”表述

3 月经济预测概要 (SEP) 小幅下调了对美国 2023 年实际 GDP 增速的预期和失业率预期，但上调了对 PCE 通胀的预期。其中 2023 年全年实际 GDP 增速预测由去年 12 月的 0.5% 下调至今年 3 月的 0.4%，失业率预测由 4.6% 下调至 4.5%，PCE 通胀由 3.1% 上调至 3.3%，核心 PCE 通胀由 3.5% 上调至 3.6%。美联储仍坚持认为经济衰退的风险正在上升，但软着陆仍然是可能的。

美联储对“双目标”的表述较 2 月议息会议更为“鹰派”，通胀方面去除了“有所软化” (has eased somewhat) 的表述，就业方面则增加了“稳健上行” (running at a robust pace) 的表述。鲍威尔在发布会上表示，商品通胀已经连续下行了 6 个月，住房通胀的压力也会减小，核心 PCE 指数的 44% 都在软化，但新签租约价格下跌放缓，非住房服务通胀也还未见软化迹象。就业方面，失业率维持低位 (3.6%)，新增非农就业人数仍在超出市场预期，1 个求职者仍对应着 1.9 个就业岗位，劳动力市场仍未见软化迹象。

二、政策：加息立场实质性软化

美联储继续强调货币政策的目标是让通胀回落至 2% 的水平，加息

25bp 符合市场预期。本次议息会议的主题从加息路径的速度 (**how fast**)、高度 (**how high**) 和时长 (**how long**) 三要素转向了通货膨胀和金融风险的平衡问题。议息会议声明中的表述由“持续提高目标区间” (**ongoing increases**) 转变为了“一些增量巩固性政策” (**some additional policy firming**)，美联储在加息问题上的立场开始实质性软化。鲍威尔在发布会上表示，这一措辞调整意在传达对未来的不确定性，银行业危机带来的信贷收紧对通胀和经济的影响是不确定的，言下之意未来的政策也是不确定的。值得注意的是，尽管市场认为美联储将在年内降息，但点阵图仍然显示年内大概率不会降息，政策利率下限终点为 **5.0%**，即未来再加息 **25bp**，并保持至年底。

俄乌冲突相关表述在本次议息会议文本中已被删除，取而代之的是近期金融风险问题的相关表述。会议声明中称美国银行系统仍然稳健且有韧性 (**sound and resilient**)，近期银行业相关问题造成了信贷条件收紧，但程度仍不确定。鲍威尔在发布会上表示会持续使用 **BTFP**、贴现窗口等工具稳定局面，风险不会失控、银行系统仍然安全，这些问题根源在管理（而非高利率），美联储会进行追查。

缩表方面，方案并无变动，每缩表上限仍为 **\$600 亿** 国债和 **\$350 亿 MBS**，但实际上美联储资产规模已由收缩逆转为扩张。3 月 8 日硅谷银行问题爆发以来，美联储累计扩表 **3,915 亿美元**，相当于去年 6 月后缩表规模的 **2/3**。鲍威尔表示，近期的扩表行为是对问题银行提供中短期流动性支持，而传统的扩表行为是买入长期资产降低长端利率水平刺激经济需求，二者存在本质区别。但前瞻地看，美联储资产规模或难以重回收缩。

三、市场：美债收益率下行，美元流动性宽松

美国国债收益率整体大幅下降，2 年期下降 **23bp**，5 年期下降 **24bp**，10 年期下降 **17bp**，30 年期下降 **8bp**。国债利率曲线小幅陡化，**2s10s** 曲线变陡 **6bp**，**5s30s** 曲线变陡 **16bp**。美元下跌。美元指数从前一天的 **103.26** 下跌至 **102.53**，美元兑换离岸人民币汇率从前一天的 **6.8757**

跌至 6.8560。

美元流动性宽松，中长端价格下跌。境内美元自上周后半周增加资金供给后，本周处于相对宽松状态。价格方面，市场调整联储加息预期，中长端价格下跌。据 3 月 23 日银行间美元拆借加权成交利率，隔夜 4.88%，1W 4.97%，2W 5.14%，1M 5.21%，3M 5.35%，6M 5.2%。

四、前瞻：金融脆弱性或终结加息周期

总体上看，我们认为近期美国银行业风波反映出高利率叠加收益率曲线倒挂，已令其金融体系不堪重负，系统性风险显著上升。未来美联储“稳金融”考量或压倒“控通胀”目标，导致加息进程提前终止乃至反转。美元隔夜利率曲线 (OIS) 显示美联储在 5 月份继续加息 25bp 的概率约为 50%，下半年降息幅度约为 60bp。二季度美国实际利率或由负转正，叠加银行业风波所造成的信贷紧缩，对需求的抑制将进一步增强，美国经济或在下半年陷入衰退，美联储或相应于下半年开启降息。

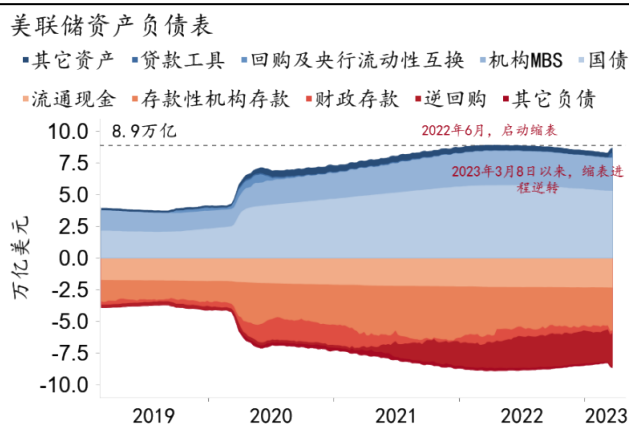
(评论员：谭卓 张巧栩 王天程 李芸 陈诚)

表 1: 美联储议息会议声明文本对比

类型	2023 年 3 月 23 日	2023 年 2 月 1 日
经济表现	支出和生产温和增长。	支出和生产温和增长。
	就业 持续多月 增长强劲, 失业率维持低位。	就业增长强劲, 失业率维持低位。
	近期的金融风险问题造成了信用条件收紧, 幅度上不确定, 银行系统仍然安全有韧性。 通胀仍处高位。	俄乌战争正带来经济困境, 提升全球范围内的不确定性, 通胀有所缓解但仍处高位。
货币政策	委员会坚定致力于将通胀率恢复到 2% 的目标。	委员会坚定致力于将通胀率恢复到 2% 的目标。
	委员会决定将联邦基金利率的目标范围提高到 4.75 至 5.0% 。	委员会决定将联邦基金利率的目标范围提高到 4.5 至 4.75%。
	委员会预计, “一些增量巩固性政策”将是适当的。在确定未来加息速度时, 委员会将考虑货币政策的累计紧缩效果、货币政策的滞后性以及经济和金融发展。	委员会预计, 持续提高目标区间将是适当的。在确定未来加息速度时, 委员会将考虑货币政策的累计紧缩效果、货币政策的滞后性以及经济和金融发展。
	委员会将继续减少其持有的国债、机构债务和 MBS。	委员会将继续减少其持有的国债、机构债务和 MBS。
投票情况	全票通过。	全票通过。

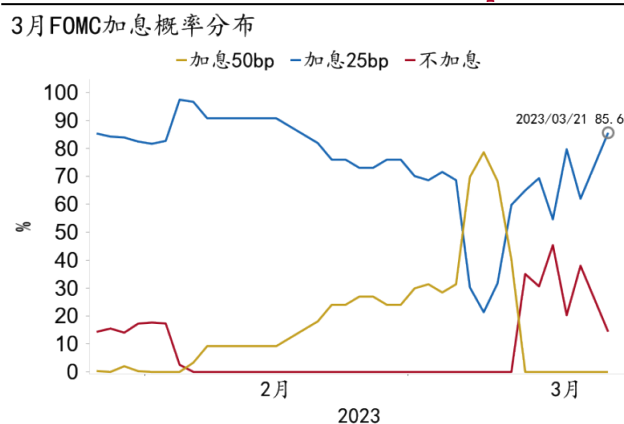
资料来源: 美联储、招商银行研究院

图 1: 美联储资产负债表规模反弹



资料来源: Macrobond、招商银行研究院

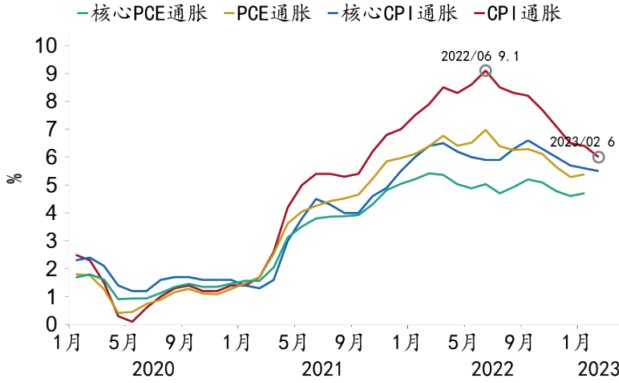
图 2: 议息会议前, 市场预期加息 25bp



资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图 3: 2022 年 7 月以来美国通胀快速回落

美国CPI通胀与PCE通胀



资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图 4: 失业率仍处历史低位

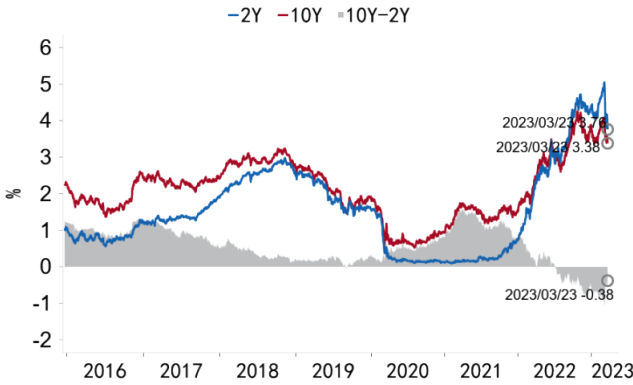
失业率和职位空缺



资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图 5: 国债收益率倒挂幅度显著收敛

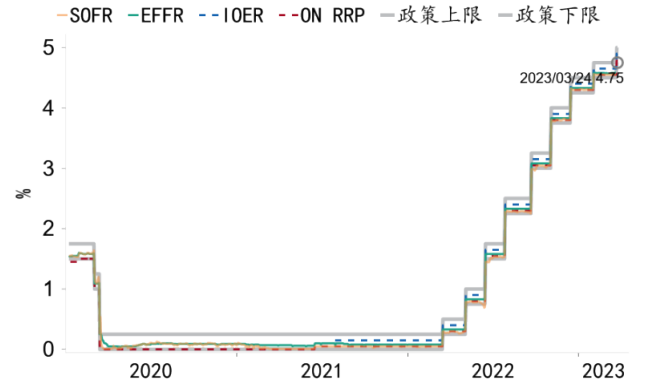
美债关键期限收益率



资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图 6: 美联储政策利率区间达到 4.75-5.0%

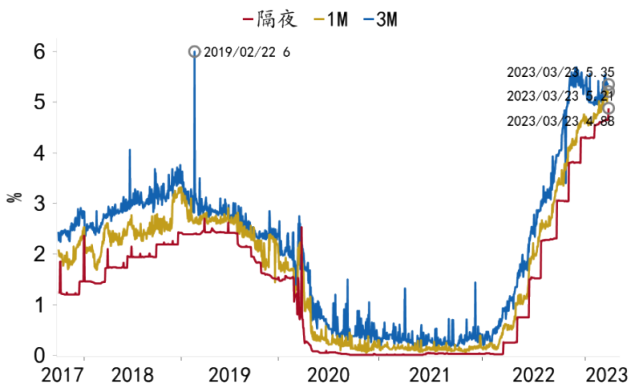
美联储利率操作框架



资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图 7: 境内美元市场期限利率顶部震荡

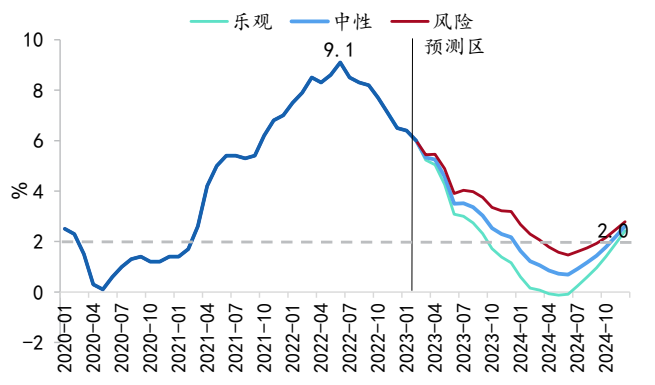
境内银行间美元市场利率



资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图 8: 美国通胀仍将陡峭回落

美国CPI通胀预测 (分情形)



资料来源: Macrobond、招商银行研究院