

美国 3 月 FOMC 会议点评

美联储“保持定力”，加息临近尾声

◆ 经济研究 · 宏观快评

证券分析师：董德志 021-60933158 dongdz@guosen.com.cn 执证编码：S0980513100001
 证券分析师：季家辉 021-61761056 jijiahui@guosen.com.cn 执证编码：S0980522010002

事项：

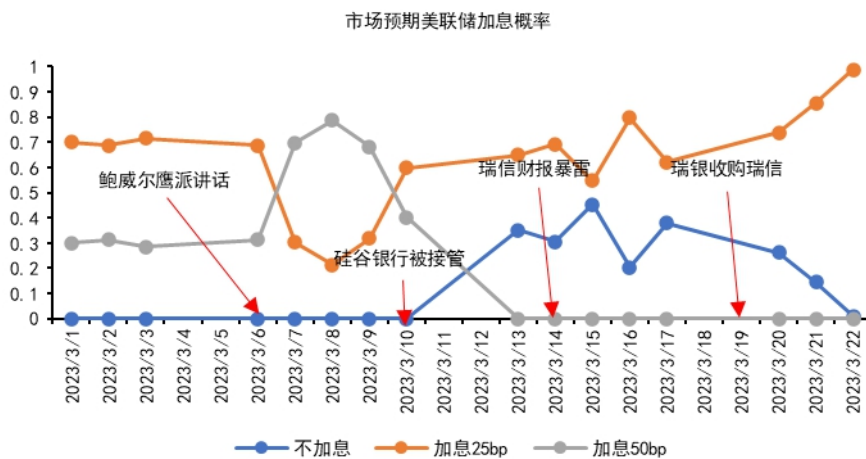
美东时间 3 月 22 日，美联储在 FOMC 会议后宣布继续加息 25bp，将联邦基金利率目标区间上调至 4.75-5%，缩表节奏保持不变。

评论：

背景：会前市场分歧较大

会议前几周，美联储 3 月加息预期几经波折：3 月初，因 1 月 CPI 通胀降幅明显放缓，鲍威尔在国会发言中向市场传递了加息提速的信号。随后，市场将 3 月加息预期上调至 50bp。3 月中旬，美国银行业风险事件爆发，硅谷银行、签字银行先后暴雷并被 FDIC 接管。危机出现进一步蔓延的迹象，瑞士第二大银行瑞士信贷因财报暴雷及大股东拒绝援助股价暴跌，最终在瑞士政府撮合下被瑞士银行收购。此后，加息预期大幅回落，市场的博弈点主要在不加息和加息 25bp 之间。

图1：美联储加息前市场加息预期波动剧烈



资料来源：芝商所，国信证券经济研究所整理

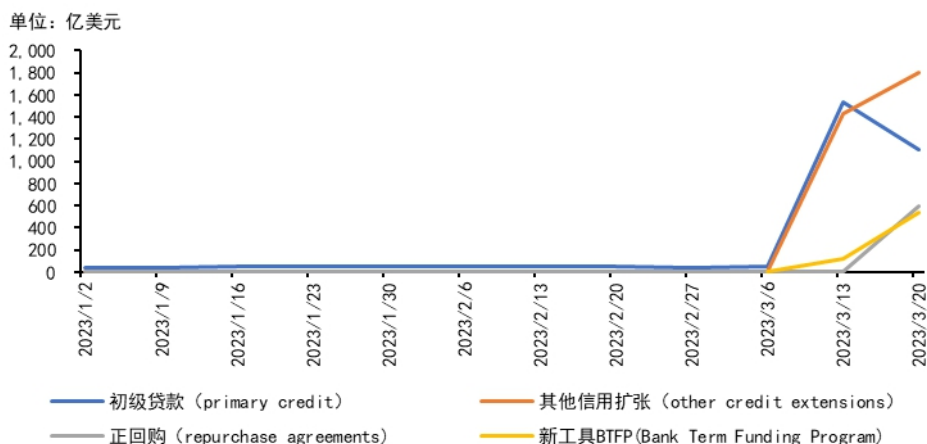
货币政策：保持定力

为何仍要加息？

首先，美联储认为美国银行业风险整体可控。美联储表示美国银行系统是健全而有弹性的（sound and resilient），并将通过新工具（BTFP）和贴现窗口有效满足部分银行的紧急流动性需求。

银行业危机爆发以来，美联储流动性工具使用规模出现大幅上升（上一轮银行大规模使用流动性工具为新冠疫情爆发初期）：一方面，新工具 BTFP 允许银行以高流动性安全资产为抵押物，按 100%比例向美联储置换准备金；另一方面，美联储有意弱化贴现窗口的“污点效应”，于 2020 年将初级信贷利率与联邦基金目标利率的利差从 50bp 调整至零，鼓励存款机构更积极地利用贴现窗口来缓解短期流动性缺口。

图2: 银行业危机爆发后，美联储流动性工具使用规模大幅上升



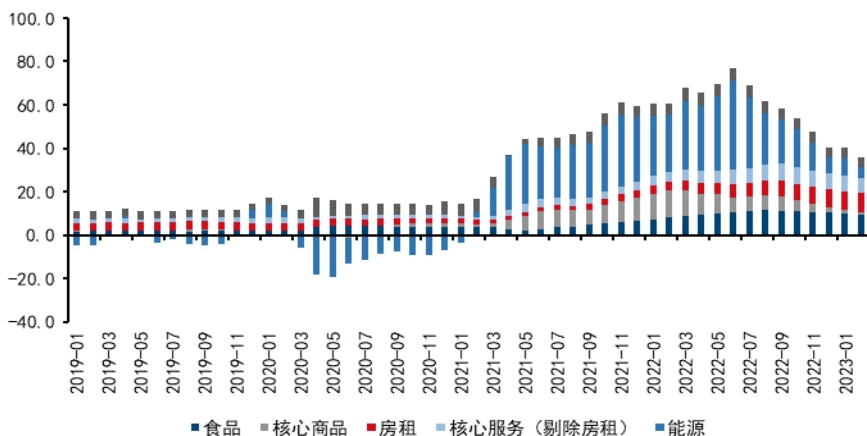
资料来源: 美联储官网, 国信证券经济研究所整理

其次，危机出现后美联储等机构果断行动，较好的阻断了危机进一步蔓延，为加息创造了基础。鲍威尔表示对个别问题银行的救助是相当重要的，如果处理不好可能会引起公众对健康银行信心的下降，并影响银行在支持企业和家庭部门储蓄和信贷的能力。对此，我们认为美联储在尝试将“控通胀”和“防风险”两个目标区分对待，有效性仍待进一步观察。

为何美联储仅加息 25bp?

一方面，就“双重目标”来看，美联储认为通胀不改降温趋势，就业市场即将“再平衡”。

图3: 美国 CPI 各分项同比走势



资料来源: 美国劳工统计局, 国信证券经济研究所整理

当前美国通胀水平依旧较高，尤其是核心服务通胀粘性非常强，但美联储认为通胀放缓较为确定。1 月 PCE 和核心 PCE 通胀同比分别录得 5.38%和 4.71%，PCE 通胀自 2022 年 9 月持续下降后，近期有所反弹。但鲍

威尔在发布会上再次强调“disflation”（通胀放缓）仍在持续（certain proceeding）。他认为商品通胀的下行趋势较为明确，住房服务通胀下降只是时间问题，未明显降温的主要是扣除住房的核心服务部分。**我们认为扣除住房的核心服务通胀会随着工资增速的下滑逐渐缓解。**美国2月服务业时薪同比录得4.7%，较2022年3月6.1%的高点明显下降。劳动力是服务业的主要成本，其改善有助于核心服务通胀降温。

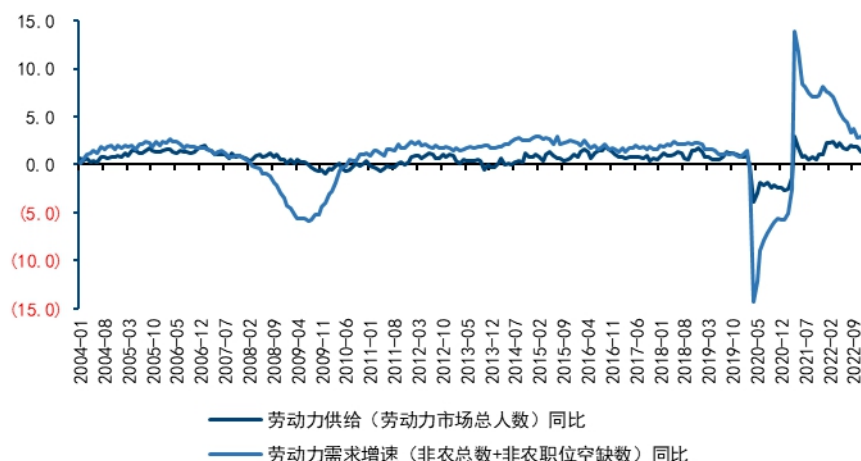
图4: 美国时薪增速拐点领先扣除房租的核心服务通胀



资料来源：美国劳工统计局，国信证券经济研究所整理

就业市场供需失衡格局也在持续改善。鲍威尔表示随着时间的推移，劳动力市场的供需状况将更加平衡（come into better balance），从而缓解工资和物价上涨的压力。我们认为，自2022年1月以来，美国劳动力市场供需失衡的格局持续缓解。在劳动力供给增速保持稳定的情况下，劳动力需求增速显著下降，目前劳动力需求与供给的增速差已接近疫情前的水平（2023年1月为1.3%，2019年5月为0.83%）。

图5: 美国劳动力市场供需逐渐趋于平衡



资料来源：美国劳工统计局，国信证券经济研究所整理

另一方面，美联储认为信贷紧缩（credit tightening）的效应等同加息。鲍威尔表示，过去两周发生的银行业风险事件可能会导致家庭和企业的信贷条件收紧，从而对经济增长、就业、通胀都会产生影响，信贷环境收紧对经济的抑制效用与加息方向相同。

前瞻：美国滞涨风险上升，美联储加息或接近尾声

美联储下调了 2023 和 2024 年的经济增速预测，较去年 12 月会议分别下调 0.1pct 和 0.4pct。同时美联储上调了 2023 年 PCE 增速 0.2pct 至 3.3%。我们认为信贷环境收紧将增加经济增长和通胀走势的不确定性，进而增加了美联储政策变化不确定性，未来美国滞涨风险可能边际上升。

图6：美联储 3 月会议经济预测一览

经济指标	发布时间	2023	2024	2025	长期	
实际 GDP 增速	2023 年 3 月		0.4	1.2	1.9	1.8
	2022 年 12 月		0.5	1.6	1.8	1.8
	2022 年 9 月		1.2	1.7	1.8	1.8
失业率	2023 年 3 月		4.5	4.6	4.6	4
	2022 年 12 月		4.6	4.6	4.5	4
	2022 年 9 月		4.4	4.4	4.3	4
PCE 通胀	2023 年 3 月		3.3	2.5	2.1	2
	2022 年 12 月		3.1	2.5	2.1	2
	2022 年 9 月		2.8	2.3	2	2
核心 PCE 通胀	2023 年 3 月		3.6	2.6	2.1	-
	2022 年 12 月		3.5	2.5	2.1	-
	2022 年 9 月		3.1	2.3	2.1	-
联邦基金利率	2023 年 3 月		5.1	4.3	3.1	2.5
	2022 年 12 月		5.1	4.1	3.1	2.5
	2022 年 9 月		4.6	3.9	2.9	2.5

资料来源：美联储官网，国信证券经济研究所整理

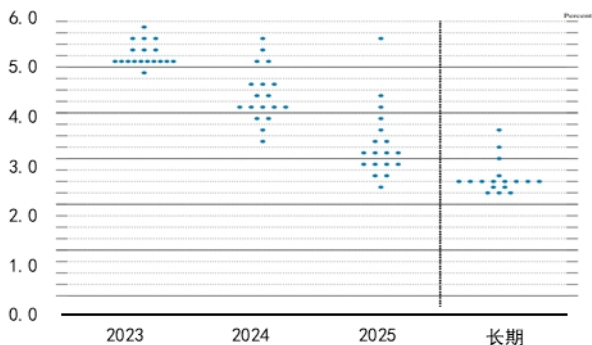
同时，本次会议还向市场传递了美联储加息接近尾声的信号：一是会议声明中对“货币紧缩”的措辞有所弱化，将“持续上调”（ongoing increases）改为“额外的紧缩”（additional policy firming）。二是银行业危机带来的影响持续发酵。一方面，信用收缩会抑制需求，对通胀有一定程度的抑制效用。另一方面，信用收缩的影响未知，增加了“加息过度”（tightening too much）的风险。我们预计美联储将会继续相机抉择来调整货币政策，政策操作或趋于保守。三是美联储加息对需求的抑制作用已开始显现。通胀和就业整体开始放缓，工资增速维持下行趋势。四是美联储点阵图显示 2023 年终点利率最有可能在 5.1%，与去年 12 月预测持平，这是美联储转向以来第一次未提升加息终点预期。据此推算，我们认为美联储本轮加息空间可能仅剩 25bp。

表1：美联储会议声明变化内容一览

类型	3 月 22 日会议	2 月 1 日会议
经济表现	通货膨胀仍然很高 (remains elevated)	通货膨胀有所缓和 (eased)，但仍处高位
	就业增长有所回升，并以强劲的速度运行 (Job gains have picked up)	就业增长强劲 (Job gains have been robust)
货币政策	美国银行体系健全且富有弹性，近期事态发展会导致信贷收紧，对经济活动、就业和通胀造成压力，这些影响的程度是不确定的	俄罗斯对乌克兰的战争正在造成巨大的人员和经济困难，并加剧了全球不确定性
	委员会决定将联邦基金利率的目标范围提高到 4-3/4 至 5%	委员会决定将联邦基金利率的目标范围提高到 4-1/2 至 4-3/4%
表决	委员会将密切关注即将到来的信息并评估其对货币政策的影响；一些额外的政策紧缩 (additional policy firming) 可能是适当的	目标范围的持续上调 (ongoing increases) 将是适当的
	委员会将继续减持美国国债、机构债务和机构抵押贷款支持证券	委员会将继续减持美国国债、机构债务和机构抵押贷款支持证券
	一致通过	一致通过

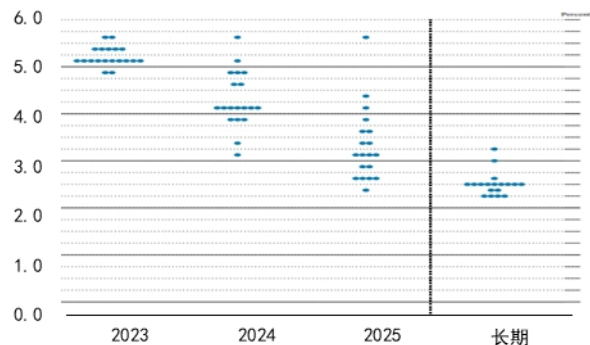
资料来源：美联储官网，国信证券经济研究所整理

图7: 2023年3月美联储会议点阵图



资料来源: 美联储官网, 国信证券经济研究所整理

图8: 2022年12月美联储会议点阵图



资料来源: 美联储官网, 国信证券经济研究所整理

◆ 风险提示

美国银行业危机超预期; 国际地缘政治形势紧张超预期;

相关研究报告:

《2023年1-2月财政数据解读-政策前置发力, 财政收入下滑但支出回升》——2023-03-20

《2023年政府工作报告解读-扩内需稳增长, 促产业谋发展》——2023-03-05

《宏观经济数据前瞻-2023年2月宏观经济指标预期一览》——2023-03-01

《长假期间多数股指上涨-春节假期海外金融市场事项一览》——2023-01-29

《宏观经济数据前瞻-2022年12月宏观经济指标预期一览》——2023-01-03

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032