

相关研究

《美国通胀：谁是助力？谁是阻力 —— 美国 2022 年 11 月物价数据点评》
2022.12.14

《从“理财”回“存款” —— 11 月金融数据点评》 2022.12.12

《核心通胀仍受疫情扰动 —— 11 月物价数据点评》 2022.12.09

分析师:梁中华

Tel:(021)23219820

Email:lzh13508@haitong.com

证书:S0850520120001

分析师:李俊

Tel:(021)23154149

Email:lj13766@haitong.com

证书: S0850521090002

控通胀仍是首要目标 ——美联储 3 月议息会议点评

投资要点:

- **美联储如期加息 25BP，并按计划缩表。**
- **本次美联储声明较 1 月有较大变化。**第一，删除“预计持续加息是适宜的”，改为“预计一些额外的政策紧缩可能是适宜的”；第二，删除“通胀有所缓和”，强调“通胀依然很高”、“高度关注通胀风险”、“致力于恢复 2% 的通胀目标”；第三，新增“美国银行体系稳健且富有弹性。最近的事态发展可能会导致家庭和企业的信贷条件收紧，并给经济活动、就业和通胀带来压力”、“将密切关注未来发布的信息，并评估其对货币政策的影响”。
- **终点利率不变，或还有 1 次加息。**美联储点阵图显示，委员们对今年利率预期中枢为 5.1%，与去年 12 月持平，不过区间从 5.1%-5.4% 变为 5.1%-5.6%；明年利率中枢从 4.1% 上提到 4.3%。其中，9 成以上成员认为今年要加息至 5.0% 以上，39% 的成员认为要加到 5.25%，表明或还有 1 次加息；近 8 成成员认为明年至少降息 50BP。
- **鲍威尔有何表态？关于银行风险，**强调贷款计划有效满足了银行的需求，储户的储蓄是安全的；银行体系健康有韧性，加息已经得到充分消化，银行危机可能是可控的。**关于加息，**通胀依然很高，劳动力市场依然紧张，如有必要，会继续加息；强调与会者认为今年不会降息。**关于缩表，**指出近期资产负债表扩张主要反映了短期贷款，与货币政策无关；这种扩张是暂时的，“有益于”解决银行业问题。**关于经济，**强调经济衰退往往是非线性的，很难通过模型预测；仍然认为有一条通往“软着陆”的道路。不过，银行事件将导致信贷收紧，会影响经济。

目 录

1. 如期加息 25BP，控通胀仍是首要目标.....	4
2. 联储声明有较大变化.....	5
3. 终点利率不变，或还有 1 次加息.....	6
4. 鲍威尔有何表态？.....	8

图目录

图 1	美联储联邦基金目标利率水平 (%)	4
图 2	美联储持有国债和 MBS 的比例 (%)	4
图 3	本轮加息周期是 1983 年以来最快、最多的 (%)	5
图 4	美国实际 GDP 增速与周度经济指数 (%)	5
图 5	美国通胀中位数和 16%截尾通胀平均数 (%)	6
图 6	美联储点阵图 (2023 年 3 月)	7
图 7	美国房价增速对租金通胀大概领先 1 年多 (%)	9
图 8	美联储贴现窗口使用量创历史新高 (百万美元)	9

表目录

表 1	美联储经济预测表 (%)	8
表 2	美国银行风险测算	8

1. 如期加息 25BP，控通胀仍是首要目标

如期加息 25BP。2023 年 3 月 22 日，美联储 3 月 FOMC 会议决定加息 25BP，上调联邦基金利率区间至 4.75%-5.00%，利率回升至 2006 年 6 月以来的高点。此外，上调准备金余额利率（IORB）至 4.90%，上调隔夜逆回购利率（ON RRP）至 4.80%，上调主要信贷利率至 5.00%，上调隔夜回购利率至 5.00%。

按计划缩表，美联储将继续减持美国国债、机构债务和机构抵押贷款支持证券，上限为 950 亿美元（600 亿美元国债和 350 亿美元 MBS）。

图1 美联储联邦基金目标利率水平（%）

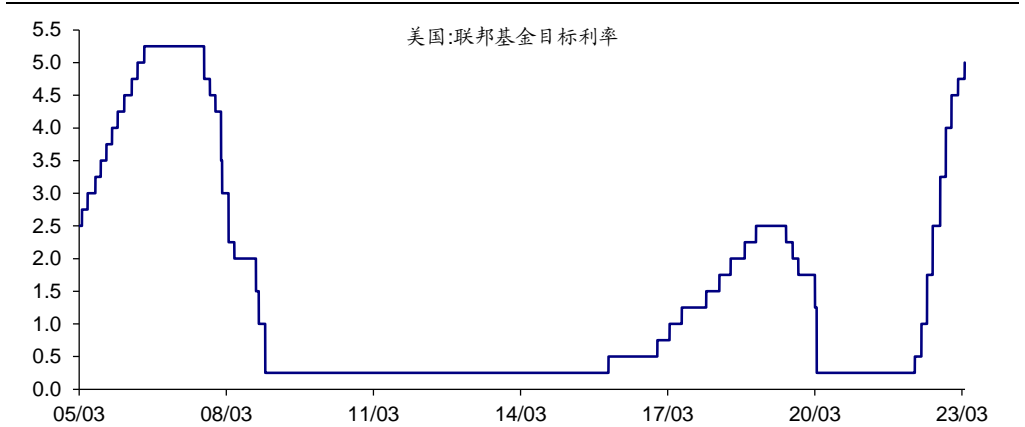
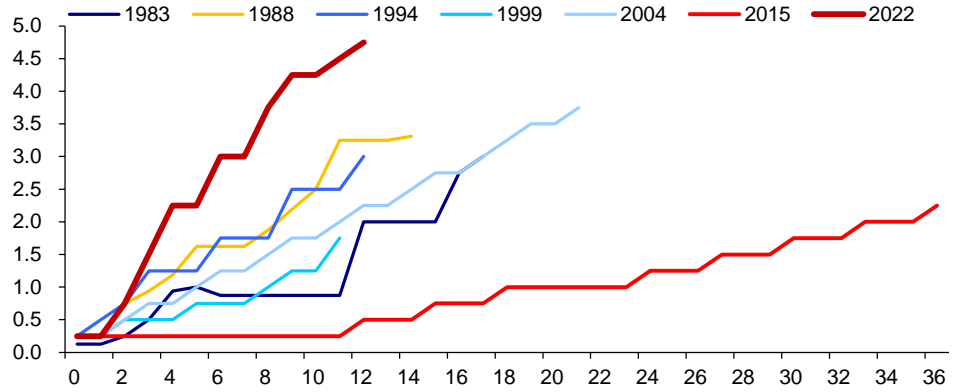


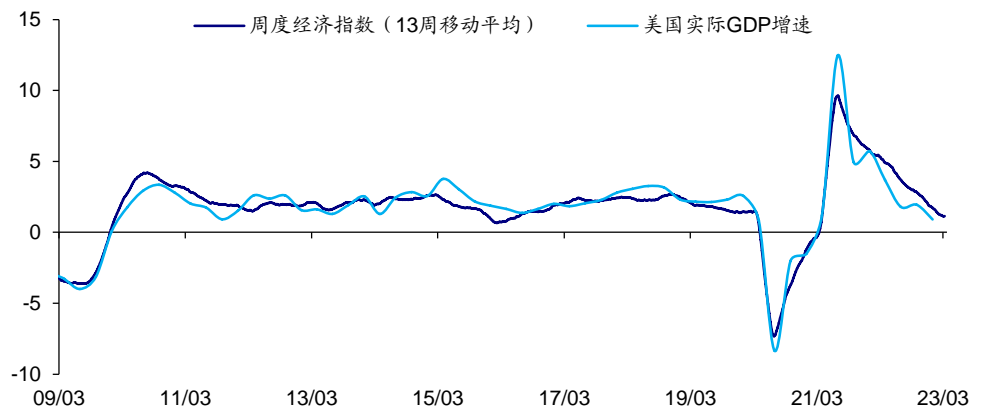
图3 本轮加息周期是 1983 年以来最快、最多的 (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所, 横轴为加息后月数

2. 联储声明有较大变化

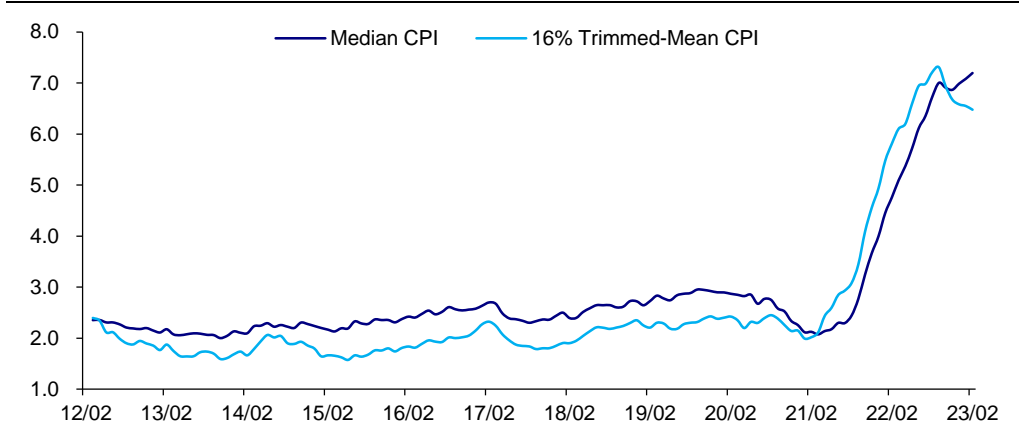
从声明来看, 与 2023 年 1 月相比有较大变化。

关于经济方面, 重申“消费和生产指标仍在适度增长, 最近几个月, 就业增长有所加快, 并且增长强劲; 失业率一直保持在低水平”。删除“俄乌地缘风险造成了较大的经济损失, 并加剧了全球的不确定性”。

图4 美国实际 GDP 增速与周度经济指数 (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

关于通胀方面, 删除“通货膨胀有所缓解”。强调“通货膨胀仍然很高”、“银行风险可能会导致家庭和企业的信贷条件收紧, 并给经济活动、就业和通胀带来压力, 这些影响的程度还不确定”、“委员会仍然高度关注通货膨胀风险”、“致力于恢复 2%的通胀目标”。

图5 美国通胀中位数和 16%截尾通胀平均数 (%)


资料来源：美国克利夫兰联储官网，海通证券研究所

关于加息方面，删除过去反复强调的“预计持续加息是适宜的”，改为“预计一些额外的政策紧缩可能是适宜的”，表明美联储加息近尾声。

关于银行风险，新增“美国银行体系稳健且富有弹性”、“最近的事态发展可能会导致家庭和企业的信贷条件收紧，并给经济活动、就业和通胀带来压力”、“这些影响的程度还不确定”。

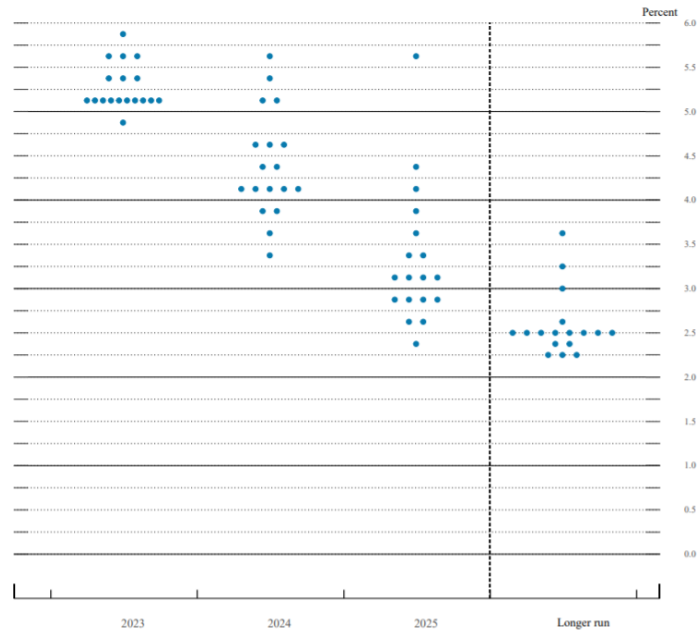
3. 终点利率不变，或还有 1 次加息

终点利率不变。美联储将今年的利率中枢维持在 5.1% 不变，与去年 12 月持平，不过区间从 5.1%-5.4% 变为 5.1%-5.6%。将明年的利率中枢从 4.1% 上调至 4.3%，相比去年 12 月预期多了 20BP。且 2025 年和长期的利率中枢依然维持在 3.1% 和 2.5% 不变。

或还有 1 次加息。美联储的点阵图显示，18 位成员中 9 成以上预期 2023 年至少要加息至 5.0%；39% 的成员认为要加到 5.25%，表明或还有 1 次加息。

在 2023 年加息至 5.0% 的基础上，7 成以上成员认为明年至少降息 50 个 BP，5 成成员认为明年至少降息 100 个 BP。

图6 美联储点阵图（2023年3月）



资料来源：美联储官网，海通证券研究所

美联储的 SEP，下调了今明两年的经济预期。将今年的 GDP 增速预期从 0.5% 下调到 0.4%，明年的经济预期从 1.6% 大幅下调至 1.2%。2025 年的上调 0.1 个百分点至 1.9%，长期经济预期仍维持在 1.8% 不变。

继续上调通胀预期。将今年通胀预期上调 0.2 个百分点至 3.3%，维持 2024-2025 年通胀预期不变。不过，将今明两年核心通胀预期均上调 0.1 个百分点至 3.6% 和 2.6%，均高于美联储 2% 的通胀目标。

下调失业率预期。将今年失业率预期下调 0.1 个百分点至 4.5%，2023 年失业率预期不变，将 2025 年失业率预期上调 0.1 个百分点至 4.6%。长期失业率预期仍维持在 4.0% 不变。

表 1 美联储经济预测表 (%)

项目	时间	2023 年	2024 年	2025 年	长期
GDP	3 月预测	0.4	1.2	1.9	1.8
	去年 12 月预测	0.5	1.6	1.8	1.8
	去年 9 月预测	1.2	1.7	1.8	1.8
	去年 6 月预测	1.7	1.9		1.8
	去年 3 月预测	2.2	2.0		1.8
失业率	3 月预测	4.5	4.6	4.6	4.0
	去年 12 月预测	4.6	4.6	4.5	4.0
	去年 9 月预测	4.4	4.4	4.3	4.0
	去年 6 月预测	3.9	4.1		4.0
	去年 3 月预测	3.5	3.6		4.0
PCE	3 月预测	3.3	2.5	2.1	2.0
	去年 12 月预测	3.1	2.5	2.1	2.0
	去年 9 月预测	2.8	2.3	2.0	2.0
	去年 6 月预测	2.6	2.2		2.0
	去年 3 月预测	2.7	2.3		2.0
核心 PCE	3 月预测	3.6	2.6	2.1	
	去年 12 月预测	3.5	2.5	2.1	
	去年 9 月预测	3.1	2.3	2.1	
	去年 6 月预测	2.7	2.3		
	去年 3 月预测	2.6	2.3		

资料来源：美联储官网，海通证券研究所，备注：GDP 和通胀为每年第四季度同比，失业率为每年第四季度平均值。

4. 鲍威尔有何表态？

关于银行风险，强调贷款计划有效满足了银行的需求，储户的储蓄是安全的；将密切监测形势，会利用所有工具确保银行体系安全。强调美国银行体系不存在广泛的弱点，银行体系健康有韧性，加息已经得到充分消化，银行危机可能是适度的。

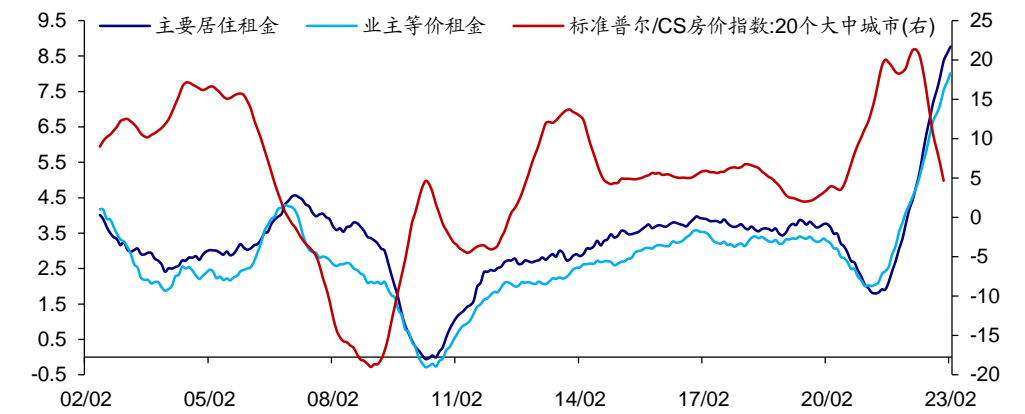
表 2 美国银行风险测算

测算方法	数量 (家)	资产规模 (亿美元)	资产占比 (%)	资本金规模 (亿美元)	资本金占比 (%)	存款规模 (亿美元)	存款占比 (%)
方法一	11	3970	1.9	86	0.4	3700	2.2
方法一*	33	6210	3.0	249	1.3	5550	3.3
方法二	257	5800	2.8	198	0.8	5360	3.1
方法三 (仅为上市银行)	6	5435	3.1	436	2.8	4447	3.5

资料来源：Bankscope，海通证券研究所测算。其中方法一为将 AFS+HTM 资产占比高于硅谷银行，且存款下降速度快于硅谷银行的机构视为风险较高的银行；方法一*为将 AFS+HTM 资产占比处于前 10%分位数，且存款增速处于后 10%分位数的银行视为风险较高的银行；方法二为将资本金能承受的最大亏损幅度小于 10.6%的商业银行视为风险较高银行；方法三为将股价下跌 50%以上的银行视为风险较高的银行。

关于加息，指出曾考虑过停止加息，但加息得到共识。通胀依然很高，劳动力市场依然紧张，如有必要，会继续加息。强调与会者认为今年不会降息；更紧的信贷条件可以替代加息。

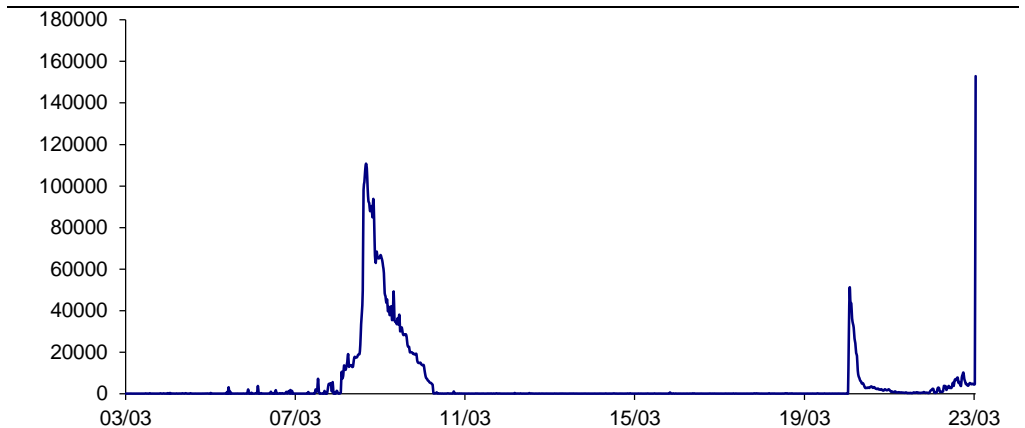
图7 美国房价增速对租金通胀大概领先1年多(%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

关于缩表,指出依然在继续缩表,目前不改变缩表计划。近期资产负债表的扩张主要反映了短期贷款,与货币政策无关;这种扩张是暂时的,“有益于”解决银行业问题。截至3月15日,美联储公布的最新资产负债表显示,美联储流动性和信贷便利工具共贷出了3181.5亿美元,仅次于08年金融危机时期。其中,BTFP使用了119.4亿美元,贴现窗口使用量则暴增至1528.5亿美元(前一周仅45.8亿美元),创历史新高(08年金融危机时期高点为1000多亿美元)。

图8 美联储贴现窗口使用量创历史新高(百万美元)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

关于经济,强调经济衰退往往是非线性的,很难通过模型预测;仍然认为有一条通往“软着陆”的道路。不过,银行事件将导致信贷收紧,会影响经济。

此外,当晚,美国财政部长耶伦指出,针对当前的市场动荡,拜登政府并未考虑扩大存款保险范围,因为这需要国会立法批准,财政部很难单方面采取行动。使得市场恐慌再度演绎。

我们认为,短期来看,银行风险演变成系统性风险的概率或有限,但中小银行破产或依然会出现。长期来看,当前全球供给端限制因素较多,在此背景下,若希望金融机构、经济体系都“平安无事”,需求端就难以明显收缩,通胀就下不来。我们预计,各国央行或大概率继续加息,金融机构、经济体系出现市场化出清,需求端萎缩,通胀压力缓解,然后才会开启新一轮的货币宽松。(参见“《风险消除了吗?——对海外中小银行风险的定量测算》”)

信息披露 分析师声明

梁中华 宏观经济研究团队
李俊 宏观经济研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。