

2023年03月23日

美联储艰难寻找实体和金融的平衡区间

主题报告

投资要点

- ◆ 当地时间3月22日下午2点，美联储公布3月FOMC决议声明和经济预测。小幅上修核心PCE同比、小幅下修失业率预测，称近期金融市场情况可能令“家庭和企业部门信用环境收紧”而拖累经济活动，决定加息25BP至4.75%-5%区间。本次会议一定程度上标志着美联储向重回基于经济预测和未来不确定性而非当下经济数据进行决策的传统框架，也很大程度上宣告了本次加息路径的系统性放缓。
- ◆ 决议声明和经济预测同时显示，美联储承认当前实体经济供需走强，这种情况下本可支持更大幅度、更快的加息路径。在FOMC声明中，美联储关注到“近几个月新增就业有所加快(have picked up)”，删除了上次声明中的“通胀有所放缓(has eased somewhat)”描述，保留失业率保持低位、通胀保持高位的总结。而在其同时公布的“经济预测总结”中，尽管对今年4季度实际GDP同比的展望较去年年底小幅下修了0.1个百分点至0.4%，但同时却上修Q4核心PCE通胀同比0.1个百分点至3.6%、并下修Q4失业率预测0.1个百分点至4.5%。考虑到通胀和失业率是美联储最主要参考的两大经济指标（而非实际GDP增速），这种数据预测结构实际上是可以支持较12月市场预测更强的加息路径的。当然我们也可以看到这次对失业率和通胀预测的调整幅度很小，其中应该已经包含了对金融风险拖累实体经济供需的一定担忧，但据此预测，如美国实体经济表现仍维持强劲、金融风险在未来一个多月内能够成功控制在局部，那么相信5月加息25BP的预测是较为合理的。
- ◆ 将金融风险可能通过信用环境收紧传导为对实体经济的潜在拖累作为本次加息幅度下调的主要原因，显示鲍威尔正在逐步提升决策框架中对未来的预测和对不确定性的关注的权重，这一符合我们预期的变化显示美联储正试图寻找实体和金融之间的平衡区间。鲍威尔任内美联储决策框架遽变，由于对自然失业率估算不信任、以及认为通胀不确定性正在加大，鲍威尔的决策框架是高度依赖当下以及回溯一年美国经济表现的，而不再基于对未来情形的合理分析和展望。近期硅谷银行破产引发美欧银行业风险局部爆发，暴露了美联储“QE+零利率+赤字货币化操作”易导致实体经济和金融风险方向冲突的根本性缺陷（详细分析可参考《货币“三国杀”，压力来到鲍威尔一边——华金宏观·双循环周报（第2期）》）。欲寻求实体和金融之间的妥协，鲍威尔必须放弃当前刚性由实体经济表现决策的框架，将金融风险对未来经济的潜在拖累重新纳入考虑。本次会议声明第二段是正确道路上至关重要的第一步。但这一决策框架的变化也同时意味着美联储本轮加息的最终速度和强度将自此与实体经济供需和通胀表现产生一定的脱钩，加息路径已经系统性放缓。
- ◆ 如果美联储在欧洲商业银行体系遭到传染之前能够有效将当前金融风险控制在局部，那么美元指数今年大概率仅会温和回落，但同时欧、日、英央行加息路径均将有一定程度的放缓。由于我国当前处于供需强需弱的复苏阶段，与海外供需结构恰为镜像，我国货币政策今年需恪守中性偏松的立场。本次FOMC会后，中国人民银行在当前迫切需要的降准操作方面灵活度大幅提升，预计5月FOMC会议前后即可进行下次25BP的降准，维持全年降准100BP、下半年1Y LPR最大下调20-30BP的预测不变。3月17日的“抢跑式降准”凸显货币自主性，对市场信心有较好提振作用，后续或成常态。
- ◆ 风险提示：美联储加息速度超预期。

分析师

张仲杰

 SAC执业证书编号：S0910515050001
 zhangzhongjie@huajinsec.cn
 021-2037709900

相关报告

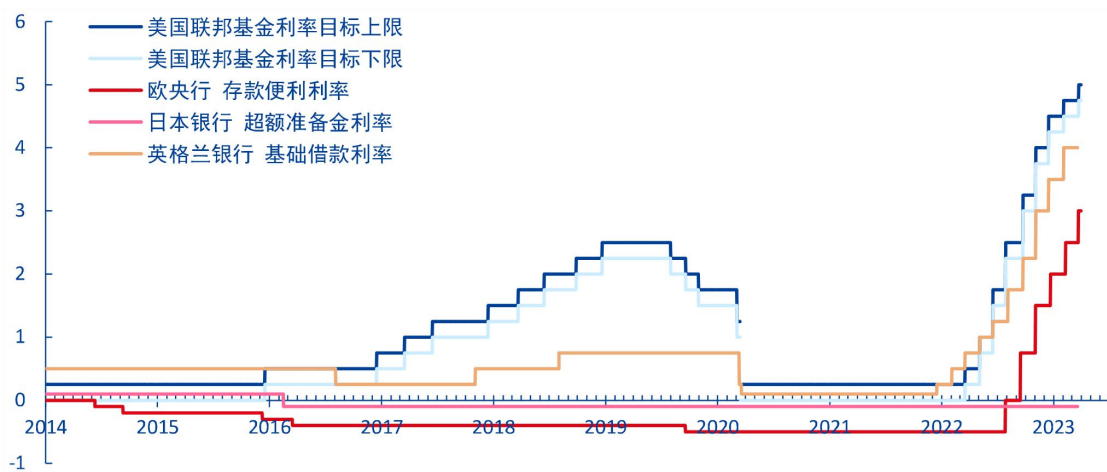
华金宏观·双循环周报（第2期）-货币“三国杀”，压力来到鲍威尔一边 2023.3.19

3.17降准点评-新一轮适度连续降准周期启动 2023.3.17

硅谷银行破产=金融危机or政策信任危机？ 2023.3.14



图 1：海外主要央行政策利率（%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

分析师声明

张仲杰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn