策略研究

# 美联储 3 月议息会点评：老生常谈，却如一剂定心丸

美联储最新利率决议，基本政策取向与之前保持一致，鸽派口吻并未进一步加强。对于缩减 QE 的态度，也是再次强调了为时尚早，与之前的表述并无二致，但却打消了市场产生的疑虑。对收益率上行采取的态度依然是不行动，并未达到市场之前主动管理收益率的预期。这意味着，随着经济进一步复苏及通胀上行，收益率仍有提高空间。我们重申，经济复苏阶段的收益率上行并不会造成股市整体下行，仅会造成风格切换及行业轮动。相反，基本面的改善，能够抵消无风险利率上升，推动股市上行。仅有当美联储看到长期通胀存在超过目标水平的风险，才会主动缩减 QE 以及收紧货币政策，届时的收益率上行才是市场真正需要担忧的，容易造成股债双杀。就从目前美联储仍然认为通胀预期回升仅是一次性的短期现象来看，也不会对接下来几个月的通胀上行做出反应。而随着 1.9 万亿美元财政刺激落地，财政也需要美联储的购债加以支持。因此，我们判断，在看到美国经济确实摆脱了疫情的风险之前，美联储仍将维持目前的购债规模，而该种情况最早也要到下半年才会发生。当然，缩减 QE 仍然是今年的主要灰犀牛事件之一，需要持续关注，但不必过早恐慌。

具体来看，美联储 3 月利率决议维持利率 0-0.25%不变，符合预期。加息点阵图显示，目前的利率水平将延续至 2023 年。大部分委员表示不会在 2023 年之前加息，目前的政策立场是适当的。美联储政策声明措辞仍然偏鸽派。由于疫情的风险仍在，将保持目前的宽松力度。美联储将保持购债速度，每月资产购买规模为 1200 亿美元（800 亿美元国债+400 亿美元 MBS），将超额准备金利率（IOER）维持在 0.1%不变。

经济预期方面，美联储将 2021 年第四季度 GDP 增速预测从 4.2%上调至 6.5%，将 2022 年底 GDP 增速预测从 3.2%上调至 3.3%，长期 GDP 增速预测保持在 1.8%不变。

市场较为关注的通胀预期方面，美联储给出了与之前公开讲话一致的判断，认为通胀回升为短暂现象，也就没有提前加息的必要。美联储需要看到实际的通货膨胀“实质性且持续超过 2%目标”，而不是“预期将超过 2%”，随后才会开启紧缩政策。2021 年底、2022 年底及 2023 年底 PCE 通胀预期中值分别为为 2.4%、2.0%及 2.1%，均较去年底预测有所提升。长期 PCE 通胀预期中值为 2.0%，保持不变。

就业方面，2021 年底、2022 年底及 2023 年底失业率预测分别为 4.5%、3.9%及 3.5%，均较去年 12 月预测有所改善。长期失业率预测为 4.0%，也较去年 12 月预测下调。

QE 方面，美联储保持了一贯的口吻，再次强调目前还不是开始讨论缩减债券购买力度的时机，若考虑缩减 QE，将明显地提前给出通知。对于美债收益率上行，美联储亦继续保持开放态度，认为目前的利率水平上行为良性的，无需采取额外的措施。我们认为，在此阶段刻意的控制收益率，反而容易增加经济及通胀水平的波动。届时，美联储则不得不提前缩减 QE，甚至被迫收紧货币政策来压低利率。因此，美联储对收益率关注但不行动，或是当下的最优解。

从市场反应来看，同样比较正面。美国三大股指当日全线收涨，道指和标普 500 指数分别上涨 0.6%及 0.3%，续创历史新高。纳指亦上涨 0.4%。我们认为，美联储最新决议整体利好股市。即使未来收益率进一步上行，对股市的边际影响也将减弱。因收益率上行导致大盘再次普跌的概率较低。即使估值较高的科技股也会转而进入基本面驱动的差异化行情。但过去半年个股普涨，大量标的频创新高的情况可能不会再出现。这意味着，今年的选股难度会大大提高，能够跑出的个股数量也会大大减少。基本面驱动的行情之下，行业之间分化的局面也会减弱，选股的重要性或超过赛道的重要性。

图表：恒生指数走势表现




来源：彭博、中泰国际研究部，截至 2021-3-18

分析师

纪春华，CFA
+852 2359 1847
vincent.ji@ztsc.com.hk

# 公司及行业评级定义

公司评级定义：

以报告发布时引用的股票价格，与分析师给出的 12 个月目标价之间的潜在变动空间为基准：

买入：基于股价的潜在投资收益在 20% 以上

增持：基于股价的潜在投资收益介于 5% 至 20% 之间

中性：基于股价的潜在投资收益介于 -10% 至 5% 之间

卖出：基于股价的潜在投资损失大于 10%

行业投资评级：

以报告发布尔日后 12 个月内的行业基本面展望为基准：

推荐：行业基本面向好

中性：行业基本面稳定

谨慎：行业基本面向淡

# 重要声明

本报告由中泰国际证券有限公司（“中泰国际”）分发。本研究报告仅供我们的客户使用。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。中泰国际不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。本公司所提供的报告或资料未必适合所有投资者，任何报告或资料所提供的意见及推荐并无根据个别投资者各自的投资目的、状况及独特需要做出各种证券、金融工具或策略之推荐。投资者必须在有需要时咨询独立专业顾问的意见。

中泰国际可发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表中泰国际或附属机构的观点。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。 我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

权益披露：

（1）在过去 12 个月，中泰国际与本研究报告所述公司并无投资银行业务关系。

（2）分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。

（3）中泰国际证券或其集团公司可能持有本报告所评论之公司的任何类别的普通股证券 1% 或以上的财务权益。

版权所有 中泰国际证券有限公司

未经中泰国际证券有限公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得（i）以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或（ii）再次分发。

中泰国际研究部

香港中环德辅道中 189-195 号李宝椿大厦 6 楼

电话： (852) 3979 2886

传真： (852) 3979 2805