

数据驱动和后疫情政策框架

美联储 3 月 FOMC 会议点评

- **3 月会议美联储基本维持按兵不动，陈述中有两处修改。1.** 将“经济活动与就业的复苏节奏近几月有所放缓，受疫情影响最大的行业依然疲软，弱势需求和油价此前的下跌拖累了消费价格通胀”改为“经历了一段较为疲弱的复苏后，经济活动和就业指标最近有所走高，尽管受疫情影响最大的行业依然维持弱势，通胀继续维持在 2%以下”，**这番改动一方面体现了 2 月份美国就业数据的亮眼，另一方面表明美联储对经济前景更加乐观。2.** 将隔夜逆回购操作(ON RRP)每日单一对手方的限额从 300 亿美元提高至 800 亿美元，在 3 月 23 日后停止对机构 CMBS 的购买。**本次美联储提高隔夜逆回购操作的目的在于回收货币市场特别是货币市场基金的流动性，以防止财政通用账户中大量流动性释放导致短端利率的过度走低。**
- 3 月会议美联储调高了 GDP 预期，降低了失业率预期，上调了核心 PCE 价格预期。**利率点阵图仍显示 2023 年多数委员表态不加息，上调经济预期后仍强调 2023 年不加息可能是本次会议最鸽派的部分。鲍威尔表示最近几天将就 SLR 延期结果进行“官宣”，我们认为 SLR 豁免延期的概率有所提高，这可能是本次会议中另一个比较鸽派的声明。**
- **本次会议中我们认为需要关注美联储“数据驱动”的政策操作以及后疫情时期的政策框架。“数据驱动”**指的是**美联储的实际行动必须以实际通胀/就业数据的变化为前提，**而不能单单看到 SEP 中相关预测的上调就开始推断美联储的政策行为，其各种预测或者言论都是以实际数据为基础的，是会跟随实际数据进行修改的。**“后疫情政策框架”**指的是一方面**美联储政策重心专注于充分就业与价格稳定，“救市”已经不是其必须考虑的事项**；另一方面**后疫情时期美联储监测的指标以及对指标的认知有了很大的不同，**对金融稳定的认知、广泛而包容”的就业目标和劳动参与率的重要性都可以包含在此框架中。基于此，**对于美联储未来货币政策，我们维持其将于下半年开始退出 QE 的判断，关键政策/数据观测窗口为三季度，大前提是我们判断美国核心通胀的强度与持续性均高于市场预期，因此我们认为下半年再通胀交易将强化，货币政策将走向缩减。**关于美债利率走势，**我们判断美债长端利率短期继续冲高的概率降低，或将呈现日内高波动的震荡态势，并重回通胀补偿驱动模式；而一旦美联储宣布/提及缩减购买规模，实际利率将开始趋势性上行。**

风险提示：疫苗有效率和接种率不及预期，美国货币宽松超预期，美国经济复苏不及预期。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略: 宏观经济

证券分析师： 朱启兵
(8610)66229359
qibing.zhu@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

货币政策按兵不动，提高通胀容忍度

北京时间 3 月 18 日凌晨，美联储发布了 2021 年 3 月 FOMC 会议陈述。**3 月会议美联储基本维持按兵不动，**重申了"直到经济达到委员会评估的最大就业水平且通胀达到 2%并短期内收敛于稍高于 2%水平之前，保持联邦基金利率 0-0.25%不变"的前瞻指引并保持每月 800 亿美元的美国国债和 400 亿美元 MBS 购买速度不变。

但陈述中有两处修改。1. 将"经济活动与就业的复苏节奏近几月有所放缓，受疫情影响最大的行业依然疲软，弱势需求和油价此前的下跌拖累了消费价格通胀"改为"经历了一段较为疲弱的复苏后，经济活动和就业指标最近有所走高，尽管受疫情影响最大的行业依然维持弱势，通胀继续维持在 2%以下"，**这番改动一方面体现了 2 月份美国就业数据的亮眼，另一方面表明美联储对经济前景更加乐观。2.** 将隔夜逆回购操作(ON RRP)每日单一对手方的限额从 300 亿美元提高至 800 亿美元，在 3 月 23 日后停止对机构 CMBS 的购买。据美联储研究总结(Frost, Logan, Martin, McCabe, Natalucci & Remache, 2015)，隔夜逆回购操作相当于是对手方发放给美联储的一笔短期抵押贷款，其创设目的主要是为了给货币市场利率提供下界，其主要对手方是各种货币市场基金（因为存款机构可以直接通过超储进行储备）。**因此，本次美联储提高隔夜逆回购操作的目的在于回收货币市场特别是货币市场基金的流动性，以防止财政通用账户中大量流动性释放导致短端利率的过度走低。**

3 月会议更重要的是美联储公布了最新的经济预测(SEP)，总的来说美联储调高了 GDP 预期，降低了失业率预期，上调了核心 PCE 价格预期。3 月美联储对 2021-2023 年**实际 GDP 增速**（括号为 12 月份预测值）预测分别是 6.5%(4.2%), 3.3%(3.2%), 2.2%(2.4%),长期预测为 1.8%(1.8%)；3 月美联储对 2021-2023 年**失业率**预测分别是 4.5%(5.0%), 3.9%(4.2%), 3.5%(3.7%),长期预测为 4.0%(4.1%)；3 月美联储对 2021-2023 年 **PCE 价格同比增速**预测为 2.4%(1.8%), 2.0%(1.9%), 2.1%(2.0%),长期预测为 2.0%(2.0%)；3 月美联储对 2021-2023 年**核心 PCE 价格同比增速**预测为 2.2%(1.8%), 2.0%(1.9%), 2.1%(2.0%)。

图表 1. 最新 SEP 调高了 GDP 预期，降低了失业率预期，上调了核心 PCE 价格预期

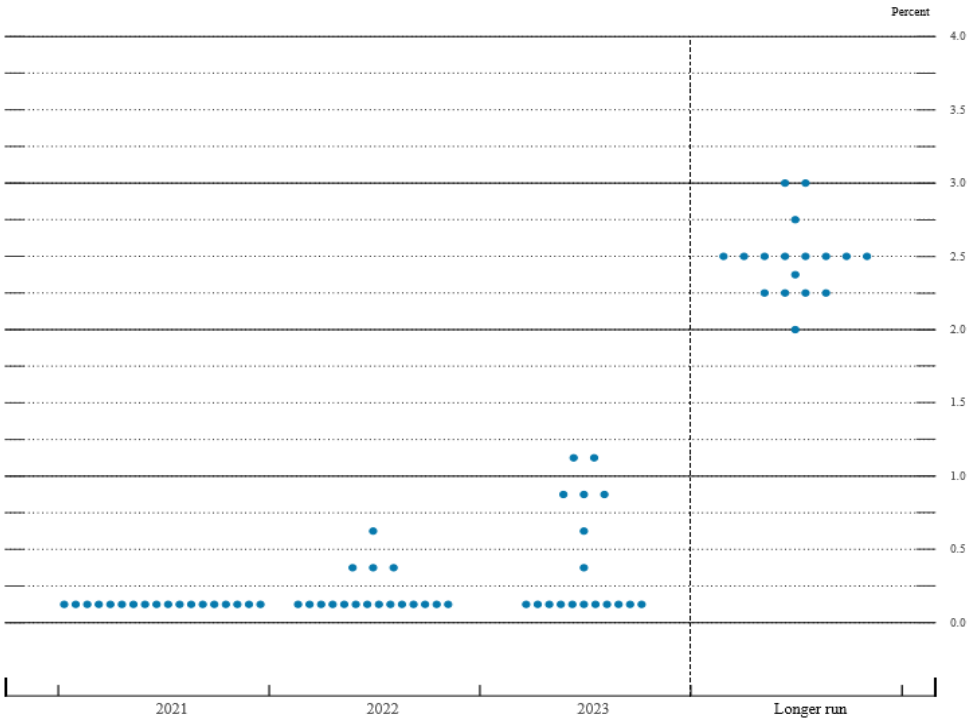
Percent

Variable	Median[1]				Central Tendency[2]				Range[3]			
	2021	2022	2023	Longer run	2021	2022	2023	Longer run	2021	2022	2023	Longer run
Change in real GDP	6.5	3.3	2.2	1.8	5.8–6.6	3.0–3.8	2.0–2.5	1.8–2.0	5.0–7.3	2.5–4.4	1.7–2.6	1.6–2.2
December projection	4.2	3.2	2.4	1.8	3.7–5.0	3.0–3.5	2.2–2.7	1.7–2.0	0.5–5.5	2.5–4.0	2.0–3.5	1.6–2.2
Unemployment rate	4.5	3.9	3.5	4.0	4.2–4.7	3.6–4.0	3.2–3.8	3.8–4.3	4.0–5.5	3.2–4.2	3.0–4.0	3.5–4.5
December projection	5.0	4.2	3.7	4.1	4.7–5.4	3.8–4.6	3.5–4.3	3.9–4.3	4.0–6.8	3.5–5.8	3.3–5.0	3.5–4.5
PCE inflation	2.4	2.0	2.1	2.0	2.2–2.4	1.8–2.1	2.0–2.2	2.0	2.1–2.6	1.8–2.3	1.9–2.3	2.0
December projection	1.8	1.9	2.0	2.0	1.7–1.9	1.8–2.0	1.9–2.1	2.0	1.2–2.3	1.5–2.2	1.7–2.2	2.0
Core PCE inflation[4]	2.2	2.0	2.1		2.0–2.3	1.9–2.1	2.0–2.2		1.9–2.5	1.8–2.3	1.9–2.3	
December projection	1.8	1.9	2.0		1.7–1.8	1.8–2.0	1.9–2.1		1.5–2.3	1.6–2.2	1.7–2.2	
Memo: Projected appropriate policy path												
Federal funds rate	0.1	0.1	0.1	2.5	0.1	0.1–0.4	0.1–0.9	2.3–2.5	0.1	0.1–0.6	0.1–1.1	2.0–3.0
December projection	0.1	0.1	0.1	2.5	0.1	0.1	0.1–0.4	2.3–2.5	0.1	0.1–0.4	0.1–1.1	2.0–3.0

资料来源：美联储，中银证券

上调经济预期后强调 2023 年不加息可能是本次会议最鸽派的部分。3 月会议利率点阵图仍显示 2023 年多数委员表态不加息，2022 年有 4 名委员表示支持至少进行一次加息，比 12 月增加了 3 位；2023 年支持加息的委员增加 3 人至 7 人，且其中 3 人认为应加息 3 次；对于长期利率的判断两次会议中委员们均没有改变，多数人认为合意利率水平为 2.5%。

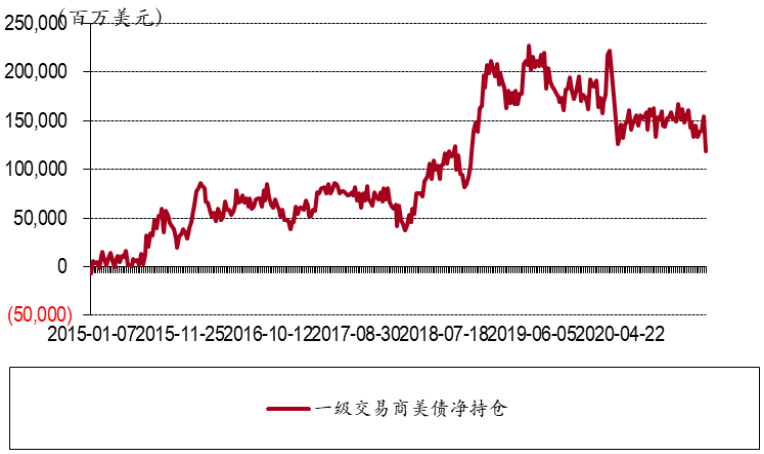
图表 2. 点阵图维持 2023 年不加息的基调



资料来源：美联储，中银证券

关于市场比较关心的 SLR 豁免到期问题，美联储表示最近几天将就结果进行“官宣”，这可能是本次会议中另一个比较鸽派的声明。在会议声明中美联储并没有对 SLR 作任何评述，不过在记者会中被问及此事时，鲍威尔表示相关决定将在最近几天进行“官宣”。在前期报告《两难的联储和两难的美股》中我们提到，若 SLR 豁免到期后不延期，银行杠杆敞口的巨大增加将迫使银行缩表以满足合规要求，这不但将削弱银行吸纳存款和发放信贷的能力，使实体经济融资成本上升，亦不利于财政不后续国债的发行与美联储量化宽松流动性的接收；还将使银行系统释放大量国债卖盘，抬升利率水平，进一步提高融资成本；同时，银行系统缩表将削弱一级交易商在国债市场上的做市能力，增加收益率的波动性。同时，财政通用账户中巨额存款的释放将加剧 SLR 豁免到期的负面影响。**此次鲍威尔主动表示即将官宣结果，我们认为 SLR 豁免延期的概率有所提高，这在一定程度上可以平抑长端利率的上行，是本次会议中比较鸽派的行为。**

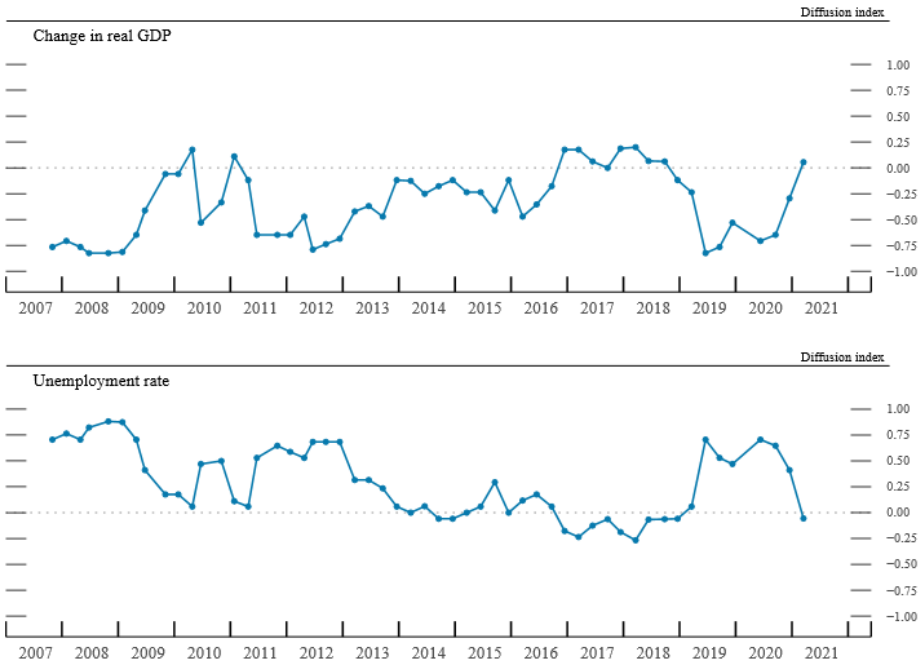
图表 3. 美国一级交易商的美债净头寸不断降低



资料来源：NY FED，中银证券

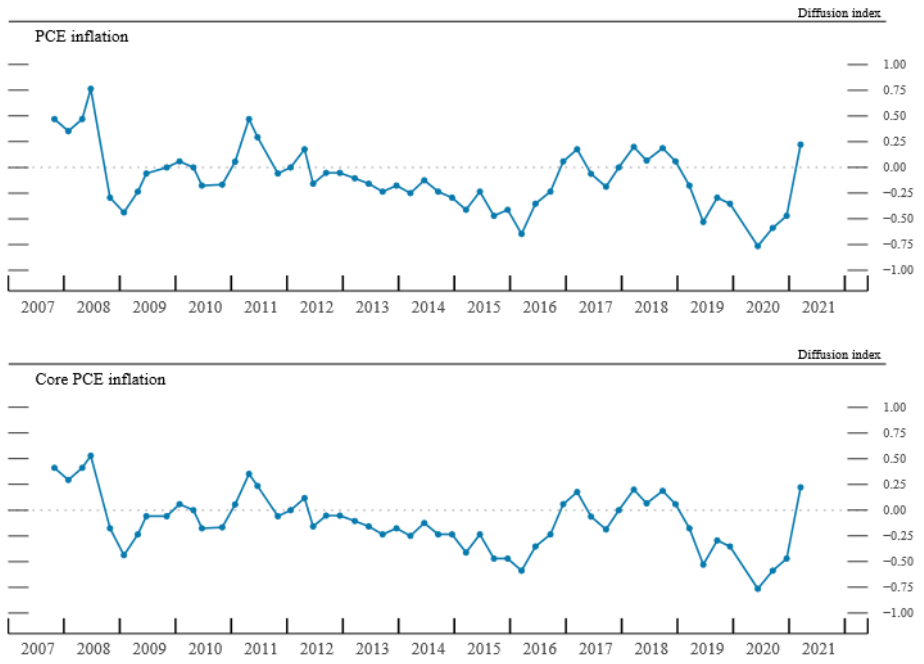
3 月会议中还公布了各委员对于经济数据预测的不确定性和风险评估，相较于前次会议，经济上行风险有所提升，即委员对经济前景更乐观。美联储表示以后每次公布的 SEP 中均会附带各委员对于经济数据的风险评估。风险离散指数图显示，尽管认为实际 GDP 增速、PCE 价格增速和核心 PCE 价格增速（失业率）下行（上行）风险概率更大的委员数量仍更多，但本月对上述数据认为上行（下行）风险概率更大的委员有所增加，即委员们对经济的前景更加乐观。

图表 4. 实际 GDP 增速与失业率风险离散指数图



资料来源：美联储，中银证券

图表 5. PCE 价格增速和核心 PCE 价格增速风险离散指数图



资料来源：美联储，中银证券

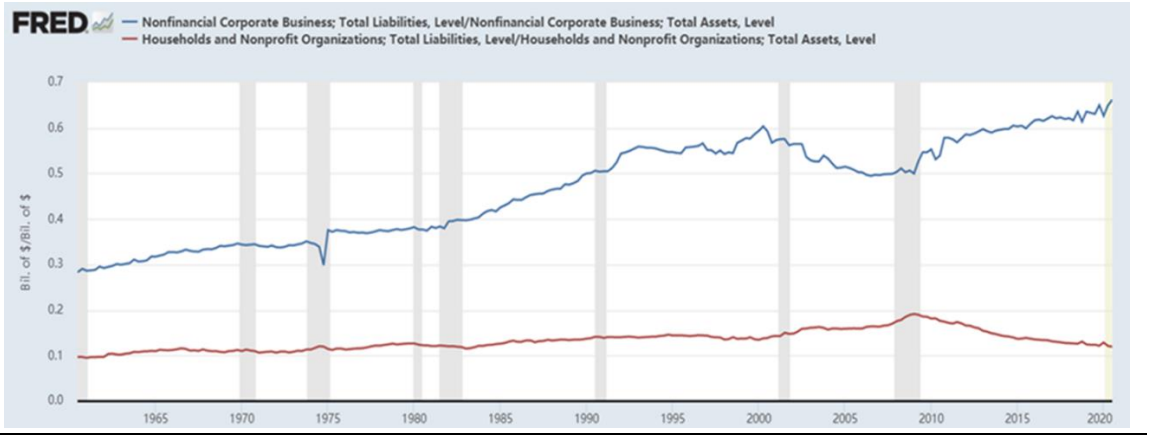
数据驱动和后疫情政策框架

本次会议中其他比较值得关注的地方在于鲍威尔继续清晰化美联储“数据驱动”的政策操作以及后疫情时期的政策框架。“数据驱动”主要体现在记者会中鲍威尔被问及何时缩减(taper)，和其模糊地表示距离缩减购债还有“一段时间”(sometime)是否意味着“随时”(anytime)缩减时的回答。鲍威尔再次强调假如考虑缩减，美联储将提前较长时间和市场交流，而且假如经济数据表示复苏进程有实质性进展的时候(substantial further progress)，美联储就会提到“实质性进展”，提前放出明确的缩减信号。**这段回答一方面告诉投资者美联储缩减的时间表可以明确地从相关官员的表述中得知，比如当某人提到复苏正在获得实质性进展的路上或者已经取得了一些实质性进展的时候，市场就可以推测美联储正在考虑缩减或者准备要进行缩减了。我们认为鲍威尔回答的另一层含义更为重要，即“谈论通胀”或“预测通胀”和实际通胀是两码事，这意味着美联储的实际行动必须以实际通胀/就业数据的变化为前提，而不能单单看到 SEP 中相关预测的上调就开始推断美联储的政策行为。**同时，鲍威尔多次提到 SEP 和利率点阵图只是货币政策委员会各委员预测的“集合”，而非一致性的承诺，其实这也体现了美联储“数据驱动”的行为，即各种预测或者言论都是以实际数据为基础的，是会跟随实际数据进行修改的。

后疫情时期的政策框架我们同样认为有两层含义，第一指的是美联储政策重心专注于充分就业与价格稳定，“救市”已经不是其必须考虑的事项。美股从 3 月份疫情的底部在短时间内因为美联储的无限量化宽松政策创下历史新高，由此市场似乎对“美联储看跌期权”产生了一定的信仰，认为只要美股发生较大的回撤或波动，美联储都会采取动作。因此对于近期美债利率快速上行的情况，市场普遍认为美联储可能要进行“扭曲操作”救市，但实际上假如美联储不能看到实际经济数据的恶化，它大概率不会只为“救市”而行动，其实这与前文提到的“数据驱动”也是一脉相承的。后疫情时期的政策框架。**第二层含义指的是后疫情时期美联储监测的指标以及对指标的认知有了很大的不同。**在发布会中有记者提问关于当前美债长端利率的走高是否对金融稳定造成了负面影响，以及持续的低利率是否会导致金融不稳定。鲍威尔表示 FOMC 监测的金融稳定指标是广泛的，包括且不限于市场估值、家庭和企业部门的杠杆率、短期融资风险等，而当前尽管权益市场估值偏高，但家庭部门杠杆率不断下降，企业部门杠杆虽有提升，但资产负债表中现金仍充足，短期融资市场风险亦没有暴露。因此，仅仅用美债名义利率或者实际利率去衡量美国的金融稳定可能是一种肤浅的行为，更不能以此判断美联储将采取措施。当然，“广泛而包容”的就业目标和劳动参与率的重要性也可以包含在此框架中。

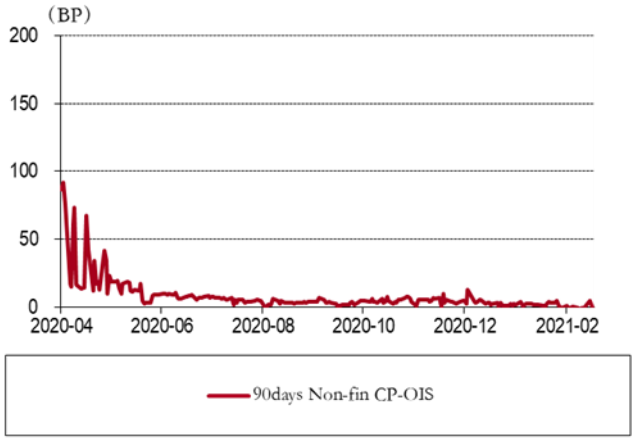
关于金融稳定的判断，FOMC 永久票委 Brainard 曾在 3 月 1 日发表演讲，里面提到几个美联储较为关注的金融稳定指标：套现潮(Dash for Cash)、短期融资市场脆弱性、国债市场运行、离岸美元融资市场、中央清算、银行资本充足与流动性等，其中短期融资风险（本次会议中鲍威尔提到的部分）Brainard 举了 3 月份商业票据市场崩溃的例子，**而当前非金融商业票据-OIS 利差仍处于极低水平，这也是鲍威尔认为短期融资风险未暴露的理由之一。**

图表 6. 居民杠杆率位于历史低位



资料来源：美联储，中银证券

图表 7. 非金融商业票据-OIS 利差处于极低值

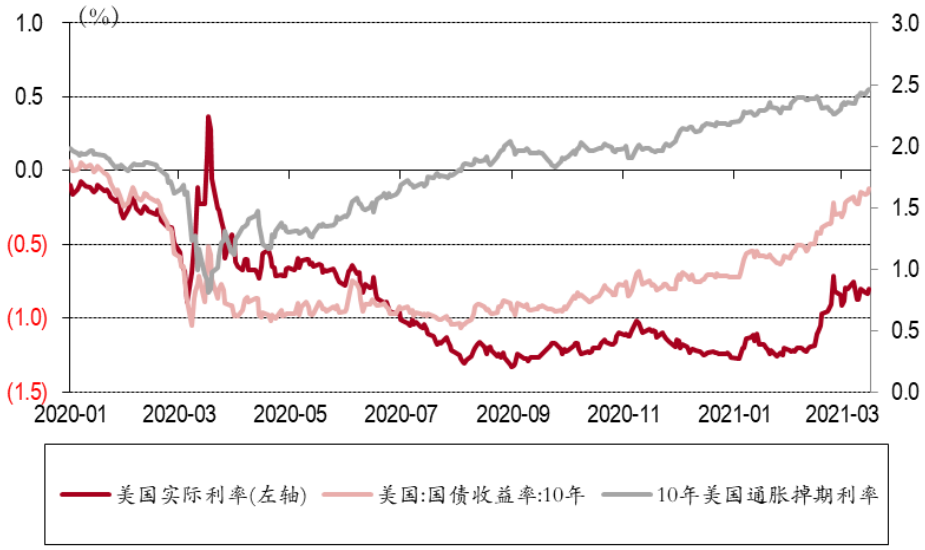


资料来源：Bloomberg，中银证券

对于美联储未来货币政策，我们维持其将于下半年开始退出 QE 的判断，关键政策/数据观测窗口为三季度。事实上我们的判断与美联储"数据驱动"的框架是统一的，前期报告《两难的联储和两难的美股》中我们提到，**在相对稳健的情况下，**政策窗口在三季度，若四月份后通胀复苏如 2010 年时一般昙花一现，就业复苏停滞，美联储将大概率宣布进行扭曲操作，若高通胀数据的持续性较强，则美联储将考虑开始退出 QE；**在相对激进的情况下，**不排除美联储借鉴了 2010 年的情况（实际利率快速上行阻碍了经济复苏）而对实际利率的上行提前作出响应，在三月会议上宣布进行扭曲操作。而**我们判断美国核心通胀的强度与持续性均高于市场预期，因此我们认为下半年再通胀交易将强化，货币政策将走向缩减。**（可参考《利率作面子，通胀为里子》）

对于美债利率走势，我们在报告《欧央行 3 月议息会议点评》中提到，此前美债名义利率短期上行的利空因素之一美债需求不足在最近的几次投标中已被证伪，因此**我们判断美债长端利率短期继续冲高的概率降低，或将呈现日内高波动的震荡态势，并重回通胀补偿驱动模式。在此次会议后，SLR 豁免延期的概率上升，且从会议后长端利率一定程度走低的表现看，此前实际利率的快速上行有一定"缩减恐慌"因素，而此次会议的鸽派表述起码在下一个重磅经济数据出炉前对缩减恐慌有一定缓解，故我们维持原判断，而一旦美联储宣布/提及缩减购买规模，实际利率将开始趋势性上行。**

图表 8. 美债长端利率与通胀补偿走势



资料来源：Bloomberg，中银证券

风险提示：疫苗有效率和接种率不及预期，美国货币宽松超预期，美国经济复苏不及预期。

引用

1. https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/brainard20210301a.htm

2. Frost, Josh, Lorie Logan, Antoine Martin, Patrick McCabe, Fabio Natalucci, and Julie Remache (2015). "Overnight RRP Operations as a Monetary Policy Tool: Some Design Considerations," Finance and Economics Discussion Series 2015-010. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, http://dx.doi.org/10.17016/FEDS.2015.010.

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买　　入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；

增　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；

中　　性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；

中　　性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称"中银国际集团"）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司
2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司
美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371