宏观报告 – 央行观察

招商证券（香港）有限公司
证券研究部

美联储进一步传递鸽派信号安抚市场

- **美联储 3 月 FOMC 维持政策不变，符合预期**
- **主席鲍威尔进一步重申鸽派立场安抚市场情绪**
- **2021 年经济预测显著上调，但依旧重申离加息还非常遥远**

新看点：3月16日至17日，美联储举行了3月例行FOMC会议，此次会议恰逢美国国债收益率上升导致市场波动加剧。委员会一致投票决定，维持所有货币政策不变，整体符合市场预期。同时，鲍威尔重申了美联储对利率的鸽派立场。

政策声明几乎没有变化，仅反映了经济前景的改善。联邦基金利率维持在接近于零的水平，同时，资产购买计划将继续以每月至少800亿美元美国国债和400亿美元机构抵押贷款支持证券（MBS）的速率进行。在货币政策操作方面，FOMC决定将隔夜回购操作的交易对手上限从目前的每天300亿美元提高至每天800亿美元，但这些操作的使用量总体上仍远未达上限。我们认为，美联储可能只是想利用这一改变来释放某种信号：假使万一市场发生任何的"无序"事件，货币市场的短期流动性仍将保持充裕。有关SLR豁免是否延期的决定，主席鲍威尔表示将会在接下的几天公布。

在会后的新闻发布会上，主席鲍威尔再次提到，截止上个月总体就业人数仍比疫情前的水平低950万，考虑到劳动力参与率远低于疫情前的水平，劳动力市场复苏仍有很长的路要走。在通胀方面，主席鲍威尔重申，今年任何超过2%的通胀都大概率是暂时性的，这种情况不符合在新的弹性平均通胀目标（FAIT）框架下加息的标准。关于缩减资产购买计划速率的问题，主席鲍威尔再次重申，只有在FOMC看到美国经济朝着双重目标取得"切实的实质性进展"而非"预期进展"才会实施。简言之，主席鲍威尔向市场保证，加息的门槛现在非常高，并且只会根据实质性进展决定是否缩减资产购买计划的速率，而不仅仅是根据预期而定，并且一旦这一时刻来临，美联储也一定会提前公布。

大幅调升2021年经济预测。FOMC再次显著上调了其经济预测，目前认为今年实际GDP将反弹6.5%（12月预测：4.2%）。年底失业率将降至4.5%，并在2023年底恢复至新冠疫情前的水平（2021/2022/2023年底：4.5%/3.9%/3.5%）。我们观察到的一个值得注意的变化是，FOMC将（长期）自然失业率下调了0.1个百分点至4.0%，我们对此的解读是，美联储官员们现在可能认为，一些人已经永久性地离开了劳动力市场。核心PCE通胀率也被修正，2021年四季度将达到2.2%，超过了2%的目标，但在2022/2023年底又会回到2.0%和2.1%。此外，更新后的点阵图依旧显示美联储在2023年底之前不会加息，但委员们之间的分歧出现加剧。

我们的观点：我们认为美联储大致满意目前美国在经济复苏、大规模疫苗接种和财政行动方面取得的进展。向前看，由于经济前景好转，美联储不太可能仅仅基于对复苏预期改善而产生的收益率上升去采取直接干预收益率的行为，除非在此过程中出现一些明显的美国国债市场"无序"事件。在没有任何政策变化的情况下，通过再次表达自己的旧观点，并以更加鸽派的语气重申美联储新货币政策框架的基本原则，鲍威尔成功安抚市场，这可能是他担任美联储主席以来最成功的一次新闻发布会表现。展望未来，美联储之后面临的真正考验将是当通货膨胀持续超过2%，但就业却还未达到最高水平的时候该如何应对，但这还有很长的一段路要走。

郭圆涛, PhD

+852 3189 6121
jessieguo@cmschina.com.hk

张轩扬, PhD

+852 3189 6751
harringtonzhang@cmschina.com.hk

钱鹭, CFA

+852 3189 6752
edithqian@cmschina.com.hk

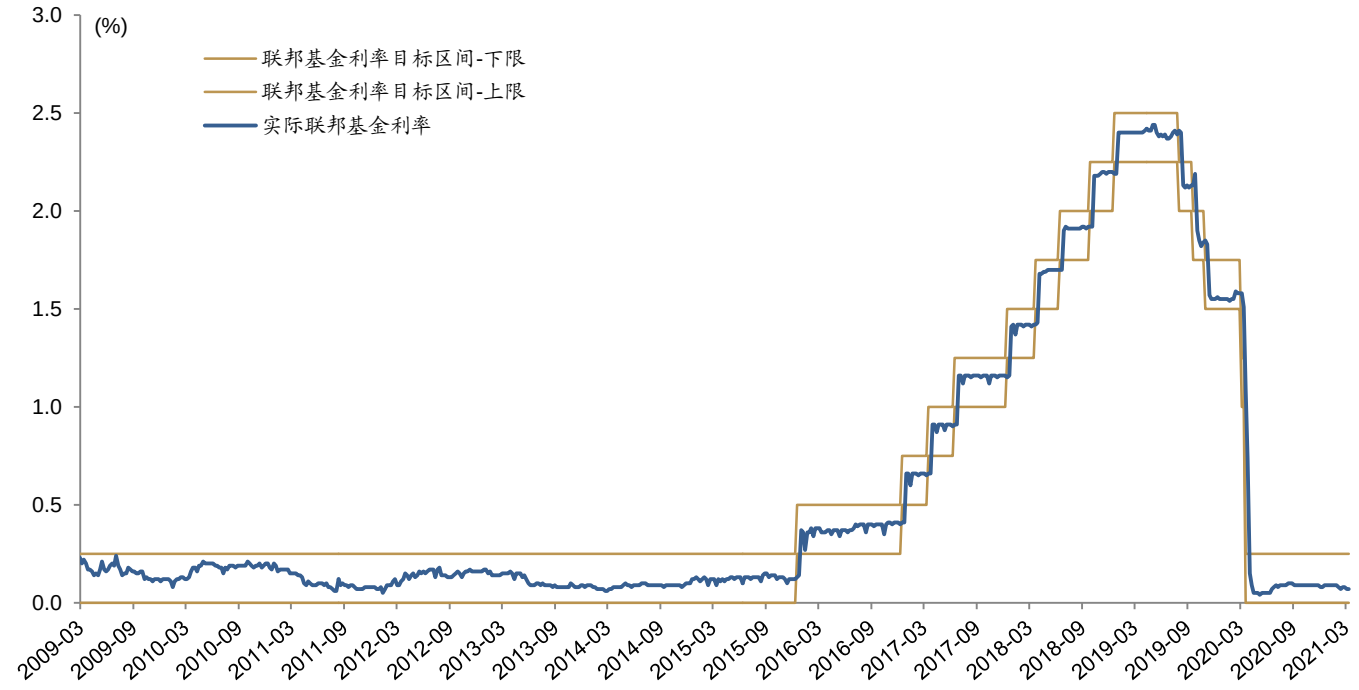
相关报告

1. US industrial production contracted in February (17 Mar 2021)
2. 美国 2 月零售录得环比回落(2021/03/17)
3. 美国 1 月零售录得强劲反弹 (2021/02/18)
4. 能源价格推高美国 12 月消费者价格通胀 (2021/01/14)
5. 民主党拿下美国国会控制权 (2021/01/07)
6. 12 月 ISM PMI：制造业活动加速扩张 (2021/01/06)
7. **美联储对资产购买计划提供新指引 (2020/12/17)**
8. **12 月 FOMC 会议前瞻 (2020/12/14)**
9. **财政政策不确定环境下美联储选择按兵不动 (2020/11/06)**
10. **美联储 11 月 FOMC 会议前瞻(2020/10/30)**
11. **美联储引入新前瞻指引(2020/09/17)**
12. **美联储 9 月 FOMC 会议前瞻(2020/09/11)**
13. **美联储修订政策框架；引入平均通胀目标 (2020/08/29)**

图表

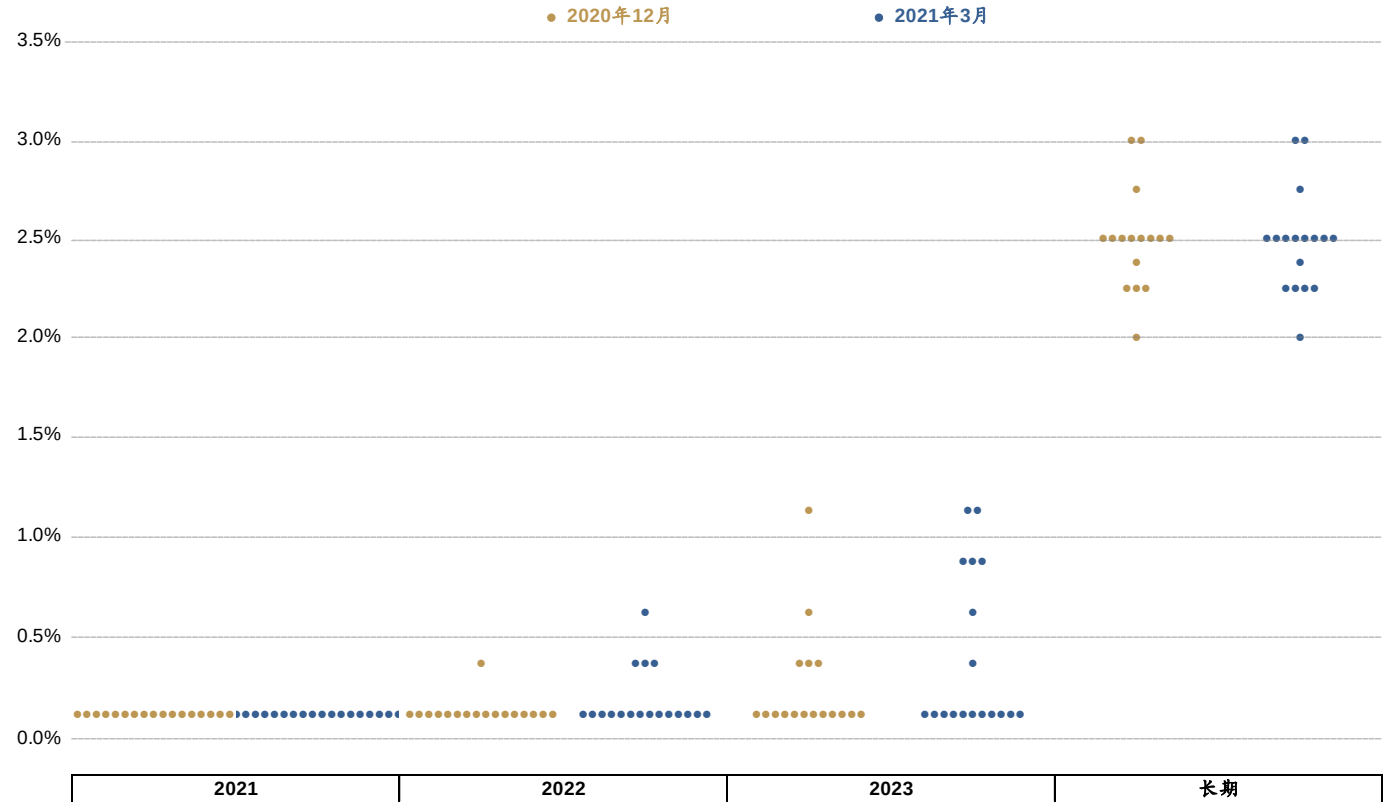
图表 1: 美国联邦基金利率 3
图表 2: 联邦公开市场委员会（FOMC）官员对利率预测的点阵图 3
图表 3: 联邦公开市场委员会（FOMC）官员的最新经济前景预测 4
图表 4: 美联储资产负债表 5
图表 5: 美联储购买美国国债的速率近期并无明显变化 5
图表 6: M2 增长 5
图表 7: 美联储 13（3）紧急借贷便利余额 5

图表 1：美国联邦基金利率



资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部

图表 2：联邦公开市场委员会（FOMC）官员对利率预测的点阵图



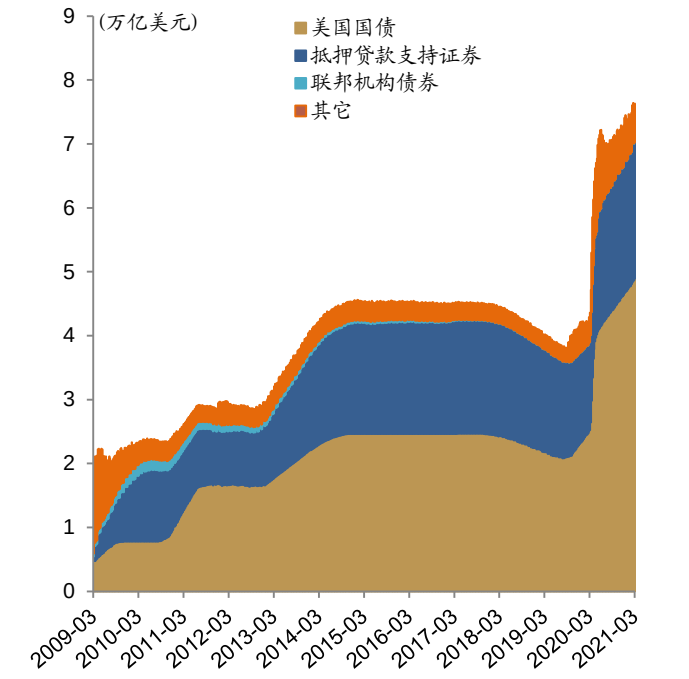
资料来源：美联储、招商证券（香港）研究部

图表 3：联邦公开市场委员会（FOMC）官员的最新经济前景预测

变量	中位数				集中趋势				范围			
	2021	2022	2023	长期	2021	2022	2023	长期	2021	2022	2023	长期
GDP增速	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
12 月预测	*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*
失业率	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
12 月预测	*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通胀	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
12 月预测	*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*
核心PCE通胀	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	
12 月预测	*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*	
备忘录：适当政策路径预测												
联邦基金利率	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
12 月预测	*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*

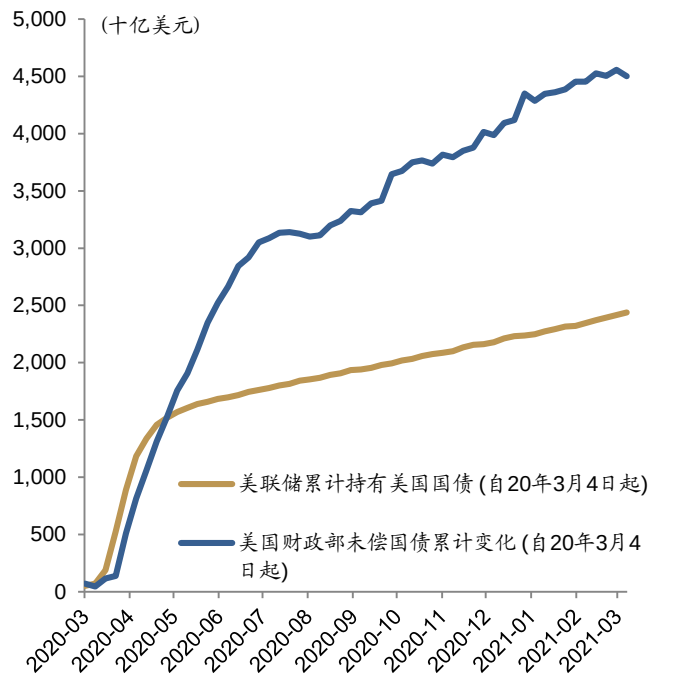
资料来源：美联储、招商证券（香港）研究部

图表 4：美联储资产负债表



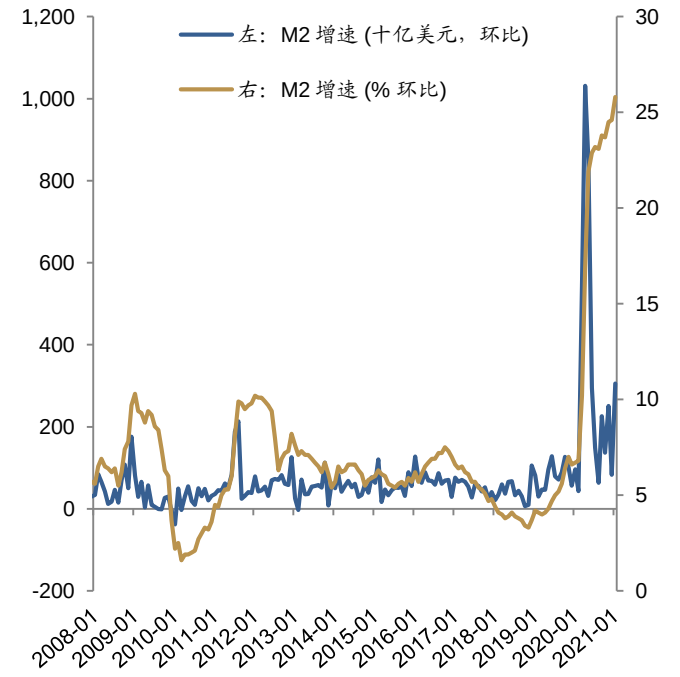
资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部

图表 5：美联储购买美国国债的速率近期并无明显变化



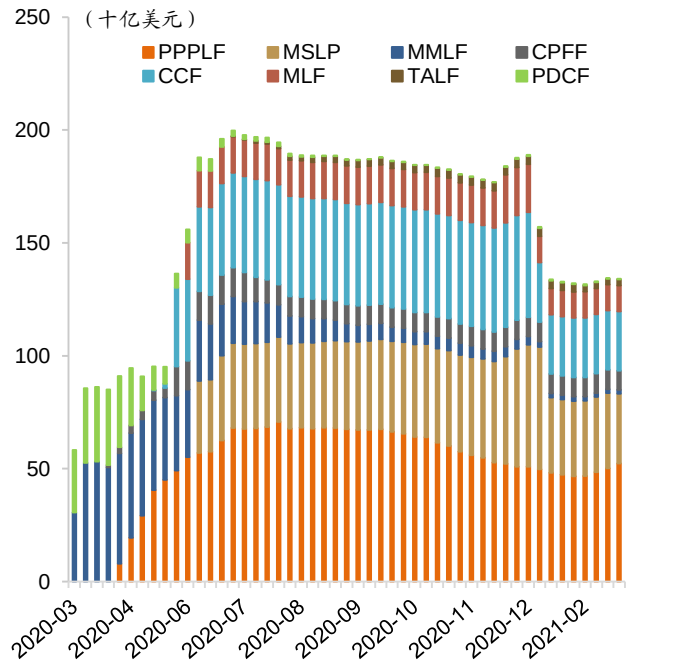
资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部

图表 6：M2 增长



资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部

图表 7：美联储 13（3）紧急借贷便利余额



资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部

投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
买入	预期股价在未来 12 个月上升 10%以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10%或以内
卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 10%以上

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法；(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关系。

监管披露

有关重要披露事项，请参阅本公司网站之「披露」网页 http://www.newone.com.hk/cmshk/gb/disclosure.html 或 http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure。

免责条款

本报告由招商证券（香港）有限公司提供。本报告的信息来源于被认为可靠的公开资料，但招商证券（香港）有限公司、其母公司及关联机构、任何董事、管理层、及员工（统称"招商证券"）对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何陈述及保证。招商证券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。

本报告中的内容和意见仅供参考，其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告中讨论的证券，工具或策略，可能并不适合所有投资者，某些投资者可能没有资格参与其中的一些或全部。某些服务和产品受法律限制，不能在全球范围内不受限制地提供，和/或可能不适合向所有投资者出售。招商证券并非于美国登记的经纪自营商，除美国证券交易委员会的规则第 15(a)-6 条款所容许外，招商证券的产品及服务并不向美国人提供。

招商证券可随时更改报告中的内容、意见和估计等，且并不承诺提供任何有关变更的通知。过往表现并不代表未来表现。未来表现的估计，可能基于无法实现的假设。本报告包含的分析，基于许多假设。不同的假设可能导致重大不同的结果。由于使用不同的假设和/或标准，此处表达的观点可能与招商证券其他业务部门或其他成员表达的观点不同或相反。

编写本报告时，并未考虑投资者的财务状况和投资目标。投资者自行决定使用其中的任何信息，并承担风险。投资者须按照自己的判断，决定是否使用本报告所载的内容和信息，并自行承担相关的风险。且投资者应自行索取独立财务及／或税务专业意见，并按其本身的投资目标及财务状况自行评估个别投资风险，而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归招商证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。对于因使用或分发本文档而引起的任何第三方索赔或诉讼，招商证券不承担任何责任。

本报告仅在适用法律允许的情况下分发。如果在任何司法管辖区、任何法律或法规禁止或限制下，您仍收到本报告，则不旨在分发给您。尤其是，本报告仅提供给根据美国证券法允许招商证券接触的某些美国人，而不能以其他方式直接或间接地将其分发或传播入美国境内或给美国人。

在香港，本报告由招商证券（香港）有限公司分发。招商证券（香港）有限公司现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。目前的经营范围包括第 1 类（证券交易）、第 2 类（期货合约交易）、第 4 类（就证券提供意见）、第 6 类（就机构融资提供意见）和第 9 类（提供资产管理）。

在韩国，专业客户可以通过 China Merchants Securities (Korea) Co., Limited 要求获得本报告。

在英国，本报告由 China Merchants Securities (UK) Co., Limited 分发。本报告可以分发给以下人士：(1) 符合《2000 年金融服务和市场法》（2005 年金融促进）令第 19(5)章定义的投资专业人士；(2) 符合该金融促进令第 49(2)(a)至(d)章定义高净值的公司、或非法人协会等；或(3) 可以通过合法方式传达或促使其进行投资活动的邀请或诱使的人（根据《2000 年金融服务和市场法》第 21 条的定义）（所有这些人一起被称为“相关人”）。本报告仅针对相关人员，非相关人员不得对其采取行动或依赖该报告。本报告所涉及的任何投资或投资活动仅对相关人员开放，并且仅与相关人员进行。

如本免责条款的中、英文两个版本有任何抵触或不相符之处，须以英文版本为准。

© 招商证券（香港）有限公司　版权所有

香港
招商证券（香港）有限公司
香港中环交易广场一期 48 楼
电话：+852 3189 6888
传真：+852 3101 0828