

把握美联储政策逻辑，准确预判加息节奏

2023 年/3 月

海外宏观经济研究员 余琦

010-66555862

yuqi@chief-investment.com

事件：

昨夜美联储议息会议宣布：将联邦基准利率再次上调 25BP，至 4.75%-5% 的目标区间；同时，维持每月 600 亿美元国债和 350 亿美元 MBS 的缩减规模不变。

点评：

- 1、美联储今年两次加息 25 个基点，正是基于美联储货币政策的基本逻辑和规则，对此我们已经在此前的报告中做出明确判断。

近期市场对美联储加息节奏存在较大反复。在半个月前美联储主席鲍威尔的两次讲话，尤其是 3 月 7 日在参议院银行委员会听证会上鲍威尔担忧美国通货膨胀，提出要更大力度、更快地加息之后，市场上对于 3 月加息 50BP 的概率一度上升至 70.5%，对于联邦基金利率的峰值提升到 5.5%，甚至 5.75%。3 月 12 日硅谷银行事件之后，市场预期发生 180 度的反转。很多机构认为美联储应当停止加息，甚至应该降息，以避免危机的加重和经济衰退的出现。

尽管这段时间市场机构的预判发生剧烈变动，我们**始终坚持认为**：美联储或在 3 月再度加息 25bp 后进入利率观察期，市场利率终点有可能仅为 5%-5.10%，而 3 月美联储议息会议也完全验证了我们此前判断。事实上，从去年 9 月开始，我们基于对美国经济和美联储政策逻辑的深度研究，提出 11 月加息 75bp、12 月加息 50bp、2 月加息 25bp、3 月加息 25bp 等鲜明观点（见《9 月美国通胀快评》、《11 月非农数据快评》、《12 月美国通胀快评》、《1 月美国非农数据快评》等系列报告），而此后美联储的加息路径则**完全沿着**我们的判断进行。

- 2、从去年 3 月美联储首次加息 25BP 以来，这已经是联储第 9 次加息，也是继今年 2 月之后，连续 2 次放缓加息至 25bp。同时，3 月点阵图显示，2023 年利率终点为 5.1%，与 2022 年 12 月点阵图的预测值一致，表明 2023 年将只剩下 25bp 的加息空间，上半年大概率将结束加息。而 2024

年利率将大幅回落至 4.3%，2025 年将进一步回落至 3.1%。此外，本次会议删除了此前“持续加息是合适”的一贯表述，改为“预计一些额外的政策收紧可能是适当的”，**加息立场明显软化**。

- 3、针对近期的银行业危机，本次会议认为：美国的银行体系是健全和有弹性的，但最近的事态发展可能导致家庭和企业的信贷条件收紧，并对经济活动、就业和通货膨胀造成压力；这些影响的程度尚不确定。
- 4、鲍威尔在本次会后的发言偏鹰，认为尽管通胀总体回落，但核心通胀依然较高，美联储仍致力于达成 2% 的通胀目标；近期扩表只是为了临时性解决银行的流动性问题，并非货币政策转向。银行危机可能导致信贷收紧，一定程度上等同于加息，年内降息并非联储预期。
- 5、此次会议对于未来经济的判断：
 - 下调美国今明两年的 GDP 增长预期，上调 2025 年的 GDP 增长预期。2023 年 GDP 增长预期为 0.4%（12 月预计 0.5%），2024 年为 1.2%（12 月预计 1.6%），2025 年为 1.9%（12 月预计 1.8%）。
 - 下调今年的失业率预期，2024 年保持不变，上调 2025 年的失业率预期。2023 年失业率预期为 4.5%（12 月预计 4.6%），2024 年保持 4.6%，2025 年为 4.6%（12 月预计 4.5%）。
 - 上调今年的通胀预期，未来两年保持不变。2023 年 PCE 预期为 3.3%（12 月预计 3.1%），2024 年保持 2.5%，2025 年保持 2.1%。
- 6、会后美股冲高回落，美元指数、美债收益率则是直接下行，黄金则是大幅上涨。CME 交易所预测美联储 5 月不加息的概率已经提升至 62.6%，同时预测最早 6 月、最迟 7 月将开始降息。目前市场已经开始从对美国通胀的担忧，转向高利率对金融业和实体经济伤害的博弈上。
- 7、我们的研究结论判断：

今年美国经济整体上将保持处于潜在经济增长率附近，**接近于均衡增长的舒适阶段**。对于美国经济将出现衰退的判断缺乏有效的证据和逻辑，大多基于主观判断。

今年第二季度，美国通货膨胀很可能出现明显下行，进而封闭美联储进一步加息的可能性。3、4 季度通货膨胀可能出现缓慢上行，但是斜率不大，不足以促使美联储采取加息政策。

伴随着经济的整体趋稳和劳动力市场的缓慢调整，今年 3 个季度美国劳动力市场供需缺口将逐渐缩小，失业率缓慢上升。

基于上述宏观判断，美联储加息周期基本结束，5 月大概率不加息，小概率继续加息 25bp，市场利率终点将很可能止步 5-5.10%，后期货币

政策可能转向以缩表操作为主。十年期美债收益率大概率无法突破 4%，中长期将持续下行。美元指数短期预计在 100-105 区间震荡，中长期将继续走弱。美股出现系统性风险概率不大，但需要关注近期流动性压力造成的大幅波动风险。此前提示的黄金交易机会仍可继续关注。

研究员声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析员在此声明：(1) 该研究员以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映了该研究员的研究观点；(2) 该研究员所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在还是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联系。

一般声明

本报告由香港致富证券有限公司（以下简称“致富证券”）制作，报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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和征价。本公司及本公司员工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。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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、财务顾问或者金融产品等服务。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本报告版权归致富证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

本报告内的所有意见均可在不作另行通知之下作出更改。本报告的作用纯粹为提供信息，并不应视为对本报告内提及的任何产品买卖或交易的专业推介、建议、邀请或要约。

香港	北京	上海	深圳
香港致富证券有限公司	香港致富证券有限公司北京代表处	香港致富证券有限公司上海代表处	香港致富证券有限公司深圳代表处
香港德辅道中 308 号 富卫金融中心 11 楼	北京市朝阳区建国门外大街 1 号 国贸大厦 1 期 608 室	上海市陆家嘴东路 161 号 招商局大厦 1309 室	深圳福田区福华路 399 号 中海大厦 6 楼
电话：(852) 25009228	电话：(8610) 66555862	电话：(8621) 38870772	电话：(86755) 33339666
传真：(852) 25216893	传真：(8610) 66555102	传真：(8621) 58799185	传真：(86755) 33339665

网址：www.chiefgroup.com.hk