



美联储行动或将先抑后扬



“溪云初起日沉阁，山雨欲来风满楼。” 3 月联储议息会议强调了近期地缘事件对美国经济和金融稳定可能带来的高度不确定性影响。因此，正如我们预期，联储最终选择稳健做法，在本次会议上常规加息 25 个基点以稳定市场紧张情绪。然而，考虑到短中期地缘风险对广泛通胀压力的进一步传导，未来联储或将把抑制高通胀摆在更加优先的位置。从抑制通胀的工具来看，持续加息配合提前缩表（或 5 月）的“量价组合”或将成为未来联储应对高通胀压力的常态化工具。

乌俄危机的外溢效益影响本次加息决策。

尽管从联储的双重目标来看，接近充分就业的劳动力市场以及持续的高通胀压力足以支持联储采取更为激进的加息举措。然而，考虑到乌俄危机的外溢效益对美国经济可能产生的高度不确定性影响，联储最终选择稳妥做法，在本次会议上加息 25 个基点。

具体来说，美联储的政策框架除了基于通胀和就业的双重使命外，同样会兼顾权衡金融市场的稳定性（如资产价格，美元体系，离岸市场）。基于实证研究，我们进一步发现全球地缘政治的外溢效应在短期内确实能够对美国金融市场产生显著的高度不确定性冲击，从而进一步放大经济的波动性，弱化经济增速。联储本次大幅下调今年 GDP 增长预测也从侧面印证了我们的实证发现。

未来联储或将把抑制高通胀摆在更为优先的位置。

一方面，考虑到乌俄两国均是全球能源和粮食出口大国，能源和粮食价格的上涨将进一步抬升通胀预期并广泛影响商品与服务价格上行。

另一方面，鲍威尔在问答环节中表示当前美国经济活动和就业仍表现强劲，因此暗示讨论进一步超常规加息是否将加剧美国经济衰退的意义并不大。

同时，鲍威尔多次强调了联储实现 2% 平均通胀目标的决心以及维护价格稳定对健康劳动力市场的重要性。这显示了联储未来或将把控制通胀摆在更为优先的位置。

从点阵图的变化来看，本次会议利率路径大幅上调，暗示未来联储内部更为鹰派姿态的可能性正在提高。此外，根据华尔街日报的最新民调结果，拜登政府糟糕的通胀治理能力使得超过 50% 的民众不认为今年拜登连任存在可能。因此，我们认为联储也将受到来自政治压力的影响从而在未来更加强调对高通胀压力的抑制。

量（缩表）价（加息）组合或将成抑制通胀的主要工具。

联储宣布预计将在下次（5 月）议息会议启动缩表计划，我们认为未来加息配合缩表的量价组合将成为抑制高通胀压力的常态工具。

具体来看，缩表通常被视为一种“数量”工具，主要是通过调整央行准备金存量的规模影响市场流动性。因此，缩表对市场的影响不如加息的作用更为直接。相比一次性超常规加息（如 50 个基点加息）对资产价格的

显著冲击，采用缩表配合常规加息的组合工具可能更加容易让市场接受。

其次，当前联储缩表的条件比 2017 年更为成熟。吸取了上一轮加息中回购市场暴露出的流动性问题，本次美联储设立常备回购便利工具(SRF)将保证回购市场流动性充裕。

最后，本轮缩表的节奏和规模或将更具弹性，从而有效配合联储加息以抑制广泛的通胀上行压力。当前美联储持有国债的加权平均久期相比 2017 年更短，缩减规模预计也将相对更快。基于我们的估计，本轮联储缩表规模每月预计为 900 亿美元以上(600 亿美元国债和 300 亿美元 MBS)，即每月缩表的最大步幅约为资产负债表规模的 1.1%。但不排除面对持续高通胀压力，联储阶段性上调每月缩表规模（如 1200 亿美元）或逐月渐进抬升缩表规模的可能。在基准情况下，我们预计本轮缩表将在 2025 年年中结束，缩表总规模将达到 3.3 万亿美元。

程实为工银国际首席经济学家，张弘頔为工银国际资深经济学家

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_39556

