



# 加息的艺术：鹰中有鸽



美联储如期加息 25 bp，符合预期。货币政策声明强调“广泛的价格压力”，经济预测中大幅上调今年底 PCE 通胀预测。根据点阵图，2022 年加息次数大幅增加至 7 次，且有 7 位委员认为应该加息 7 次以上，远超市场预期；2023 年底利率中值抬升至 2.8%，高于长期中性利率水平。“缩表”最快将于 5 月宣布，节奏将快于上一轮紧缩。这也再次说明，近期的地缘政治事件不会改变美联储紧缩的大方向。

美联储政策指引尽显鹰派本色，市场反应却比较正面，如何理解？我们认为应该从短期和中期两个维度看。

短期看，美联储释放了一个信号：既要抗通胀，也要避免衰退，为了避免衰退，可以容忍一些通胀。这是市场希望看到的结果。如果今年解决不了高通胀问题，明后年将以“超调”的方式控制通胀。这是美联储在夹缝中求生存、以时间换空间的做法，也是眼下的最优选择。

中期看，美联储对通胀的容忍会加大经济“滞胀”风险。如果美国经济承受不了多达 7 次的加息和更快的“缩表”，那么经济衰退也可能随之而来。总体上，美国货币紧缩仍将是贯穿 2022 年的主要宏观风险点。

本次会议美联储传递了四个信息：

1) 劳动力市场非常强劲，可以承受货币紧缩。美联储在货币政策声明中将就业增长稳健 (solid) 的措辞改为了强劲 (strong)，突出了对劳动力市场的信心。美联储主席鲍威尔在记者会上多次强调劳动力需求非常强

劲，供不应求极其严重 (extremely tight)。在经济预测中，尽管点阵图预测加息次数大幅增加，但对 2022-2023 年失业率的预测保持不变，说明美联储认为货币紧缩不会影响充分就业。美联储将 2022 年底 GDP 增速下调至 2.8% (前值 4.0%)，但该增速仍将高于长期 2% 的潜在增速。

2) 通胀是广泛的，且将持续更长时间。美联储在货币政策声明中增加了通胀受到更广泛的价格压力 (broader price pressures) 的描述，并在经济预测中大幅上调对通胀的预测。具体来看，2022 年底 PCE 通胀上调至 4.3% (前值 2.6%)，2023 年和 2024 年分别上调至 2.7% (前值 2.3%) 和 2.3% (前值 2.1%)。2022-2024 年核心 PCE 通胀分别上调至 4.1% (前值 2.7%)、2.6% (前值 2.3%) 和 2.3% (前值 2.1%)。

3) 2022 年加息次数或大幅上升，2023 年货币政策或将以“超调”的方式控制通胀。根据点阵图，2022 年底联邦政策利率将升至 1.9%，如果每次加息 25bp，对应加息次数为 7 次。这也再次说明，地缘政治事件不会改变美联储加息的大方向。2023 年底联邦政策利率升至 2.8%，对应加息 4 次，且利率水平将高于 2.4% 的长期利率目标。

从点阵图分布看，全部 18 个委员都认为 2022 年应该至少加 5 次息，其中，5 个委员认为要加 7 次息，7 个委员认为应加 8 次及以上。考虑到全年美联储只召开 7 次议息会议，这意味着有 7 位官员认为至少有一次会议上要加 50 bp。由于美国 3 月通胀有望继续走高并突破 8%，我们预计美联储在 5 月加息 50 bp 的概率较大。



4) 最快将于 5 月公布“缩表”计划。美联储称，将在未来的会议上 (at a coming meeting) 开始减持国债与 MBS。在被问及“缩表”时，鲍威尔称委员们已就缩表计划进行了良好的讨论，最快在 5 月就能公布该计划，整体“缩表”原则与框架将与上一轮紧缩相似，但速度将更快，相比于上次开启的时点也将更早。鲍威尔并未对“缩表”的方式给出更多信息。我们预计在三周后公布的会议纪要中将看到更多关于“缩表”的细节。

如何理解美联储的政策？我们认为应该从短期和中期两个维度看。

短期看，美联储释放了一个信号：既要加息抗通胀，也要想办法避免衰退，为了避免衰退，可以容忍一些通胀。我们此前指出，美联储现在处于进退两难的境地，加息太快，可能给市场造成冲击，甚至引发经济衰退；加息太慢，通胀将面临持续走高风险。也就是说，美联储必须在经济衰退和通胀超标之间做出权衡。此次指引表明，美联储倾向于在一段时间内先容忍通胀，再通过持续的加息降低通胀，而不是冒着经济衰退的风险强行压制通胀。这是美联储自救的手段，是一种在夹缝中求生存、以时间换空间的做法。

**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\\_39592](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_39592)

