



## 宏观专题

# 3月 FOMC：经济下修难改加息路径

## FedNote#4

### 证券分析师

芦哲

资格编号：S0120521070001

邮箱：luzhe@tebon.com.cn

### 联系人

张佳炜

资格编号：S0120121090005

邮箱：zhangjw3@tebon.com.cn

### 相关研究

#### #FedNote 系列

《美联储剧透了1月 FOMC 哪些鹰派信号——FedNote#1》

《市场对美联储的金搜预期何时反转——FedNote#2》

《一次加息 50bps 的可能性与影响——FedNote#3》

### 投资要点：

- **3月 FOMC 核心看点。**①下调增长预期，但认为经济仍强，完全能承受紧缩货币政策，2023 年大概率不会衰退；②点阵图&鲍威尔个人暗示 7 次加息，与期货模型预测一致，Bullard 投票 50bps 加息；③未明确缩表计划，但暗示 3 月纪要有细节，预计 5 月公布缩表计划，6/7 月执行。本次 FOMC 最大的亮点在于对经济“乐观鹰派”的立场。发布会上，鲍威尔认为即使全年 GDP 从 4.0%下修至了 2.8%，仍能支撑美联储的紧缩货币政策路径，且 2023 年衰退概率较低。向前看，我们认为美联储是否会关注加息对经济的影响，更多取决于通胀风险是否能够被定性为“缓释”这一前提。在通胀风险于 22Q3 缓释的前提下，此时 10y2y 接近的倒挂将开始酝酿增长风险，而增长、通胀双下修的宏观经济格局将使得市场/美联储下修/放缓通胀预期，进而打压美债利率。
- **风险提示：**美联储加速紧缩货币政策风险，俄乌战事失控风险，疫情恶化风险，通胀失控风险，美元流动性挤兑风险。

## 内容目录

1. 事件：如期加息 25bps，暗示经济强劲支撑紧缩政策.....	4
2. 加息：符合预期的加息操作与点阵图 .....	6
3. 缩表：警惕后续对缩表预期的加速修正.....	8
4. 展望：通胀仍是核心变量.....	9
5. 风险提示 .....	11

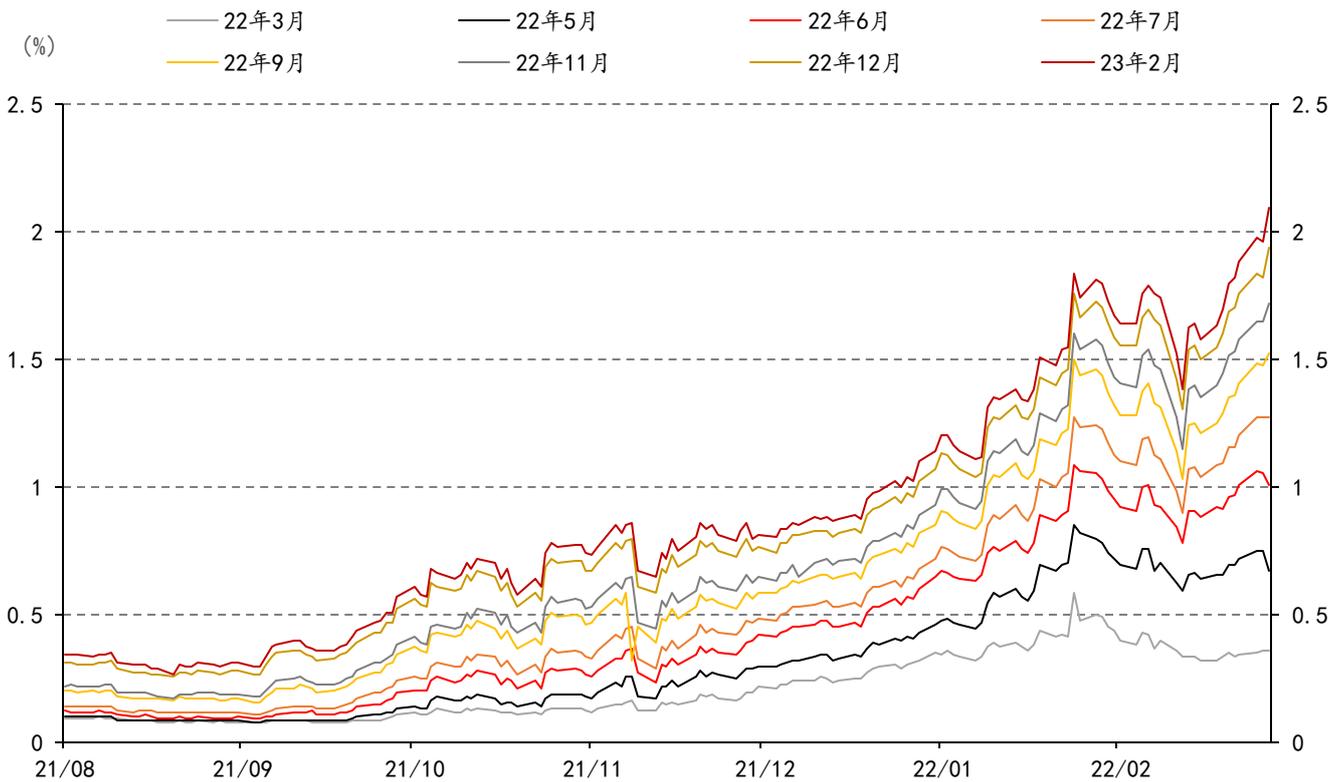
## 图表目录

图 1: 不同期限的联邦期货隐含加息利率时间序列 .....	4
图 2: 1月 SMP 预测资产负债表缩减路径-国债部分 .....	4
图 3: 1月 SMP 预测资产负债表缩减路径-MBS 部分 .....	4
图 4: FOMC 声明措辞对比: 1月 vs 3月 .....	5
图 5: SEP 对增长、通胀、失业率、联邦基金利率的预测 (2022 年 3 月 vs 2021 年 12 月) .....	6
图 6: 点阵图对比 2021 年 12 月 vs 2022 年 3 月 .....	6
图 7: 点阵图对比 2021 年 12 月 vs 2022 年 3 月 .....	7
图 8: 10 年美债风险中性利率 vs 全年隐含加息次数 .....	7
图 9: 1 年美债风险中性利率 vs 全年隐含加息次数 .....	7
图 10: 未来近 1 年隐含加息次数 vs 美债隐含的未来 1 年加息预期 (按 25bps/次计算) .....	8
图 11: 1 月 SMP 对未来缩表路径的中位数预期 .....	8
图 12: 本轮美国通胀的两种可能路径 .....	9
图 13: 2 年与 3 年 OIS 时间序列 .....	9
图 14: 2 年、10 年美债利率 vs 联邦基准利率时间序列 .....	10
图 15: 10y2y 期限利差 vs 标普 500 最大回撤时间序列 .....	10

## 1. 事件：如期加息 25bps，暗示经济强劲支撑紧缩政策

北京时间 3 月 17 日凌晨，美联储公布 3 月 FOMC 会议声明，会议如期加息 25bps，为 2019 年以来首次。尽管途中有超预期的 CPI 数据&Bullard 鹰派言论引发的 50bps 扰动（《一次加息 50bps 的可能性与影响——FedNote3》）和俄乌冲突避险情绪带来的降温，但 3 月 25bps 的加息预期中枢自其 1 月初被“剧透”以来（《美联储剧透了 1 月 FOMC 哪些鹰派信号——FedNote#1》）仍被联邦基金期货市场良好锚定（图 1）。此外，截止报告发布时，其他期限隐含利率并未出现明显变动。

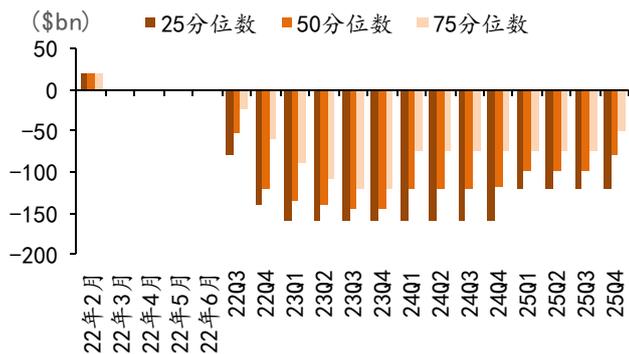
图 1：不同期限的联邦期货隐含加息利率时间序列



资料来源：彭博，德邦研究所

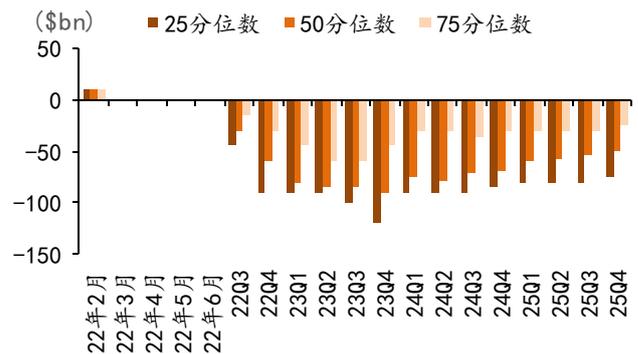
缩表方面，3 月 FOMC 声明显示缩表将在未来某次会议上开启 (*at a coming meeting*)，发布会上鲍威尔表示 3 月会议纪要上将展示更多关于缩表的细节，并重申缩表节奏将会比上次更快 (*faster than the last time*)。

图 2：1 月 SMP 预测资产负债表缩减路径-国债部分



资料来源：FRB，德邦研究所

图 3：1 月 SMP 预测资产负债表缩减路径-MBS 部分



资料来源：FRB，德邦研究所

从声明来看（图4），主要变化为：①删掉了疫情对经济仍存在影响的措辞；②认为俄乌事件对通胀有额外的上行压力（*additional upward pressure*）；③认为通胀将回归至2%。

图 4：FOMC 声明措辞对比：1 月 vs 3 月

Indicators of economic activity and employment have continued to strengthen. ~~The sectors most adversely affected by the pandemic have improved in recent months but are being affected by the recent sharp rise in COVID-19 cases.~~ Job gains have been **solid/strong** in recent months, and the unemployment rate has declined substantially. **Supply-Inflation remains elevated, reflecting supply** and demand imbalances related to the pandemic ~~and, higher energy prices, and broader price pressures.~~

**The invasion of Ukraine by Russia is causing tremendous human and economic hardship. The implications for the U.S. economy are highly uncertain, but in the near term the reopening of the economy have-** ~~continued~~invasion and related events are likely to contribute to elevated levels of **create additional upward pressure on inflation.** Overall financial conditions remain accommodative, in part reflecting policy measures to support the economy and the flow of credit to U.S. households and businesses **and weigh on economic activity.**

~~The path of the economy continues to depend on the course of the virus. Progress on vaccinations and an easing of supply constraints are expected to support continued gains in economic activity and employment as well as a reduction in inflation. Risks to the economic outlook remain, including from new variants of the virus.~~

The Committee seeks to achieve maximum employment and inflation at the rate of 2 percent over the longer run. **With appropriate firming in the stance of monetary policy, the Committee expects inflation to return to its 2 percent objective and the labor market to remain strong.** In support of these goals, the Committee decided to keep the target range for the federal funds rate at 0 to 1/4 percent. ~~With inflation well above 2 percent and a strong labor market, the Committee expects it will soon be appropriate to raise the target range for the federal funds rate. The to 1/4 to 1/2 percent and anticipates that ongoing increases in the target range will be appropriate. In addition, the Committee decided to continue to reduce the monthly pace of its net asset purchases, bringing them to an end in early March. Beginning in February, the Committee will increase expects to begin reducing~~ its holdings of Treasury securities **by at least \$20 billion per month and of agency debt and agency mortgage-backed securities by at least \$10 billion per month.** The Federal Reserve's ongoing ~~purchases and holdings of securities will continue to foster smooth market functioning and accommodative financial conditions, thereby supporting the flow of credit to households and businesses at a coming meeting.~~

In assessing the appropriate stance of monetary policy, the Committee will continue to monitor the implications of incoming information for the economic outlook. The Committee would be prepared to adjust the stance of monetary policy as appropriate if risks emerge that could impede the attainment of the Committee's goals. The Committee's assessments will take into account a wide range of information, including readings on public health, labor market conditions, inflation pressures and inflation expectations, and financial and international developments.

Voting for the monetary policy action were Jerome H. Powell, Chair; John C. Williams, Vice Chair; Michelle W. Bowman; Lael Brainard; ~~James Bullard;~~ Esther L. George; Patrick Harker; Loretta J. Mester; and Christopher J. Waller. **Voting against this action was James Bullard, who preferred at this meeting to raise the target range for the federal funds rate by 0.5 percentage point to 1/2 to 3/4 percent.** Patrick Harker voted as an alternate member at this meeting.

资料来源：FRB，德邦研究所

从 SEP 对经济的展望上看（图 5），3 月 FOMC 委员们将增长预期从 4.0% 下修至 2.8%，将通胀预期从 2.6% 上修至 4.3%。后者并不让市场感到意外，因为当前美国的通胀正处于升温态势，且俄乌局势对全年通胀本身亦存在边际抬升作用。比较让市场感到意外的对全年 GDP 增速的大幅下修，但发布会上鲍威尔表示，2.8% 仍然是一个强劲的增速（*still very strong growth*），并认为明年经济衰退的风险并不显著（*not particularly elevated*），且经济可承受更紧缩的货币政策（*can handle tighter monetary policy*）。

图 5: SEP 对增长、通胀、失业率、联邦基金利率的预测 (2022 年 3 月 vs 2021 年 12 月)

Variable	Median <sup>1</sup>				Central Tendency <sup>2</sup>			
	2022	2023	2024	Longer run	2022	2023	2024	Longer run
Change in real GDP	2.8	2.2	2.0	1.8	2.5-3.0	2.1-2.5	1.8-2.0	1.8-2.0
December projection	4.0	2.2	2.0	1.8	3.6-4.5	2.0-2.5	1.8-2.0	1.8-2.0
Unemployment rate	3.5	3.5	3.6	4.0	3.4-3.6	3.3-3.6	3.2-3.7	3.5-4.2
December projection	3.5	3.5	3.5	4.0	3.4-3.7	3.2-3.6	3.2-3.7	3.8-4.2
PCE inflation	4.3	2.7	2.3	2.0	4.1-4.7	2.3-3.0	2.1-2.4	2.0
December projection	2.6	2.3	2.1	2.0	2.2-3.0	2.1-2.5	2.0-2.2	2.0
Core PCE inflation <sup>4</sup>	4.1	2.6	2.3		3.9-4.4	2.4-3.0	2.1-2.4	
December projection	2.7	2.3	2.1		2.5-3.0	2.1-2.4	2.0-2.2	
Memo: Projected appropriate policy path								
Federal funds rate	1.9	2.8	2.8	2.4	1.6-2.4	2.4-3.1	2.4-3.4	2.3-2.5
December projection	0.9	1.6	2.1	2.5	0.6-0.9	1.4-1.9	1.9-2.9	2.3-2.5

资料来源: FRB, 德邦研究所

## 2. 加息: 符合预期的加息操作与点阵图

除去 3 月 25bps 已被充分计价的加息预期外, 本次点阵图公布的全年中位数与众数加息预期均为 7 次 (图 7)。不过由于事件已被联邦利率期货市场充分计入 (图 1), 这并未给市场带来太大的扰动。

图 6: 点阵图对比 2021 年 12 月 vs 2022 年 3 月

Percent Range	2022		2023	
	December projections	March projections	December projections	March projections
0.38 - 0.62	1			
0.63 - 0.87	5			
0.88 - 1.12	10			
1.13 - 1.37	2		2	
1.38 - 1.62		1	5	
1.63 - 1.87		3	3	
1.88 - 2.12		5	5	
2.13 - 2.37		2	3	1
2.38 - 2.62		3		4
2.63 - 2.87		1		3
2.88 - 3.12				3
3.13 - 3.37		1		2
3.38 - 3.62				1
3.63 - 3.87				2

资料来源: FRB, 德邦研究所

将点阵图根据各FOMC委员的货币政策倾向进行映射可发现，全年票型的倾向是更加鹰派的。最鹰派的委员 Bullard 在 3 月 FOMC 会议上投票支持 50bps 的加息，并且根据映射，其在本轮点阵图中给出的全年加息次数应为 12 次（即今年剩下的 6 次 FOMC 会议均需要 50bps 的加息）。发布会上，鲍威尔表示虽然 FOMC 内部就全年加息路径仍然存在分歧（图 6 可见，本次点阵图的预测较上次比更加离散），但后续仍有 7 次会议和 7 次加息（*but there's seven remaining meetings and seven rate hikes*），暗示其个人在点阵图中的位置。

图 7：点阵图对比 2021 年 12 月 vs 2022 年 3 月

2022年2月以来FOMC票委一览				3月点阵图映射加息次数推算
政策倾向	任职者	理事/地方联储	投票权	
非常鹰派	James B Bullard	St Louis	轮值	12
鹰派	Michelle W Bowman	理事	永久	9
鹰派	Christopher Waller	理事	永久	9
鹰派	Loretta Mester	Cleveland	轮值	9
鹰派	Esther L George	Kansas City	轮值	8
鹰派	Raphael Bostic	Atlanta	无	8
中性	Jerome H Powell	主席	永久	7
中性	Patrick Harker	Philadelphia	替补	7
中性	John C Williams	New York	永久	7
中性	Thomas Barkin	Richmond	无	7
中性	Mary Daly	San Francisco	无	7
鸽派	Lael S Brainard	副主席	永久	6
鸽派	Charles Evans	Chicago	替补	6
非常鸽派	Neel Kashkari	Minneapolis	替补	5
-	空缺	监事副主席	永久	
-	Lisa D. Cook	理事	永久	
-	Philip Jefferson	理事	永久	
-	空缺	Dallas	明年	
-	空缺	Boston	轮值	

资料来源：FRB，彭博，德邦研究所

总体看，点阵图反映出全年加息预期大幅上修，中位数&众数均由之前的 3 次上调为 7 次，但分布明显更加分散。这里 7 人支持 7 次以上加息，即预期今年出现一次 50bps 的加息。不过我们认为，**7 次及以上的加息更多是出于管控市场预期、震慑通胀预期的目的。目前美债利率计入了约 5 次加息预期**（图 10），与点阵图、联邦基金利率期货之间存在 2 次的分歧。我们倾向于认为，在通胀下半年回落的基准假设下，全年加息节奏为上半年 3 次（75-100bps），下半年 1-2 次（每次 25bps），全年联邦基金利率水平提升至 125bps。当前市场充分定价加息预期，我们认为加息难以对美债带来增量的紧缩流动性冲击。

图 8：10 年美债风险中性利率 vs 全年隐含加息次数



资料来源：彭博，德邦研究所

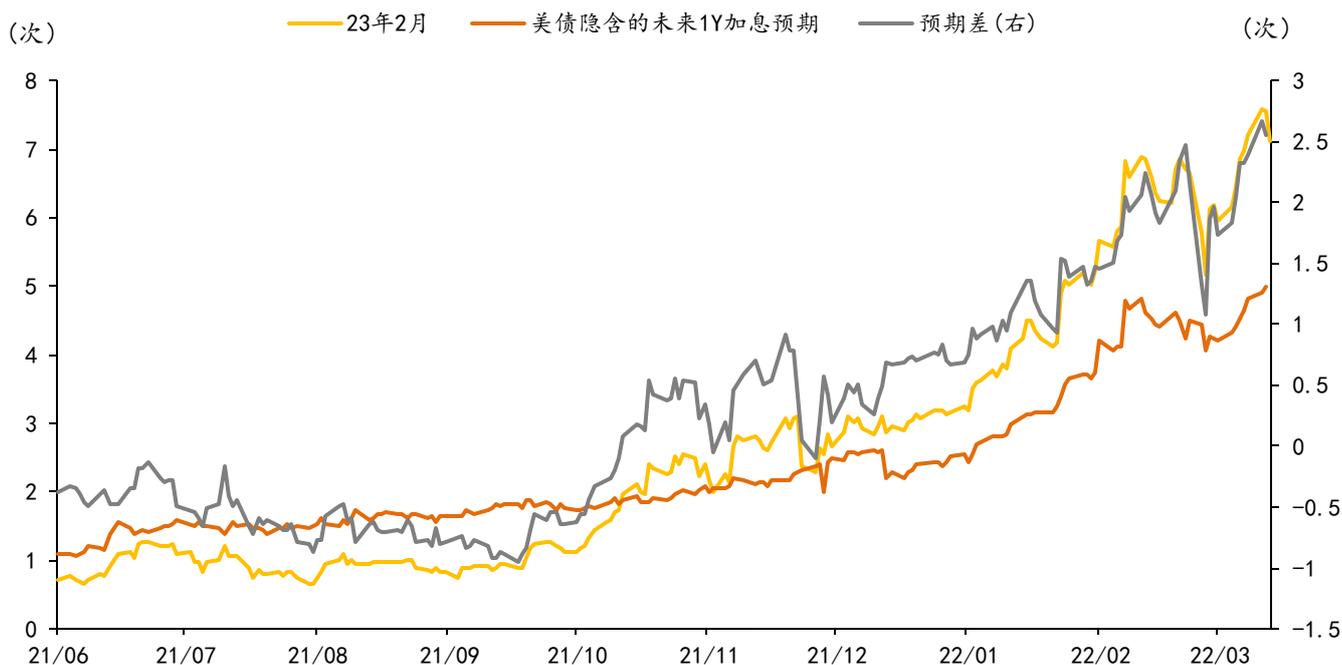
图 9：1 年美债风险中性利率 vs 全年隐含加息次数



资料来源：彭博，德邦研究所

同时，从近期美债利率的走势看，中性利率与全年隐含加息预期继续同步走高（图 8、9）。

图 10：未来近 1 年隐含加息次数 vs 美债隐含的未来 1 年加息预期（按 25bps/次计算）

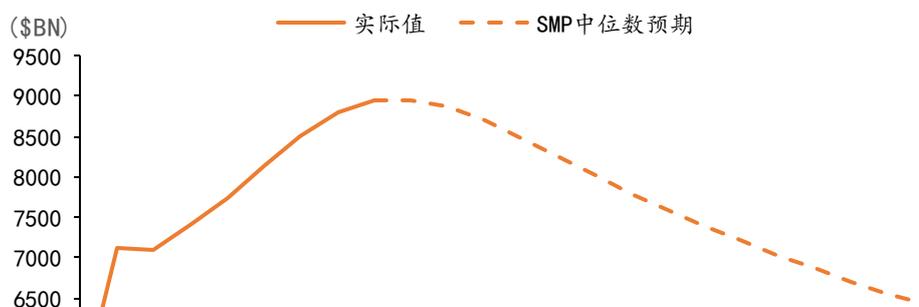


资料来源：FRB，德邦研究所

### 3. 缩表：警惕后续对缩表预期的加速修正

根据 1 月 SMP 中值预期我们描绘了本轮的缩表路径（图 11），本次缩表将开始 2022 年 7 月（图 2、3），在 2023 年达到缩减速率的峰值，2025 年再度放缓（缩表的 taper），最终在 25Q4 将美联储的资产负债表收缩至 6.4 万亿美元。

图 11：1 月 SMP 对未来缩表路径的中位数预期



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\\_39514](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_39514)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn