

# 美债收益率本轮上行预计 Q2 见顶

## ——美联储3月议息会议传递的信号

### 报告导读/核心观点

3月议息会议美联储如期加息25BP，点阵图隐含年内加息7次每次25BP的加息预期；缩表方面，鲍威尔给出最快可能于5月启动缩表的指引；经济数据预测的调整方向隐含滞胀预期。美联储管控的目标重在通胀预期，当前鹰派态度的本质是通过紧缩预期打压通胀预期，通胀预期回落后联储当前的鹰派态度未必能够持续兑现。整体来看，我们上调全年加息预期至3次，预计上半年加息缩表按步推进下半年紧缩暂停；短期紧缩难的制约源自金融稳定（收益率曲线倒挂以及衍生的美股稳定性问题），全年更重要的掣肘源自中选背景下通胀预期回落后首要目标逐渐让位增长。美联储较早指引缩表主要出于政策空间考虑，加息不及预期也将使持续缩表必要性下降。本轮美债收益率上行已临近见顶，短期在CPI尚未见顶、紧缩预期仍有增强空间的情况下预计仍将维持高位震荡，高点预计位于2.3%-2.4%附近；预计5月紧缩预期逐步兑现后美债收益率将见顶回落，年内紧缩预期的逐步证伪将加速收益率的回落。

### □ 美联储本月加息25BP并预期未来持续加息，给出5月启动缩表的模糊预期

利率区间方面，美联储将基准利率区间上调至0.25%-0.5%区间，加息25BP。逆回购利率与超额准备金利率（IOER）作为利率走廊也整体上调25BP，符合预期。同时，本次议息会议指出“未来持续的加息将是合适的操作”，对应点阵图2022年底的利率预测中值位于1.75%-2.0%区间，隐含了年内每次议息会议均加息25BP的预测。会后声明中，鲍威尔进一步指出如果未来通胀进一步恶化，联储也可能更快加息，这也意味着单次议息会议加息50BP的窗口并未完全关闭。

缩表方面，美联储本月正式完成Taper，4月不再购债，美国的流动性环境正式从二阶导拐点切向一阶导拐点；同时声明指出：“预期在即将到来的议息会议（at a coming meeting）上启动缩表”，这一表述给出了5月启动缩表的模糊指引（之所以是模糊指引，我们认为“at the coming meeting”的表述指向5月缩表更为明确，这一时间有待后续官员表态进一步验证）；对应会后鲍威尔的表述同样是“最快”在5月份宣布启动缩表。除此之外，鲍威尔会后声明指出本轮缩表速度将快于上一轮（上一轮缩表的初始速度为100亿美元/月，历时1年升至500亿美元/月封顶）。

□ 经济预测调整方向隐含滞胀预期，点阵图隐含年内7\*25加息预期符合市场定价  
 本季经济数据预测的调整方向隐含滞胀预期，2022年经济增长预期大幅下调，通胀预期大幅上调。增长预测方面，2022年GDP增速预测由前次预测的4.0%大幅下调至2.8%，我们认为主要反映补库接近尾声经济动能衰竭以及乌克兰危机下粮油价格抬升后挤压需求。通胀预测方面，2022年PCE预测由前次预测的2.6%大幅上调至4.3%，我们认为主要反映短期受乌克兰危机影响粮油价格上行进一步加剧通胀压力。本月点阵图显示2022年加息7次，每次加息约25BP，相较2021年12月议息会议的加息预期进一步提升（前次点阵图显示2022年将加息3次）。至此点阵图已完全符合当前市场定价预期，截至报告时，CME联邦基金利率期货对2022年全年加息定价次数达7次。

□ 美联储认为通胀压力扩散但仍认为年内通胀回落，预期年末通胀低于去年水平  
 本月会议声明中对通胀压力来源的描述相较上月出现变化。1月认为疫情导致的供需缺口和经济重启推升通胀；本月认为疫情导致的供需缺口、能源价格和广谱的价格压力推升通胀。换言之，相较1月，美联储认为当前的通胀除了乌克兰危机导致的能源价格压力外还出现了更为广谱的扩散压力，我们认为这一压力主要源自于工资水平的持续性上涨导致通胀压力扩散。此外，鲍威尔还在会后声明中指出预期通胀将逐步走低，年末通胀将低于去年水平。

关于乌克兰危机方面，美联储认为这一事件对美国的影响存在高度不确定性，但短期最紧迫的影响仍然是对通胀产生了更多的上行压力，与我们此前预期一致。整体来看，本次议息会议联储的态度基本符合市场一致预期，并未有更鹰派的表述出现。美元在议息会议期间从99以上下挫至98.5以下；道指和纳指在会议期间涨幅持续扩大；10年期美债收益率小幅冲高至2.25%后小幅回落。

□ 较早指引缩表主要出于政策空间考虑，加息不及预期将使持续缩表必要性下降

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

联系人：林成炜

执业证书编号：S1230120080050

邮箱：linchengwei@stocke.com.cn

### 相关报告

报告撰写人：李超

对于缩表，我们仍然坚持前期观点，我们认为本次联储在本轮货币政策正常化的过程中较为仓促的提及缩表主要源于政策空间的考虑，政策空间即 10 年期-2 年期国债期限利差。正常加息周期均伴随期限利差收窄，期限利差收窄至 0 意味加息空间被耗尽，基本面趋势和股票市场均会明显承压。当前 10 年 2 年期期限利差不足 30BP，相较前次议息会议进一步收窄，政策空间明显小于历轮加息周期启动前平均水平（平均为 105BP）。鉴于缩表可以更多抬升长端利率（美联储持有国债的加权平均久期为 7.6 年，持债规模的缩减主要集中在长端），可以适当延缓期限利差的收窄速度为美联储提供加息政策空间。因此缩表可以视为与加息配合的组合拳，一旦未来加息幅度不及预期，则持续缩表的必要性也将明显降低。

#### □ 补库渐入尾声经济核心动能衰竭，消费接力较难预计美国经济全年逐季下行

**经济增长方面**，自 2021 年 Q3 财政补贴退潮以后美国经济核心动能均来自补库。2021 年 Q3 补库对 GDP 的环比增长贡献率达到 96%，Q4 环比增长贡献率小幅下行但仍然高达 70%。从我们估算的库存实际增速走势看，本轮补库大概率将于 Q1 结束，此后对经济的拉动作用将逐步趋弱。除此之外，大宗商品价格上涨也会抑制资本开支。

**消费方面**，美国消费自 2015 年起便整体处于中枢下行通道。2022 年疫情常态化后，预计将延续此前的下行态势。一是过去两年发放的超额财政补贴透支了部分耐用品消费需求，过去两年美国耐用品消费增速明显高于疫情前的趋势性增速。二是服务业消费向上修复的剩余空间也相对有限，如以疫前水平作为基准，2021 年个人服务消费已修复至 2019 年的 98%（耐用品消费和非耐用品消费分别是疫前的 127% 和 112%）。我们认为全年美国消费也将回归疫前的下行趋势，无法驱动经济超预期向上。整体来看，伴随经济核心动能补库渐入尾声，美国经济全年将面临逐季下行压力。

#### □ 上调全年加息次数至 3 次，预计上半年加息缩表按步推进下半年紧缩暂停

我们前期报告曾指出，美联储管控的目标重在通胀预期，当前鹰派态度的本质是通过紧缩预期打压通胀预期，通胀预期回落后联储当前的鹰派态度未必能够持续兑现。基于我们对通胀节奏的判断（预计美国本轮通胀增速上行预计将于 3 月见顶，通胀预期也将逐步回落，详细请参考前期报告《乌克兰危机下美国 CPI 何时见顶》），我们上调全年加息预期至 3 次，预计上半年加息缩表按步推进下半年紧缩暂停；**短期紧缩难的制约源自金融稳定，全年更重要的掣肘源自通胀预期的回落，首要目标逐渐让位增长；金融稳定问题主要源自收益率曲线的倒挂风险**，当前美国各期限的期限利差正在逐步收窄并逼近倒挂，10 年期和 7 年期国债收益率近日已经倒挂；10 年期和 5 年期国债期限利差在今日会后倒挂；10 年期和 2 年期国债期限利差截至报告时仅存 24BP。持续紧缩可能进一步增加倒挂风险继而冲击风险资产，金融稳定问题将成为美联储持续紧缩的制约。

**下半年加息难的更重要原因在于通胀预期回落后首要目标在中选背景下逐渐让位稳增长**。通胀端压力将边际减弱，3 月美国通胀增速见顶后将带动通胀预期逐步回落，通胀失控的风险逐步证伪；增长端压力将边际增强，补库渐入尾声后经济下行压力持续加大。在此背景下，美联储的首要目标可能逐步向稳增长切换，进一步加息甚至缩表的必要性将下降，美股也将在加息预期证伪后持续反弹助力民主党中选，全年来看预计美联储加息一次且难见缩表。

#### □ CPI 未见顶、紧缩预期仍有增强空间，美债收益率本轮上行预计 5 月见顶回落

**美债方面**，我们认为本轮美债收益率上行已临近见顶，但在 CPI 短期尚未见顶、紧缩预期仍有增强空间（联储官员在前瞻指引中对缩表力度或者未来某次议息会议加息幅度表态超预期）的情况下预计仍有小幅上行空间，高点预计位于 2.3%-2.4% 附近；预计 5 月紧缩预期逐步兑现后美债收益率将见顶回落。2 月以来美债收益率上行主要由通胀预期所驱动，2 月初至今上行超过 40BP，当前 10 年期国债隐含通胀预期已达 2.9%，在短期 CPI 未见顶通胀预期难回落的情况下预计美债收益率将维持高位震荡。

**美股方面**，未来美俄对抗常态化后资产价格将逐渐脱敏，因风险偏好冲击的资产价格回调将逐步修复。短期美股仍需回归主线关注未来加息预期和企业盈利下行共振对美股的冲击，下半年加息预期逐步证伪后叠加经济下行预期关注成长股反弹机会。

**黄金方面**，短期发挥避险属性价格同样大幅上行，符合我们前期判断；冲突逐渐常态化后预计将从当前的高位回调。但全年依旧看好黄金，尤其是下半美元下行将带动金价走高，全年我们认为伦敦金价格将突破 2000 美元。

**美元方面**，短期受避险情绪推动大幅上行，未来冲突逐渐常态化后预计将从当前的高位回调。2022 年美国加息力度不及预期以及欧洲补库滞后于美国启动，美元指数预计重回下行通道并下探 90。

风险提示：疫情超预期导致宽松周期延长；通胀超预期导致美联储快速收紧。

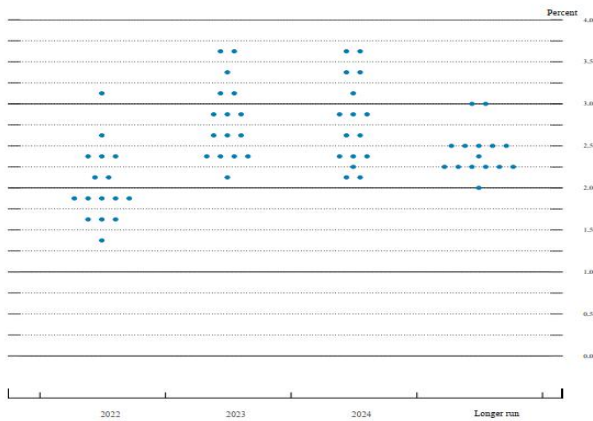
## 1. 重要图表

表 1：美联储整体下调经济增长预期、上调通胀预期 (%)

批准规模		2022	2023	2024	长期
实际 GDP 增长	22 年 03 月预测	2.8	2.2	2.0	1.8
	21 年 12 月预测	4.0	2.2	2.0	1.8
失业率	22 年 03 月预测	3.5	3.5	3.6	4.0
	21 年 12 月预测	3.5	3.5	3.5	4.0
PCE	22 年 03 月预测	4.3	2.7	2.3	2.0
	21 年 12 月预测	2.6	2.3	2.1	2.0
核心 PCE	22 年 03 月预测	4.1	2.6	2.3	
	21 年 12 月预测	2.7	2.3	2.1	

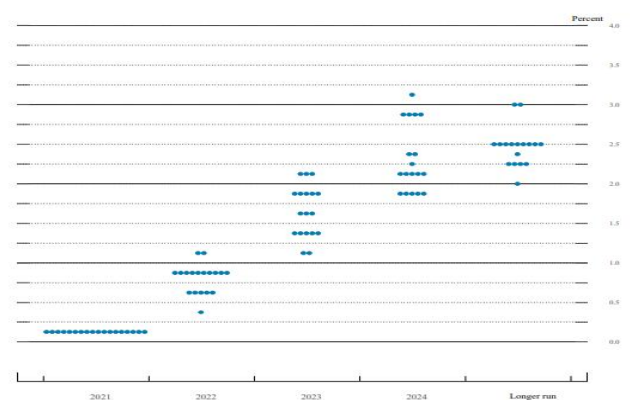
资料来源：美联储，浙商证券研究所

图 1：美联储 2022 年 3 月利率点阵图



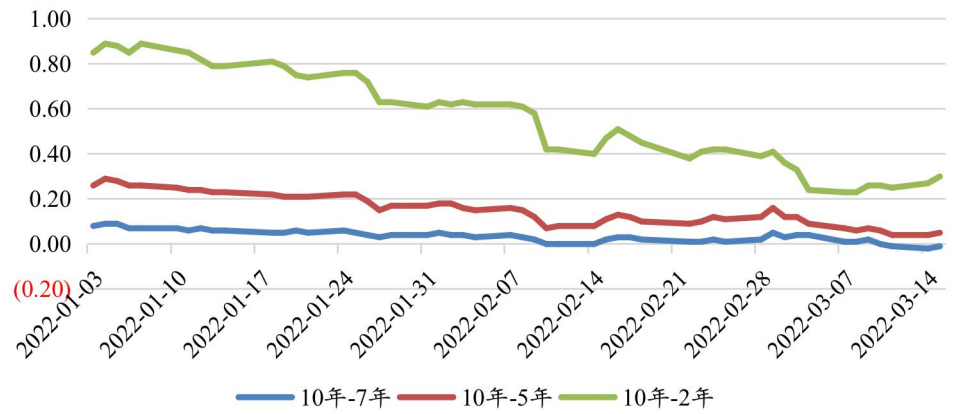
资料来源：美联储，浙商证券研究所

图 2：美联储 2021 年 12 月利率点阵图



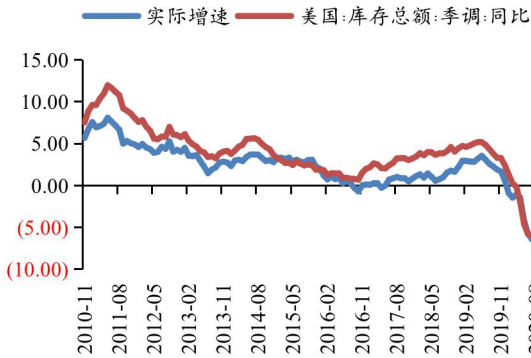
资料来源：美联储，浙商证券研究所

图 3：美国国债各期限利差情况 (%)



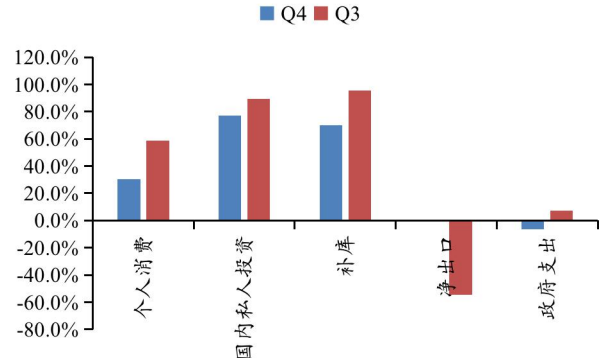
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 4：美国名义和实际库存增速（按 CPI、PPI 各 50%估算）



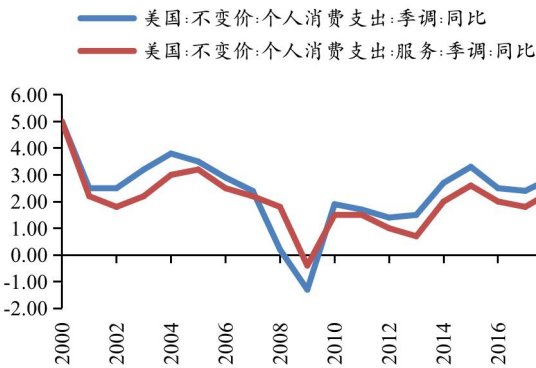
资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图 5：美国过去两季度经济环比增速的贡献率（%）



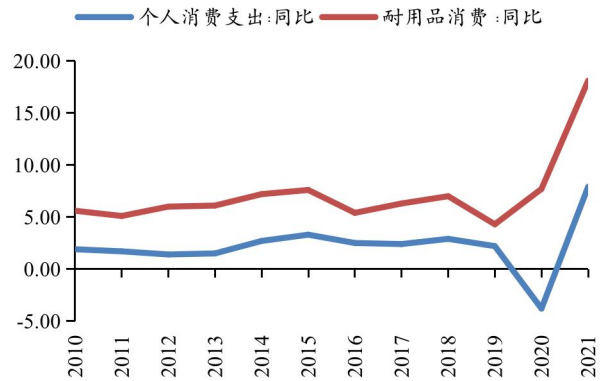
资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图 6：美国消费增速估算（%）



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图 7：美国过去两年耐用品消费明显高于潜在增速（%）



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

表 2：美联储历次《货币正常化原则和计划声明》发布节点

时间	发布背景
----	------

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\\_39521](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_39521)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn