

证券研究报告

宏观研究

点评报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号: S1500521040002
联系电话: 010-83326858
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

张云杰 宏观研究助理
联系电话: +86 13682411569
邮箱: zhangyunjie@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

这可能是一轮史诗级的加息周期

2022年3月17日

- **美联储如期加息 25 个基点，5 月将开启缩表。**3 月议息会议上，美联储自 2018 年 12 月以来首次宣布加息，幅度为 25bp，与市场预期吻合。公开市场操作利率同步上调，与加息幅度一致，其中隔夜回购利率由 0.25% 上调至 0.5%，隔夜逆回购利率由 0.05% 上调至 0.3%。点阵图显示，多数官员预测 2022 年将加息 7 次，较 12 月预期加息 3 次大幅提升，年底基准利率或升至 2%。会后鲍威尔表示将于 5 月开启缩表，与上次会议“缩表将紧随加息发生”的表述一致。
- **一轮史诗级的加息周期正在展开。**美联储即将进入沃尔克时期后，最猛烈的一轮加息周期。石油危机以来的四十年间，历任联储主席从未面临如此之高的通胀。自 2020 年 9 月会议以来，美联储始终强调保持宽松的政策立场、支持宽松金融环境。但在 3 月会议中全然删除了相关表述，鲍威尔声明“美国经济非常强劲，已做好应对紧缩货币政策的准备”，这象征着美联储政策立场的全面转向。而美联储对于经济增长的信心，源于劳动力市场的强劲表现，以及疫情负面影响趋于弱化。
- **地缘政治格局变迁下，高通胀持续时间进一步延长。**美联储对于通胀压力表现出十足的担忧，首次承认“通胀回到 2% 的价格稳定目标可能要比预期时间更长”。此外，能源价格上涨推高了整体通胀，俄乌冲突导致的原油和其他大宗商品价格飙升，给美国通胀带来了额外的上行压力。鲍威尔坦白，俄乌冲突对美国的影响高度不确定。基于此，FOMC 下修了对于实际 GDP 增长的预测，由 4% 降至 2.8%，上调了通胀预测，2022 年 PCE 增长 4.3%，明显高于 12 月预测。
- **中国央行再降息的可能性需要重新审视。**2 月金融数据发布后一度引发市场降息预期，但社融大起大落背后可能存在春节扰动，1-2 月合并看，信贷和社融并不差，不必被 2 月单月数据误导。此外，避免信贷塌方，重点是避免房贷塌方，解决房贷拖累，降息并非最契合的工具。日前，人民币汇率出现较大波动，中美利差大幅收窄，后续汇率仍存在较大贬值压力。综合考虑内外部各种因素，中国央行再降息的可能性明显减小，未来货币政策的发力点可能主要在于信贷规模扩张。
- **风险因素：**疫情再度恶化，俄乌冲突升级，美联储政策超预期收紧等。

目录

一、美联储如期加息 25 个基点，5 月将开启缩表	3
二、一轮史诗级的加息周期正在展开	4
三、中国央行再降息的可能性需要重新审视	6
风险因素	6

图目录

图 1: 3 月 FOMC 经济预测中的加息点阵图	3
图 2: 美联储联邦利率期货显示 2022 年将加息 7 次 (数据截至 3 月 16 日)	4
图 3: 3 月 FOMC 经济预测的最新结果	5
图 4: 美国本轮疫情已出现大幅好转	5
图 5: 美国劳动力市场持续强势恢复	6
图 6: 人民币汇率保持坚挺, 中美利差明显收窄	6

事件：

北京时间3月17日凌晨2:00，美联储公布3月利率决议。凌晨2:30，美联储主席鲍威尔召开新闻发布会。

一、美联储如期加息 25 个基点，5 月将开启缩表

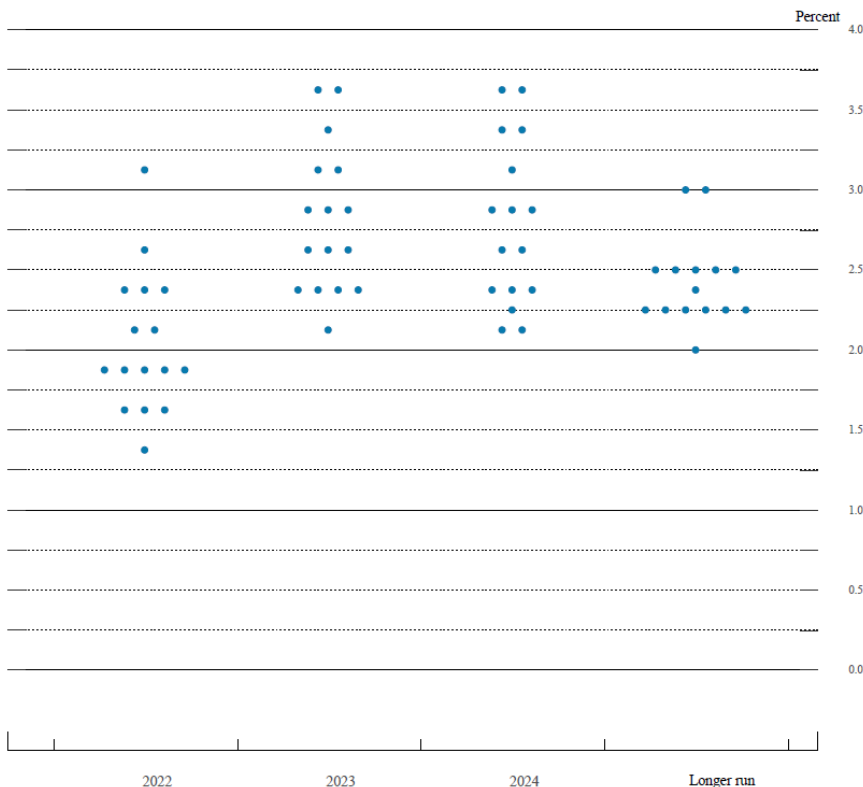
美联储如期加息 25bp。这是美联储自 2018 年 12 月以来首次宣布加息，会议之前，市场对于加息时点的预期一致，但对于加息幅度一度存在分歧。一是鲍威尔在 1 月议息会议后的鹰派表态“不排除每次会议都加息”、“加息空间相当大”，二是通胀持续走高，美国圣路易斯联储主席布拉德在 2 月份表示“希望尽快加息 50bp，7 月前应加息 100bp”，引发了市场对于 3 月会议一次加息 50bp 的预期。但在 3 月初的听证会上，鲍威尔几乎消除了加息幅度的不确定性，表示“倾向 3 月加息 25bp”。随后，美联储联邦利率期货显示的加息概率分布持续收敛，截至 3 月 16 日，加息 50bp 的概率从最高接近 30% 降至 3.7%，加息 25bp 概率则高达 96.3%，可以说，这一次会议的加息幅度基本符合市场预期。

公开市场操作利率同步上调，与加息幅度一致。在会议声明中，美联储宣布上调公开市场操作利率，其中隔夜回购的最低投标利率由 0.25% 上调至 0.5%，总限额维持 5000 亿美元不变；隔夜逆回购利率由 0.05% 上调至 0.3%，操作限额维持 1600 亿美元（单个交易对手/日）不变。

点阵图显示，多数官员预测 2022 年将加息 7 次，年底基准利率升至 2%。与 12 月预期加息 3 次相比，3 月经济预测的加息预期大幅强化，多数官员认为 2022 年将加息 7 次。市场预期与此相符，加权计算联邦利率期货隐含的加息概率，2022 年加息幅度约 182.5bp，折合加息 7.3 次（25bp/次）。

缩表将于 5 月开启。会后新闻发布会上，鲍威尔表示“将在下次会议上宣布缩表（We expect to announce the beginning of balance sheet reduction at a coming meeting）”，这与上次会议中“缩表将在加息进程开始后发生”的表述一致。在此前缩表要则的基础上，美联储暂未给出更多细节。

图 1：3 月 FOMC 经济预测中的加息点阵图



资料来源：美联储官网，信达证券研发中心

图 2：美联储联邦利率期货显示 2022 年将加息 7 次（数据截至 3 月 16 日）

MEETING DATE	25-50	50-75	75-100	100-125	125-150	150-175	175-200	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375
2022/3/16	96.30%	3.70%	0.00%	0.00%	0.00%									
2022/5/4	0.00%	46.60%	51.60%	1.90%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%				
2022/6/15	0.00%	0.00%	20.30%	48.70%	29.90%	1.10%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
2022/7/27	0.00%	0.00%	0.90%	21.60%	47.90%	28.60%	1.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
2022/9/21	0.00%	0.00%	0.20%	4.90%	26.60%	44.20%	23.30%	0.80%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
2022/11/2	0.00%	0.00%	0.10%	1.80%	12.40%	32.70%	36.90%	15.50%	0.50%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
2022/12/14	0.00%	0.00%	0.00%	0.50%	4.30%	17.20%	33.70%	31.90%	12.00%	0.40%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
2023/2/1	0.00%	0.00%	0.00%	0.20%	2.30%	10.40%	25.00%	32.80%	22.50%	6.50%	0.20%	0.00%	0.00%	0.00%
2023/3/15	0.00%	0.00%	0.00%	0.10%	0.70%	4.30%	14.00%	26.90%	30.30%	18.60%	5.00%	0.20%	0.00%	0.00%
2023/5/3	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.50%	3.10%	10.70%	22.50%	29.10%	22.60%	9.60%	1.80%	0.10%	0.00%
2023/6/14	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.20%	1.70%	6.50%	16.00%	25.50%	26.20%	16.80%	6.10%	1.00%	0.00%
2023/7/26	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.20%	1.30%	5.30%	13.70%	23.20%	26.00%	19.00%	8.60%	2.20%	0.30%

资料来源: CME, 信达证券研发中心

二、一轮史诗级的加息周期正在展开

3 月会议删除了“保持宽松货币政策立场”表述。自 2020 年 9 月会议以来，美联储始终强调“继续保持宽松的（accommodative）货币政策立场”、“支持宽松的金融环境（foster accommodative financial conditions）”，但在本月议息会议上，美联储全然删除了相关表述，鲍威尔声明“美国经济非常强劲，已做好应对紧缩货币政策的准备（be well positioned to handle tighter monetary policy）”，这象征着美联储政策立场的全面转向。

美联储对于经济增长的信心，源于劳动力市场的强劲表现，以及疫情负面影响趋于弱化。2 月美国非农数据显示，失业率触及疫情大流行后的低点 3.8%，1-2 月新增就业岗位达到 100 万个以上，2 月新增就业人数 67.8 万，创 2021 年 7 月后新高。美国本轮疫情已出现大幅好转，此前深受疫情影响的服务行业在 2 月取得超预期的就业数据，显示出疫情对就业市场的冲击正趋于缓解。

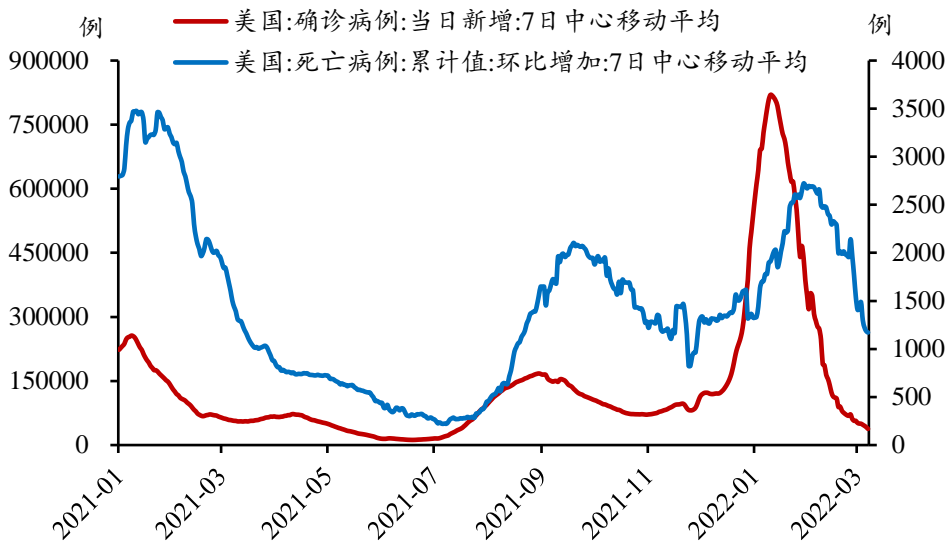
地缘政治格局变迁下，高通胀持续时间进一步延长。美联储对于通胀压力表现出十足担忧，承认“供给约束比预期的更强、持续时间更长（These supply disruptions have been larger and longer lasting than anticipated）”，“价格压力已蔓延至更广泛的商品和服务领域”，“通胀回到 2% 的价格稳定目标可能要比预期时间更长”。此外，能源价格上涨推高整体通胀，俄乌冲突导致的原油和其他大宗商品价格飙升，给美国通胀带来了额外的上行压力。鲍威尔坦白，“俄乌冲突对美国的影响高度不确定”。基于此，3 月 FOMC 官员对于 2022 年美国经济增长的预测出现下修，实际 GDP 增长由之前的 4% 下调至 2.8%，但仍然高于长期潜在增长率 1.8%。

一轮史诗级的加息周期正在展开。美联储即将进入沃尔克时期后，最猛烈的一轮加息周期。石油危机以来的四十年间，历任联储主席从未面临如此之高的通胀。3 月 FOMC 对于通胀的预测则明显高于 12 月，2022 年 PCE 增长 4.3%，2023 年 2.7%、2024 年 2.3%。

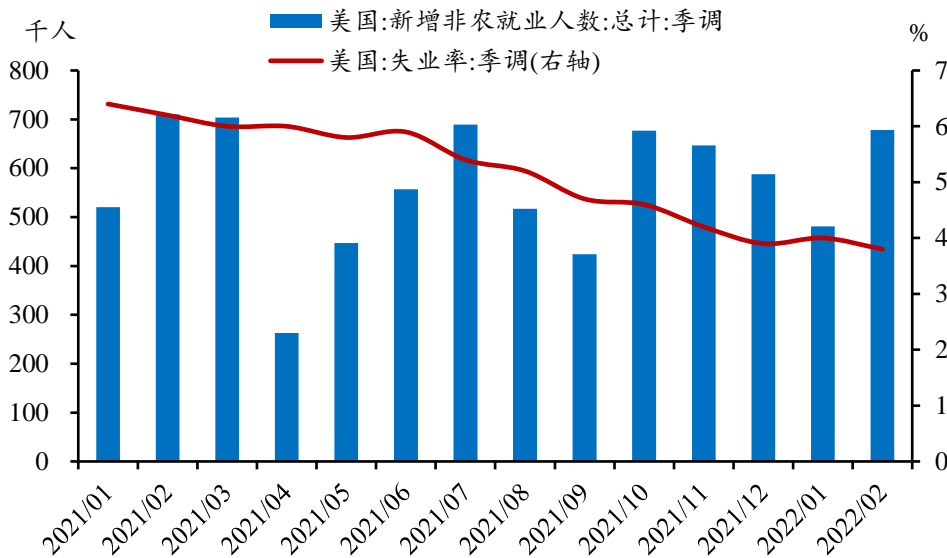
图 3：3 月 FOMC 经济预测的最新结果

变量 (%)	中位数				集中趋势			
	2022	2023	2024	长期	2022	2023	2024	长期
实际 GDP 增速	2.8	2.2	2.0	1.8	2.5-3.0	2.1-2.5	1.8-2.0	1.8-2.0
12 月预测值	4.0	2.2	2.0	1.8	3.6-4.5	2.0-2.5	1.8-2.0	1.8-2.0
失业率	3.5	3.5	3.6	4.0	3.4-3.6	3.3-3.6	3.2-3.7	3.5-4.2
12 月预测值	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	4.3	2.7	2.3	2.0	4.1-4.7	2.3-3.0	2.1-2.4	2.0
12 月预测值	2.6	2.3	2.1	2.0	2.2-3.0	2.1-2.5	2.0-2.2	2.0
核心 PCE	4.1	2.6	2.3		3.9-4.4	2.4-3.0	2.1-2.4	
12 月预测值	2.7	2.3	2.1		2.5-3.0	2.1-2.4	2.0-2.2	
联邦基金利率	1.9	2.8	2.8	2.4	1.6-2.4	2.4-3.1	2.4-3.4	2.3-2.5
12 月预测值	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: 美联储官网, 信达证券研发中心

图 4：美国本轮疫情已出现大幅好转


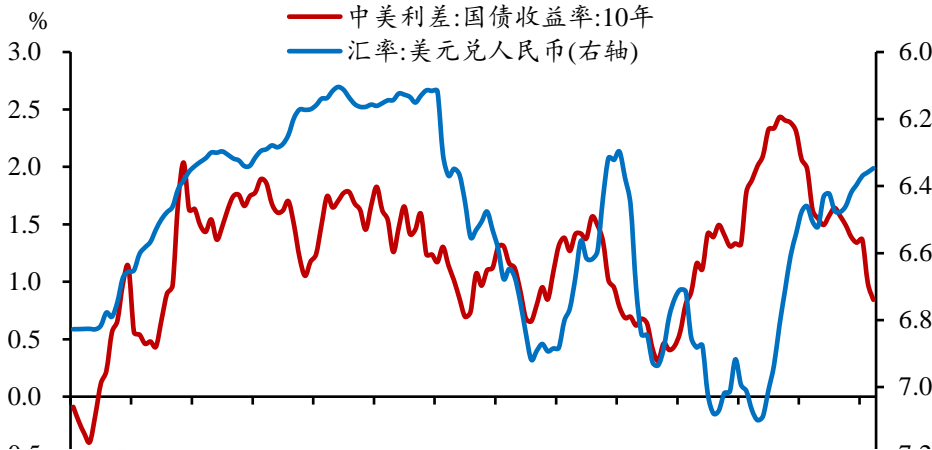
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 5：美国劳动力市场持续强势恢复


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

三、中国央行再降息的可能性需要重新审视

2月金融数据发布后一度引发市场降息预期，但社融大起大落背后可能存在春节扰动，1-2月合并看，信贷和社融并不差，不必被2月单月数据误导。此外，避免信贷塌方，重点是避免房贷塌方，解决房贷拖累，降息并非最契合的工具。日前，人民币汇率出现较大波动，中美利差大幅收窄，后续汇率仍存在较大贬值压力。综合考虑内外部各种因素，中国央行再降息的可能性明显减小，未来货币政策的发力点可能主要在于信贷规模扩张。

图 6：人民币汇率保持坚挺，中美利差明显收窄


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_39523



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>