

总量研究

下调经济预期，美联储最鹰时刻已过

——2022年3月美联储议息会议点评

要点

事件：

3月15-16日，美联储召开公开市场委员会（FOMC）货币政策会议，会议显示：

1) FOMC 投票决定将政策利率联邦基金利率的目标区间上调 25 个基点，升至 0.25%到 0.50%；声明预计，持续加息可能是合适的；

2) FOMC 预计将在接下来的会议中开始缩表；

3) 点阵图显示，2022 年联邦基金利率预测中值上调为 1.9%（12 月为 0.9%），2023 年预测中值为 2.8%（12 月为 1.6%），2024 年预测中值为 2.8%（12 月为 2.1%），长期利率保持在 2.4%；

4) 3 月 FOMC 对 2022 年 GDP 增速预测中值下调至 2.8%(12 月为 4%)，2023 年 GDP 预测中值持平在 2.2%，2024 年 GDP 预测中值持平在 2%；2022 年 PCE 通胀预测中值上调至 4.3%（12 月为 2.6%），2023 年上调至 2.7%（12 月为 2.3%）。

截至 3 月 16 日收盘，10 年期美债收益率上行 4bp 至 2.19%，股指全线上涨，标普 500 指数升 2.24%，纳斯达克指数升 3.77%，道琼斯工业指数升 1.55%。

核心观点：

3 月议息会议基本符合预期，点阵图对市场进行鹰派预期管理，有效控制通胀预期。虽然 FOMC 将 2022 年经济增长中位数从 4%显著下调至 2.8%，但鲍威尔多次强调美国经济维持韧性，提振市场信心，缓解市场对经济衰退的担忧。

向前看，激进加息将抑制信贷供给和消费需求、抬升资金成本，增加经济硬着陆风险。若俄乌局势缓和，降低油价对通胀压力，则美联储最鹰时刻已过。我们维持加息前置，下半年加息节奏放缓，全年加息次数不及市场预期的判断。

加息正式启动，鲍威尔边指引，边安抚

此次会议点阵图显示，2022 年和 2023 年全年加息次数分别为 7 次和 3 次，较 2021 年 12 月点阵图显著提升。虽然点阵图鹰派十足，但鲍威尔在新闻发布会中多次强调对经济增长的信心，缓解市场对经济衰退的担忧，使得三大股指在发布会后显著回升。就缩表节奏而言，此次缩表节奏将更快，预计美联储最快于 5 月宣布缩表。

加息后，美国经济衰退风险或将上行

市场对美国经济衰退风险的交易，导致美债收益率曲线日渐平坦。而收益率曲线平坦则会进一步引发经济衰退。向前看，若美联储持续激进加息，不仅会导致银行信贷紧缩，对消费、补库、住房需求都将有所抑制，而且，利率上行压制股市估值，抬升资金成本，降低市场信心可能加速抬升美国经济衰退风险。

预计美联储将紧密跟踪通胀和经济数据，评估加息对经济的影响。若通胀趋缓，则降低激进加息必要，全年加息 7 次的点阵图或不再现，美联储最鹰时刻已过。

风险提示：通胀超预期致美联储收紧政策；疫情超预期导致美国经济快速下行。

作者

分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002

010-56513108

gaoruidong@ebsecn.com

联系人：陈嘉荔

021-52523828

chenjiali@ebsecn.com

相关研报

俄乌冲突推升油价，美联储如何抉择？——2022年2月美国CPI数据点评（2022-03-11）

美国非农保持韧性，失业率下探至 3.8%——2022年2月美国新增非农数据点评（2022-03-05）

俄乌抽个泥土下，油价如何演绎？——《大国博弈》系列第十七篇（2022-3-3）

美国经济能承受几次加息？——美联储观察系列六（2022-02-23）

美联储1月议息会议纪要的四问四答？——2022年1月美国FOMC议息会议纪要点评（2022-02-17）

为什么美国不愿意加入CPTPP——《大国博弈》系列第十五篇（2022-01-10）

2021年美国就业市场强劲复苏，12月失业率下穿逾4%线——光大宏观周报（2022-01-08）

疫情冲击下的货币政策：美国劳动参与率的视角？——美联储观察系列五（2021-12-20）

鸽派鲍威尔，鹰派点阵图——2021年11月美联储议息会议点评（2021-12-16）

通胀符合预期，如何看下周美联储议息会议？——光大宏观周报（2021-12-12）

目 录

一、	加息正式启动，鲍威尔边指引，边安抚.....	3
二、	加息后，美国经济衰退风险或将上升	5
三、	风险提示.....	8

图目录

图 1:	美联储经济预测中位数：2022 年 3 月 vs. 2021 年 12 月.....	3
图 2:	2021 年 12 月点阵图.....	4
图 3:	2022 年 3 月点阵图.....	4
图 4:	美国隔夜逆回购规模维持高位，显示货币市场流动性充裕.....	5
图 5:	美国企业债利差开始小幅回升	6
图 6:	商业银行信贷增速开始回落	6
图 7:	房屋建造支出持续回落	6
图 8:	房贷利率持续上行，抑制房屋需求	6
图 9:	服务通胀开始超越商品通胀	7
图 10:	劳动力供需缺口维持较高水平.....	7
图 11:	美联储关注的长期通胀预期指标仍维持在相对稳定水平（%）	7

一、加息正式启动，鲍威尔边指引，边安抚

关于加息：3月加息 25bp 后，若有必要，美联储将快速加息。

FOMC 会议声明继续认可经济和劳动力市场保持强劲，新增承认“供需失衡令通胀仍然居高不下、俄乌冲突导致美国经济面临高不确定，且将对通胀形成上行压力”。在这样的背景下，委员会决定提高政策利率到 0.25%-0.5% 的范围内，并且持续加息可能是合适的，缩表将在接下来的（某一次）会议中开始。

“ongoing increases in the target range will be appropriate... expects to begin reducing its holdings of Treasury securities and agency debt and agency MBS at a coming meeting”。

美联储主席鲍威尔在新闻发布会中也表现出其打击通胀的决心，表明如果必要，美联储会快速加息。

“every meeting is a live meeting... if we conclude it would be appropriate to raise interest rates more quickly, then we’ ll do so.”

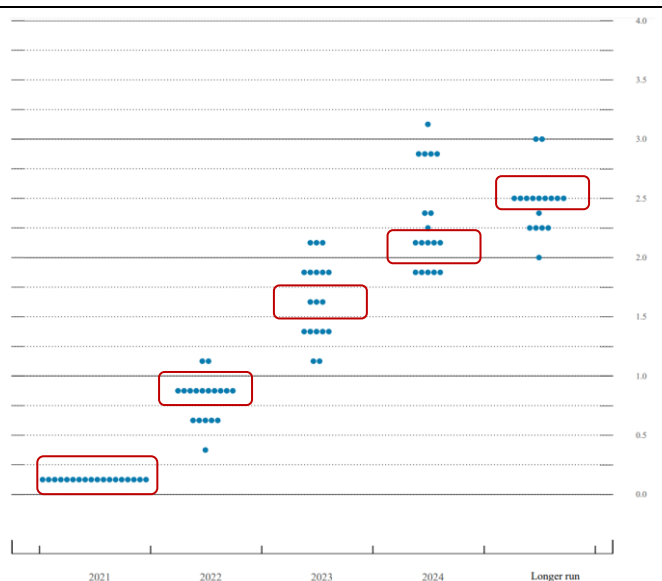
另外，此次会议中，美联储官员大幅提升 2022 年和 2023 年政策利率预期，显示 FOMC 可能更倾向于快节奏加息。在 2021 年 12 月的点阵图上，18 位与会美联储官员的预测中值为 2022 年加息三次、2023 年加息三次和 2024 年加息两次，对应的联邦基金利率将在 2024 年升至 2.10%。而此次会议中，美联储官员对 2022 年总体加息次数的预测提升为 7 次，2023 年加息次数为 3 次，2024 年为 0 次，对应联邦基金利率在 2024 年升至 2.8%。

图 1：美联储经济预测中位数：2022 年 3 月 vs. 2021 年 12 月

	2022	2023	2024	长期
实际GDP增速 (%)				
2022年3月	2.8	2.2	2	1.8
2021年12月	4	2.2	2	1.8
失业率 (%)				
2022年3月	3.5	3.5	3.6	4
2021年12月	3.5	3.5	3.5	4
PCE通胀 (%)				
2022年3月	4.3	2.7	2.3	2
2021年12月	2.6	2.3	2.1	2
核心PCE通胀 (%)				
2022年3月	4.1	2.6	2.3	
2021年12月	2.7	2.3	2.1	无
联邦基金利率 (%)				
2022年3月	1.9	2.8	2.8	2.4
2021年12月	0.9	1.6	2.1	2.5

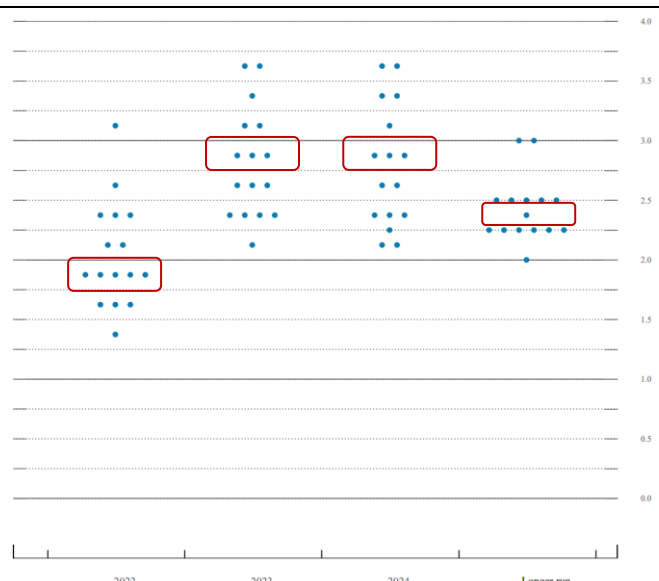
资料来源：美联储，光大证券研究所。

图 2：2021 年 12 月点阵图



资料来源：美联储，光大证券研究所，红圈内为中位数。

图 3：2022 年 3 月点阵图



资料来源：美联储，光大证券研究所，红圈内为中位数。

关于经济：经济维持强劲，预计 2022 年实际 GDP 增速在 2.8%

虽然点阵图鹰派十足，但鲍威尔在新闻发布会中多次强调对经济增长的信心，安抚市场情绪，使得三大股指在发布会后显著回升。

“Economy stays solid...probability of recession is low, aggregate demand is strong, labor market is strong, payroll growth is good...2.8% (real GDP growth) is a quite strong forecast, we do see economy is very strong to withhold (rising policy rates)”

关于缩表：缩表节奏或将更快，预计美联储最快于 5 月宣布缩表

此次会议中，委员会讨论了缩表计划，并可能在接下来的会议中宣布缩表计划。

“The Committee made good progress on a plan for reducing our securities holdings, and we expect to announce the beginning of balance sheet reduction at a coming meeting.”

我们认为，缩表的具体方案和计划，将在 3 周后议息会议纪要中有更详尽的叙述，预计美联储将在 5 月或 6 月的议息会议中确定缩表计划，并在确定计划后的下一次议息会议中宣布缩表。

就缩表的节奏而言，鲍威尔在新闻发布会中提示，此次缩表框架将类似于上一缩表周期（2017-2019），但节奏上会比上一轮更快。

“The framework is going to look very familiar...with the last time we did that...but it will be faster than the last time, and of course it's much sooner in the acycle than last time.”

较快的缩表节奏可能冲击市场流动性，但美联储在已经做好较充足的准备，防止流动性过快收紧。

一方面,美联储在 2021 年 7 月 FOMC 会议上,设立常备回购便利工具(Standing Repo Facility),以支持货币市场平稳运行,并为一级交易商提供流动性支持。美联储可以通过 SRF 进行隔夜回购交易,从合格交易对手方购买证券,并在第二天卖出该证券。可以看到,SRF 是美联储为减缓货币政策正常化(缩表)过程中,防止流动性过快收紧带来的冲击而设立的。

另一方面,现阶段,货币市场流动性较为充裕,缓解美联储开启缩表对市场的冲击。FOMC 于 2014 年推出了隔夜逆回购(ON RRP)工具,覆盖众多大型银行和货币基金。隔夜逆回购是一种短期公开市场操作工具,其原理是,当机构发起隔夜逆回购操作时,它将准备金存入美联储过夜,并获得美联储提供的证券作为抵押品。到期时,美联储将回购证券,而该机构从存入美联储的现金中赚取 ON RRP 利率,以此来达到让过剩的流动性回到美联储手上的目的。

可以看到,美联储隔夜逆回购规模已从疫情前(2020 年 2 月)接近 0 的水平一路上升至 2022 年 3 月上旬的 1.6 万亿美元,显示货币市场流动性非常充足。

图 4: 美国隔夜逆回购规模维持高位,显示货币市场流动性充裕



资料来源:美联储,光大证券研究所整理。

数据截至 2021 年 3 月 15 日

总体来看,美联储此次点阵图符合预期,并且对市场进行了有效的鹰派预期管理。我们认为,鹰派预期管理对控制通胀预期有较好的效果,防止通胀和通胀预期相互强化。

另一方面,虽然此次 FOMC 将 2022 年经济增速中位数从 4%下调至 2.8%,显示经济增长前景大幅回落,但鲍威尔在新闻发布会中,数次提到对经济保持信心,2022 年经济仍会维持强劲,提振市场信心,缓解市场对美国经济衰退的担忧。

二、加息后,美国经济衰退风险或将上升

现阶段,市场对美国经济衰退风险的交易,导致美债收益率曲线日渐平坦。截至 3 月 15 日,10 年/2 年美债收益率利差已缩窄至 30BP,显示市场预期美联储加速货币政策收紧将提振短端利率,而经济前景疲软拖累长端利率上行幅度。

而收益率曲线平坦化会进一步引发经济衰退。银行拥有资产的平均期限一般长于其负债，也就是说，银行借出资产的久期长于借入负债的久期。在此背景下，若收益率曲线平坦，长久期资产回报率较低，则银行缺乏动力发行信贷。

从资金供给的角度看，融资环境还处于相对宽松状态，但投资级和高收益债券利差已开始小幅回升，而商业银行信贷规模增速也开始呈现触顶回落迹象。

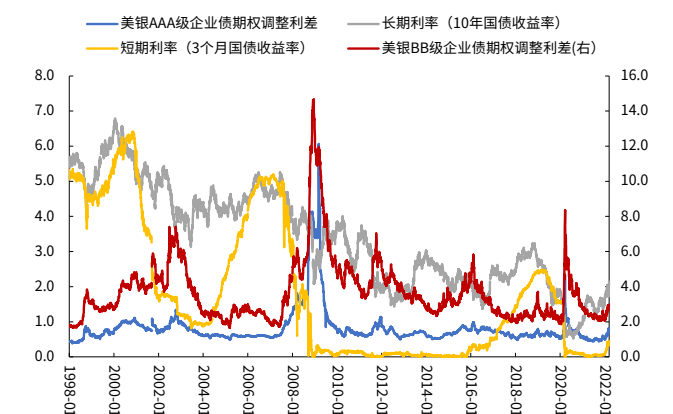
从资金需求的角度来看，新建私人住宅和建造支出增速均处于回落态势，私人住宅开工也持续回落，或反映房贷利率上行对房屋需求和补库的抑制。鲍威尔在3月2日国会听证会上也表示，不断上行的利率将为房地产市场降温。

居民消费方面，实际商品消费增速在1月小幅反弹，但实际服务消费增速仍然疲软。在通胀高企的背景下，1月美国实际个人可支配收入同比增速已显著下滑至-9.9%，限制消费对经济的支撑，参见2022年2月23日报告《美国经济能承受几次加息？》。

向前看，若美联储持续激进加息，不仅会导致银行信贷紧缩，对消费、补库、住房需求都将有所抑制，而且，利率上行压制股市估值，抬升资金成本，降低市场信心可能加速抬升美国经济衰退风险。因此，我们预计，美联储将在此次加息后，紧密跟踪通胀和经济数据，评估加息对经济的影响。若通胀趋缓，则降低激进加息必要，全年加息7次的点阵图或不再现，美联储最鹰时刻已过。

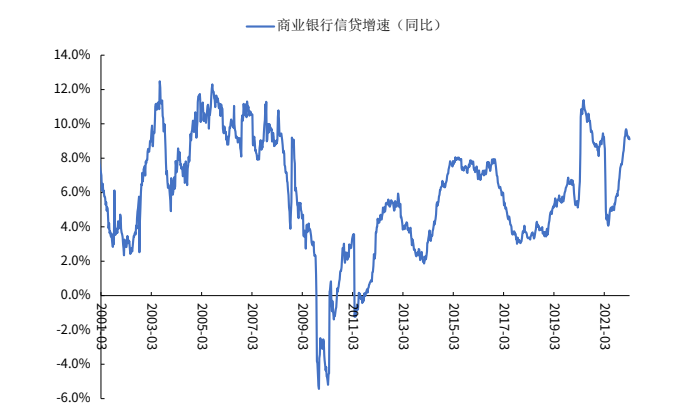
我们维持下半年加息节奏放缓，全年加息次数不及预期的判断。

图 5：美国企业债利差开始小幅回升（%）



资料来源：Wind，光大证券研究所。数据截止日期2022年3月。

图 6：商业银行信贷增速开始回落



资料来源：Wind，光大证券研究所。数据截止日期2022年3月。

图 7：房屋建造支出持续回落

图 8：房贷利率持续上行，抑制房屋需求

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_39571

