

加息落地，缩表临近，前鹰后鸽

——美联储2022年3月议息会议点评

相对市场表现

事件：

美联储3月货币政策会议决定加息25个基点，将于接下来的议息会议上开始缩表。加息落地如预期，可能5月份开启缩表，至年底可能缩减约4000亿美元。

要点总结：

➤ 25基点加息符合预期，缩表在即

3月议息会议美联储如期宣布加息25个基点，开始本轮加息周期。

➤ 缩表提供额外一次加息，很可能5月份开启缩表

鲍威尔在会后的新闻发布会上提到今年的缩表也可能相当于一次额外的加息。简单估算，一次25基点的加息对应缩表规模在4千到5千亿美元之间。从5月到年底总共有8个月的时间，如果每个月缩减500亿美元的规模，那么正好可以缩减约4000亿美元。

➤ 新公布的点阵图中加息的预期上调明显

但是7次加息可能还没有在委员会中达到共识。我们观察上一次加息周期时候的投票可以看到加息决策都是达到共识之后才付诸实施，无一例外，并没有出现只相差一票那样非共识驱动的投票模式。

➤ 经济预期概要(SEP)下调实际GDP和上调通胀

2022年实际GDP预期的中位数从4%下调到2.8%，同时PCE的通胀从2.6%上调到4.3%，核心PCE的通胀从2.7%上调到4.1%。鲍威尔在新闻发布会上讲到美联储在俄乌冲突爆发之前原本认为通胀在一季度会见顶，但是最近俄乌冲突增加了通胀变化的不确定性，但是他仍然表示美联储预期通胀在下半年会显著回落。我们认为在这样的通胀预期下，美联储很可能在上半年维持鹰派快速加息，然后在下半年回到基于数据相机抉择，保持灵活度。考虑到俄乌冲突增加了通胀压力，我们上调对美联储加息的预测为全年5-6次。

➤ 风险提示

疫情反复超预期，地缘政治风险超预期

分析师 樊磊
执业证书编号：S0590521120002
电话：
邮箱：fanl@glsc.com.cn

相关报告

- 1、《稳增长的政策不会放松》— 2022.03.16
- 2、《中美离滞胀有多远？》— 2022.03.11
- 3、《债务周期、供给约束和美国通胀》— 2022.03.08

正文目录

1.	25 基点加息符合预期，缩表在即	3
1.1.	美联储如期开启本轮加息.....	3
1.2.	缩表提供额外一次加息，很可能 5 月份开启缩表.....	3
1.3.	缩表方式不会有意外.....	4
2.	如何看点阵图	4
2.1.	点阵图告诉我们今年加息几次呢？.....	4
3.	经济预期概要中实际 GDP 和通胀发生了较大变化	6
3.1.	下调实际 GDP，上调通胀预期.....	6
3.2.	一季度通胀是否见顶将很大程度上决定后续政策走向.....	7
4.	美元储备货币的地位会受到制裁俄罗斯央行的影响吗？	9
5.	风险提示	9

图表目录

图表 1:	会议声明.....	3
图表 2:	点阵图对比.....	5
图表 3:	2022 年加息点阵图.....	6
图表 4:	2008 年周期加息的投票情况.....	6
图表 5:	FOMC 经济预期概要(SEP)中位数.....	7
图表 6:	通胀预期的中位数和置信区间.....	7
图表 7:	通胀预期的风险和不确定性.....	8
图表 8:	核心 PCE 通胀.....	8
图表 9:	PCE 通胀.....	8

1. 25 基点加息符合预期，缩表在即

1.1. 美联储如期开启本轮加息

3 月议息会议美联储如期宣布加息 25 个基点，开始本轮加息周期。美联储主席鲍威尔在 3 月 3 日的参议院银行委员会听证会上就已经明确表示，他会建议 3 月加息 25 个基点，所以说本次加息的靴子其实两周前就落地了。

3 月的声明文本总体发生了较大变化，变化率超过 50%。James Bullard 是唯一投反对票的，符合他之前的发言观点，他认为 3 月份应该直接加息 50 个基点。市场上曾经一段时间出现过 50 基点加息的讨论，但最终没有成为政策现实。

图表 1：会议声明

经济活动和就业指标继续走强。受疫情影响最严重的行业在最近几个月有所改善，但受到最近新冠肺炎病例急剧上升的影响。近几个月来，就业岗位稳步增加增长强劲，失业率大幅下降。与疫情和经济重新开放有关的供需失衡继续导致通胀水平上升。总体金融状况依然宽松，这在一定程度上反映了支持经济的政策措施，以及美国家庭和企业的信贷流动。经济发展的道路仍然取决于病毒的发展。疫苗接种方面的进展和供应限制的缓解预计将支持经济活动和就业的持续增长以及通货膨胀的降低。对经济前景的风险依然存在，包括新的病毒变种。

该委员会寻求在较长时期内实现 2% 的最大就业率和通货膨胀率。为了支持这些目标，委员会决定将联邦基金利率的目标范围保持在 0 到 1/4 个百分点之间。鉴于通胀率远高于 2%，劳动力市场强劲，委员会预计很快就会适当提高联邦基金利率的目标区间。该委员会决定继续降低每月的净资产购买速度，使其在 3 月初结束。从今年 2 月开始，该委员会将每月增持至少 200 亿美元的美国国债，每月增持至少 100 亿美元的机构抵押贷款支持证券。美联储正在进行的证券购买和持有将继续促进平稳的市场运作和宽松的金融环境，从而支持信贷流向家庭和企业通胀依然高企，反映出与疫情相关的供需失衡，能源价格上涨以及更广泛的价格压力。

俄罗斯入侵乌克兰正在造成巨大的人力和经济困难。对美国经济的影响是高度不确定的，但在短期内，入侵和相关事件可能会对通胀造成额外的上行压力，并拖累经济活动。

该委员会寻求在较长时期内实现 2% 的最大就业率和通货膨胀率。随着货币政策立场的适当加强，委员会预计通货膨胀率将回到 2% 的目标，劳动力市场将保持强劲。为了支持这些目标，委员会决定将联邦基金利率的目标范围提高到 1/4 至 1/2 个百分点，并预计目前正在进行的购买范围的提高将是适当的。此外，该委员会预计将在即将召开的会议上开始减持美国国债、机构债和机构抵押贷款支持证券。

在评估货币政策的适当立场时，委员会将继续监测收到的信息对经济前景的影响。如果出现可能阻碍委员会目标实现的风险，委员会将准备酌情调整货币政策立场。委员会的评估将考虑广泛的信息，包括有关公共卫生的读数、劳动力市场状况、通胀压力和通胀预期，以及金融和国际发展。

投票赞成采取货币政策行动的有：主席 Jerome H. Powell、副主席 John C. Williams、Michelle W. Bowman、Lael Brainard、James Bullard、Esther L. George、Patrick Harker、Loretta J. Mester 和 Christopher J. Waller。投票反对这一行动的是 James Bullard，他在本次会议上倾向于将联邦基金利率目标区间上调 0.5 个百分点，至 1/2 至 3/4 个百分点。在这次会议上，Patrick Harker 作为候补成员投了赞成票。

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 and strong in recent months, and the unemployment rate has declined substantially. Inflation remains elevated, reflecting supply and demand imbalances related to the pandemic and the reopening of the economy have continued to contribute to elevated levels of 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.

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. 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 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, 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 invasion and related events are likely to create additional upward pressure on inflation and weigh on economic activity.

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 raise the target range for the federal funds rate to 1/4 to 1/2 percent and anticipates that ongoing increases in the target range will be appropriate. In addition, the Committee expects to begin reducing its holdings of Treasury securities by at least \$20 billion per month 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.

来源：iFinD，国联证券研究所

1.2. 缩表提供额外一次加息，很可能 5 月份开启缩表

3 月声明中指出之后的会议会开始缩表，但是英文原文使用了 a coming meeting 而不是 the coming meeting，所以这个会议究竟是 5 月的会议还是 6 月的会议从声明文本中并没有完全明确。鲍威尔在会后的新闻发布会上明确澄清了还没有做出 5 月缩表的决定，但是最快可能 5 月开始缩表。

然而，我们可以追寻到一些缩表开启时点的蛛丝马迹。鲍威尔在会后的新闻发布会上提到今年的缩表也可能相当于一次额外的加息。根据 Wu（2020）的估计 2020 年周期 4.8 万亿美元左右大约 GDP20% 的量化宽松降低了长端利率约 80 到 90 个基点，对应大概 250 到 300 个基点短端利率的下降。这样简单估算的话，一次 25 基点的加息对应缩表规模在 4 千到 5 千亿美元之间。

对比上一轮缩表周期（2017 年 10 月-2019 年 9 月），开始时美联储持有 2.47 万亿美元国债以及 1.77 万亿美元 MBS，其缩表高峰期速度为每月 300 亿美元国债、200 亿美元 MBS，缩表总计减少了约 6 千亿美元。

从 5 月到年底总共有 8 个月的时间，如果每个月缩减 500 亿的规模，那么正好可以缩减约 4000 亿。这样看来 5 月即开始缩表的可能性很大，或者缩表的速度会快于 500 亿美元每月。

1.3. 缩表方式不会有意外

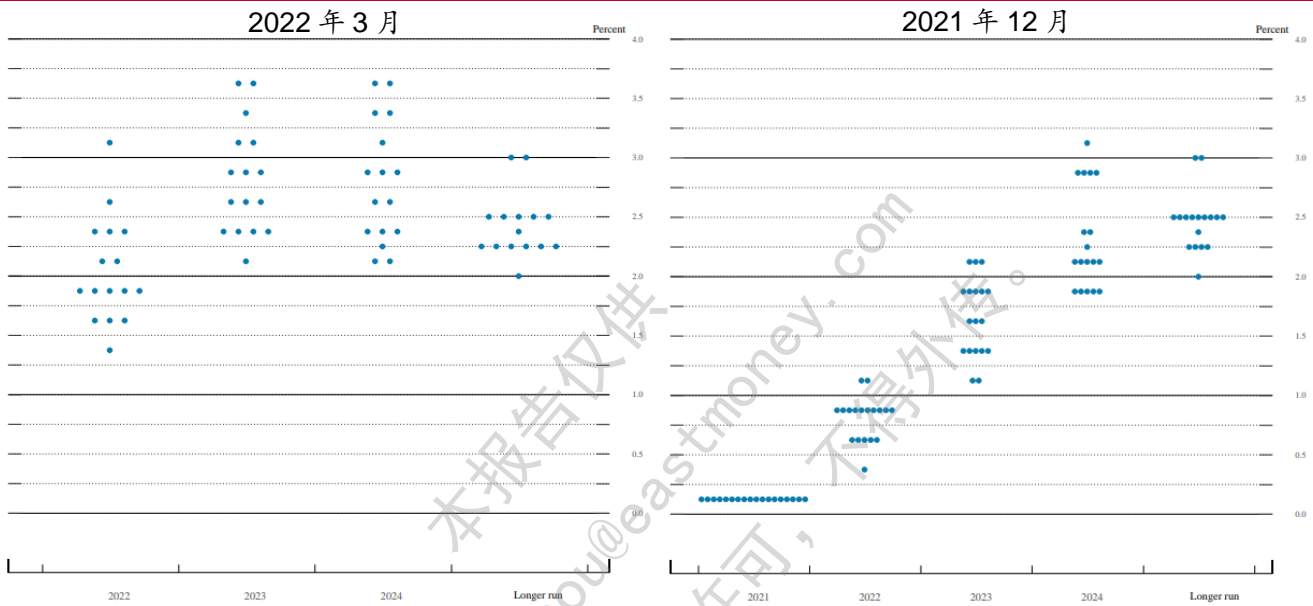
鲍威尔在会后的新闻发布会继续提到缩表的方式会是大家熟悉的，应该和上次缩表时相同。另外，鲍威尔提到在本次会议纪要里面会有更多关于缩表的细节，我们可以在 4 月初会议纪要公布后获得更多关于缩表讨论的细节。1 月份的缩表原则文件也已经确认了本次缩表仍然会采用被动缩表的方式。

2. 如何看点阵图

2.1. 点阵图告诉我们今年加息几次呢？

本次会议公布的点阵图相对于 12 月的点阵图，加息的预期上调明显。2022 年和 2023 年的点阵整体向上移动了至少 4 个 25 基点的区间。但同时，2022 年的点阵变得更加分散了，表示目前对于未来加息的路径，FOMC 委员间的意见分歧扩大了，还没有达成共识。

图表 2：点阵图对比



来源：美联储，国联证券研究所

本次会议的点阵图显示 2022 年有 5 名委员支持 7 次加息，占比 31%，赞成加息小于等于 7 次的累积占比 56%。赞成加息 7 次或者以上的占比 75%。但是 7 次加息可能还没有在委员会中达到共识。

在参与调查的委员中有超过 40% 是不投票的，在不投票的委员中偏鹰派的可能性会更大，因为他们可能更少考虑加息过快导致的负面效果，这类类似于在野党总是会比执政党更偏激进。如果需要 8 票达成 7 次加息，投 5 次和 6 次的假设都是投票委员，那么 7 次加息还可能需要额外的 4 票才能得到支持。

图表 3：2022 年加息点阵图

利率(基点)	加息次数	3月	比例	累计比例	12月	比例	累计比例
25-50	1次				1	5.6%	
50-75	2次				5	27.8%	33.3%
75-100	3次				10	55.6%	88.9%
100-125	4次				2	11.1%	100.0%
125-150	5次	1	6.3%				
150-175	6次	3	18.8%	25.0%			
175-200	7次	5	31.3%	56.3%			
200-225	8次	2	12.5%	68.8%			
225-250	9次	3	18.8%	87.5%			
250-275	10次	1	6.3%	93.8%			
275-300	11次			93.8%			
300-325	12次	1	6.3%	100.0%			
总参与人数		16			18		

来源：美联储，国联证券研究所

本次 3 月加息投票是以 8 比 1 通过，也就是说加息 25 基点是在达到了绝对多数才付诸实施的。我们观察上一次加息周期时候的投票也可以看到加息决策都是达到共识之后才付诸实施，无一例外，并没有出现只相差一票那样非共识驱动的投票模式。

图表 4：2008 年周期加息的投票情况

时间	赞成	反对	利率	鲍威尔的投票	主席	反对者
2015年12月	10	0	0.25%-0.5%	赞成	耶伦	
2016年12月	10	0	0.5%-0.75%	赞成	耶伦	
2017年3月	9	1	0.75%-1%	赞成	耶伦	Neel Kashkari
2017年6月	8	1	1%-1.25%	赞成	耶伦	Neel Kashkari
2017年12月	7	2	1.25%-1.5%	赞成	鲍威尔	Charles L. Evans; Neel Kashkari
2018年3月	8	0	1.5%-1.75%	赞成	鲍威尔	
2018年6月	8	0	1.75%-2%	赞成	鲍威尔	
2018年9月	9	0	2%-2.25%	赞成	鲍威尔	
2018年12月	10	0	2.25%-2.5%	赞成	鲍威尔	

来源：美联储，国联证券研究所

3. 经济预期概要中实际 GDP 和通胀发生了较大变化

3.1. 下调实际 GDP，上调通胀预期

美联储 3 月公布的经济预期概要中实际 GDP 和通胀的预期发生了较大变化。2022 年实际 GDP 预期的中位数从 4% 下调到 2.8%，同时 PCE 的通胀从 2.6% 上调

到 4.3%，核心 PCE 的通胀从 2.7%上调到 4.1%，政策利率从 0.9%上调到 1.9%。下调经济增长，上调通胀预期都受到俄乌冲突的可能影响，但同时鲍威尔也继续强调 2.8%的增速仍属于较高速度。

图表 5: FOMC 经济预期概要(SEP)中位数

变量	2022	2023	2024	长期
实际GDP	2.8%	2.2%	2.0%	1.8%
	4.0%	2.2%	2.0%	1.8%
失业率	3.5%	3.5%	3.6%	4.0%
	3.5%	3.5%	3.5%	4.0%
PCE通胀	4.3%	2.7%	2.3%	2.0%
	2.6%	2.3%	2.1%	2.0%
核心PCE通胀	4.1%	2.6%	2.3%	2.0%
	2.7%	2.3%	2.1%	
政策利率	1.90%	2.80%	2.8%	
	0.90%	1.60%	2.1%	
注: 数字颜色含义	变差	变好	不变	

来源: 美联储, 国联证券研究所

3.2. 一季度通胀是否见顶将很大程度上决定后续政策走向

鲍威尔在新闻发布会上讲到美联储在俄乌冲突爆发之前原本认为通胀在一季度会见顶，但是最近俄乌冲突增加了通胀变化的不确定性，但是他仍然表示美联储预期通胀在下半年会显著回落。

通胀预测的不确定性仍然很高，70%的置信区间覆盖区域存在很多不同的通胀未来演化可能。

图表 6: 通胀预期的中位数和置信区间

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_39575

