

美联储加息次数或不及预期

——2022 年 3 月美联储议息会议点评

美东时间 3 月 16 日，美联储公开市场委员会（FOMC）在 3 月议息会议后发表声明，宣布开启首次加息，将联邦基金利率区间提升 25bp 至 0.25%-0.50% 区间。加息幅度整体符合市场预期，市场因俄乌冲突的避险情绪得到进一步缓解：美欧股市大幅反弹，美元黄金以及原油价格均有不同程度回调，债券市场相对波动，5 年期收益率一度升破 2.20% 与 10 年长端倒挂，最终收盘报 2.18%，10 年期收盘升 4.2bp 报 2.19%。

一、经济：俄乌冲突的“滞涨”冲击

总体上看，美联储认为俄乌冲突给美国经济带来了“滞涨”冲击。一方面，美联储将今年的美国经济增速预测从 4% 下调至 2.8%，整体上仍维持乐观。去年在政策和疫苗等因素的帮助下，美国 GDP 取得了 5.5% 的快速复苏。展望今年，俄乌冲突取代疫情成为美联储最为关注的风险，随着防疫管控放开，美联储认为美国经济有望维持稳健（solid）增长。

另一方面，美联储将今年 PCE 通胀和核心 PCE 分别大幅上调 1.7pct 和 1.4pct 至 4.3% 和 4.1%，认为通胀将回归 2% 目标水平的时间将延长。美联储认为当前居高不下的通胀水平反映了供需失衡、能源价格和更为广泛的价格压力。

就业方面，美联储维持失业率将在年底回落至 3.5% 的判断，认为劳动力供需已进入极度紧平衡状态（**extremely tight**）。今年前两月，美国非农就业增加超过 100 万人，失业率回落至美联储长期中位预期值下方，且实现了低收入群体和少数族裔群体的包容性修复。鲍威尔特别指出需持续关注供需紧平衡带来的工资增长压力。

二、政策：“沃尔克时刻”到来？

本次会议上美联储对控制通胀展现了更为坚定的决心。鲍威尔会后

表示，物价稳定是充分就业的前提条件。尽管未来经济走势仍存在较大不确定性，但当前非常强劲的（very strong）美国经济已具备应对货币政策收紧的条件。

在上周 Taper 结束后，美联储如期开启了货币政策正常化的第二步：**加息**。本次加息是 2018 年 12 月以来的首次加息，美联储的点阵图显示全年或有 7 次加息，位于此前市场预期加息 5-7 次的上限。据此推演，未来每次议息会议美联储都将加息，在年底前将政策利率区间推升至 1.75%-2% 的水平。值得注意的是，**16 位票委中有 7 位表示年内应加息 8 次或以上，不能排除美联储单次加息 50bp 的可能。**

尽管如此，多重约束下美联储年内是否会完成 7 次共计 175bp 的加息幅度仍然存疑。一是供需缺口收敛之下，美国通胀将于年中开始回落。二是美联储“控通胀”仍需兼顾“保复苏”和“稳金融”，特别是在俄乌冲突和财政政策环比收紧的大背景下。三是预期管理本身就是一种货币政策工具，若大幅收紧的货币政策预期有效遏制通胀预期，将降低进一步加息的必要性。以 30 年住房贷款为例，上周加息前已经较去年底上升近 1pct 至 4.25%。四是美联储加息空间较为有限。不论从中性利率还是美联储资产负债表角度估计，美联储加息空间约为 150bp。基准情形下，我们认为美联储年内将加息 5 次约 125bp，位于点阵图预测下限。若通胀“超调”，美联储加息也将“超调”，但或导致美国经济更快陷入衰退，后续利率回落的速度也将更快。

缩表将更早更快。作为美联储政策正常化的最后一步，鲍威尔表示本次议息会议就缩表计划的讨论取得了良好进展，缩表的启动时间可能提前至今年 5 月，并以更快的速度推进。基准情形下，美联储或将以 200 亿美元每月的速度开启缩表，逐季增加后最终达到每月 600-800 亿美元的缩减速度。但整体上看，美联储缩表空间或相对有限，仍将大幅高于疫前水平。

三、市场影响：美指回落，美债上行

美元指数高位回落。俄乌局势引发的市场避险行为以及制裁对美元流动性的预期影响，非美货币如欧元英镑相对走弱，抬升美元指数至 98 点之上，创近期新高。而美联储符合预期的加息幅度叠加近期局势缓和使美元小幅回调，预计未来短期走势仍与局势的演变密切相关。人民币汇率近期同样大幅波动，受中资资产回调影响，人民币汇率由 6.32 调整至 6.35，预计伴随中美政策分化人民币汇率仍会承受一定压力。

美债方面，收益率曲线极度平坦化。此次议息会议的加速缩表预期使短端收益率提振更为显著，2 年期收益率升至 1.92%，因经济预期的不确定使长端升幅有限，10-2 年期限利差收窄至 25bp 之内，5 年期已基本与长端持平。历史上，美联储收益率曲线倒挂与经济衰退如影随形，或对美联储加息次数构成制约。

流动性方面，目前全球美元流动性仍偏松，受缩表影响未来宽松格局将面临调整。目前美联储资产负债表仍处于 8.9 万亿高位，银行体系准备金仍充裕，对俄制裁未对离岸美元市场造成显著冲击。美联储央行回购工具及美元互换使用规模处在低位水平，基准利率平稳，并随加息同幅度上行。境内美元流动性依旧宽松，各期限货币市场报价均低于离岸 5-15bp，但未来因中美利差收窄、人民币汇率调整等因素综合影响，在岸价格或进一步向离岸美元靠近。加息后境内美元同业拆放参考利率 (USD CIROR) 亦同步走高，隔夜上行 24bp 至 0.26%，1 个月上行 20bp 报价 0.44%，3 个月及 1 年期分别上行 19bp 及 23bp 至 0.82% 及 1.11%。

四、前瞻：中美货币政策继续分化

美联储货币政策正常化正加速推进。美联储货币政策加速收紧，对我国央行货币政策操作的空间和时间窗口构成了一定制约。但在经济增长“三重压力”之下，货币政策仍将更多“以我为主”。3 月 16 日金融委会议明确要求货币政策要“主动应对”，近期我国央行仍有降准降息可能性。

(评论员：谭卓 蔡玲玲 杜昊 田地)

表 1: 美联储议息会议声明文本对比

类型	2022 年 3 月 17 日	2022 年 1 月 26 日
经济表现	(删去)	受疫情影响最严重的部门在近几年有所改善, 但受到近期新冠病例急剧上升影响。
	就业强劲 (strong)。	就业稳固 (solid)。
	通胀仍处于高位, 反映了疫情带来的供需失衡、能源价格上涨和更广泛的价格压力。	疫情和经济重启带来的供需失衡继续导致通胀处于高位。
	(删去)	总体金融条件保持宽松, 部分反映了支持经济和信贷向美国家庭和企业流动的政策措施。
	俄罗斯入侵乌克兰正在造成巨大的人道和经济困境。这对美国经济的影响高度不确定, 短期内可能加剧通胀压力并对经济活动造成压力。	经济路径继续取决于疫情发展。疫苗接种和供应链缓解预计将继续促进经济与就业, 同时降低通胀。经济前景面临的风险仍然存在, 包括新的病毒变种。
货币政策	随着货币政策立场的适当走强, 委员会预计通胀将恢复到 2% 的目标, 劳动力市场将保持强劲。	由于通胀率远高于 2% 且劳动力市场强劲, 委员会预计提高联邦基金利率的目标区间很快将较为合适。
	委员会决定将联邦基金利率的目标区间提高到 1/4 至 1/2%, 并预计目标区间的持续上升将是合适的。	委员会决定将联邦基金利率的目标区间保持在 0 至 1/4%。
	委员会预计将在接下来的某次会议上开始减持国债、机构债与机构 MBS。	委员会决定继续降低每月净资产购买节奏, 并于 3 月初结束。从 2 月开始, 委员会将每月增持不少于 200 亿美元的国债和不少于 100 亿美元的机构 MBS。
	(删去)	美联储正在进行的证券购买和持有将继续促进市场平稳运作和宽松的金融条件, 从而支持信贷流向家庭和企业。

资料来源: Fed、招商银行研究院

表 2: 美联储季度经济预测 (SEP)

经济指标	发布时间	2022	2023	2024	长期
实际 GDP 增速	2022-03	2.8	2.2	2.0	1.8
	2021-12	4.0	2.2	2.0	1.8
	2021-09	3.8	2.5	2.0	1.8
	2021-06	3.3	2.4		1.8
失业率	2022-03	3.5	3.5	3.6	4.0
	2021-12	3.5	3.5	3.5	4.0
	2021-09	3.8	3.5	3.5	4.0
	2021-06	3.8	3.5		4.0
PCE 通胀	2022-03	4.3	2.7	2.3	2.0
	2021-12	2.6	2.3	2.1	2.0
	2021-09	2.2	2.2	2.1	2.0
	2021-06	2.1	2.2		2.0
核心 PCE 通胀	2022-03	4.1	2.6	2.3	-
	2021-12	2.7	2.3	2.1	-
	2021-09	2.3	2.2	2.1	-
	2021-06	2.1	2.1		-
联邦基金利率	2022-03	1.9	2.8	2.8	2.4
	2021-12	0.9	1.6	2.1	2.5
	2021-09	0.3	1.0	1.8	2.5
	2021-06	0.1	0.6		2.5

资料来源: Fed、招商银行研究院

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_39623

