

总量研究

缩表将近，加息不止

——2022 年 3 月美联储议息会议纪要点评

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

近期美债收益率跳升的三大原因——美联储观察系列七（2022-03-27）

中美四次交锋：中方呼吁和平，美方关心利益——《大国博弈》系列第十八篇（2022-03-22）

下调经济预期，美联储最鹰时刻已过——2022 年 3 月美联储议息会议纪要点评（2022-03-17）

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）

俄乌冲突下，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）

要点

事件：

美联储 4 月 6 日（当地时间）公布了 2022 年 3 月 FOMC 议息会议纪要，就加息、缩表等问题给出更多具体信息和解释。纪要显示，美联储可能最早于 5 月启动缩表，并且加息节奏与 3 月会议声明一致，并有一次加息 50bp 的可能。议息会议纪要发布后，市场情绪低迷，截至 4 月 6 日收盘，10 年期美债收益率上行 5bp 至 2.59%；标普 500 指数跌 0.97%；道琼斯工业指数跌 0.42%；纳斯达克指数跌 2.22%。

核心观点：

3 月美联储议息会议纪要显示，美联储最早可能在 5 月启动缩表，并且，多位美联储官员倾向于一次或多次加息 50bp。会议纪要表明，美联储控制通胀意图明确，货币政策收紧或将提速，市场对美联储加息次数再次上调。

点评：

最快 5 月开始缩表符合预期

3 月议息会议纪要首次透露美联储缩表细节，总体来说，所有与会者（all participants）都同意，在通胀高企、劳动力市场紧张的背景下，美联储最快可能于 5 月开始缩表（possibly as soon as in May），并且缩表的节奏将快于 2017-2019 缩表周期。到期国债和机构 MBS 再投资缩减的每月上限，分别为 600 亿美元和 350 亿美元。

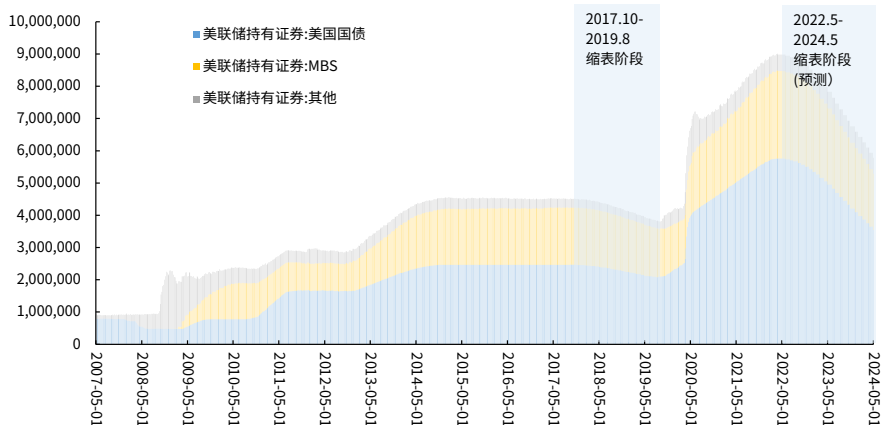
具体细节上，缩表将以减少到期证券再投资（adjusting the amounts reinvested of principal payments）的方式进行，并且其节奏将会是可预测的、按月逐步递进的（predictable and phased in over a period of three months）。

回顾上一轮缩表，美联储在 2017 年 6 月公布了缩表计划：到期国债再投资每月缩减 60 亿美元，缩减额度每三个月增加 60 亿美元，一年后达 300 亿美元；到期 MBS 再投资每月缩减 40 亿美元，缩减额度每三个月增加 40 亿美元，一年后达到 200 亿美元。持续两年的缩表后，美联储资产规模从 2017 年的 4.5 万亿美元下降至 2019 年时的 3.8 万亿美元，降幅达 15%。

纪要透露，此次缩表框架将类似于上一缩表周期（2017-2019），但节奏上会更快，递增的规模可能更大。中性假设下，假定本轮缩表于 5 月开始，每月缩表规模与总资产规模比值为上一周期的两倍，我们预计，2022 年缩减规模约 5900 亿美元，其中，国债缩减规模约 4100 亿美元，机构 MBS 缩减规模约 1800 亿美元。

我们认为，此次缩表预期的兑现，加强了美债需求减弱预期，由此推升期限溢价，引导长端美债期限溢价上行。

图 1：中性假设下，美联储缩表可能的路径



资料来源：美联储，光大证券研究所预测

美联储重心全面转向控制通胀，与会者加息态度较为一致

3 月议息会议纪要显示，许多（many）与会者认为，在之后的会议中，一次或多次 50bp 的加息可能是合适的。所有与会者（all participants）均表明，为恢复价格稳定需要采取必要的货币收紧措施。

纪要传达的信息与 3 月 16 日公布的点阵图基本一致，但一次或多次加息 50bp 的言论表明，美联储收紧的节奏可能比预期更快。4 月 6 日，CME Fed Watch 数据显示，美联储 5 月加息 50bp 的几率接近 80%，市场预期 3 月后美联储加息次数从 6 次升至 9 次。

鲍威尔主席在 3 月 22 日的新闻发布会中也曾表态，若通胀继续上行，美联储会加快加息。

“That story has already fallen apart, to the extent it continues to fall part, my colleagues and I may well reach the conclusion we’ ll need to move more quickly. And if so, we’ ll do so.”

根据美联储货币政策连贯性的历史经验，和相机抉择的行为模式，我们认为，美联储大概率将沿着市场预期的方向行动，5 月开始缩表，并在上半年持续加息。但在货币政策收紧的过程中，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。我们预计，美联储将加息前置，若通胀趋缓，经济衰退风险上行，则降低激进加息必要。

表 1：3 月 16 日议息会议以来，美联储官员讲话内容愈显鹰派

日期	职位	官员	表态主要内容
3.17	美联储主席	鲍威尔(Jerome Powell)	持续加息是适宜的，通胀仍远高于目标且高企时间长于预期，美联储将确保高通胀不会变得根深蒂固。
3.18	圣路易斯联储主席	布拉德(James Bullard)	建议美联储今年尝试将政策利率水平提高到 3% 以上。一次加息 50 个基点或 75 个基点，并实施一项缩减资产负债表规模的计划，将是更合适的行动。
3.19	美联储理事	沃勒(Christopher Waller)	美联储应在未来的会议上该考虑，加息 50 个基点，并且从今年 7 月开始缩减资产负债表规模（缩表）。
3.19	里士满联储主席	巴尔金(Tom Barkin)	美联储可以一次性地加息 50 个基点。
3.19	明尼阿波利斯联储主席	卡什卡里(Neel Kashkari)	预计今年会加息共七次，利率提高到 2%。
3.22	亚特兰大联储主席	博斯特克(Raphael Bostic)	支持 2022 年加息六次，每次 25 个基点，2023 年加息两次。
3.22	美联储主席	鲍威尔(Jerome Powell)	如果我们得出结论认为，在一次或多次会议上用加息超过 25 个基点来采取更积极行动是合适的，我们将这样做。如果确认需要在中性利率之外采取更收紧的立场，我们也会这样做。
3.22	圣路易斯联储主席	布拉德(James Bullard)	美联储至少需要保持中性利率水平，且越快越好。
3.23	克利夫兰联储主席	梅斯特(Loretta Mester)	今年底以前，适合将美联储的政策利率联邦基金利率提升到长期的水平，她预计约为 2.5%，明年还会进一步加息。
3.23	芝加哥联储主席	埃文斯(Charles L. Evans)	支持 2022 年加息 7 次，每次 25 个基点。
3.25	纽约联储主席	威廉姆斯(John C. Williams)	美国中长期通胀预期稳定，支持在需要时加息 50 个基点。
3.26	旧金山联储主席	戴利(Mary C. Daly)	美国通胀远远偏离 FOMC 通胀稳定性目标。
3.29	费城联储主席	哈克(Patrick T. Harker)	不排除单次加息 50 个基点的可能性，预计中性利率在 2.5%。
3.30	圣路易斯联储主席	布拉德(James Bullard)	仍支持美联储在年底前加息至 3% 以上。
3.31	堪萨斯城联储主席	乔治(Esther L. George)	美联储需要大幅缩表，对美联储“将迅速地“加息至中性水平的预期是合理的。
4.1	芝加哥联储主席	埃文斯(Charles L. Evans)	赞成年内每次会议都加息 25 个基点，认为不存在单次加息 50 个基点的可能性，今年利率升至 1.9%，2023 年升至 2.8%。
4.5	美联储理事	布雷纳德(Lael Brainard)	预计美联储最快在 5 月快速缩表，缩表速度可以比上次快很多；通胀非常高，这是美联储的首要任务。
4.5	堪萨斯城联储主席	乔治(Esther L. George)	加息 50 个基点将是必须考虑的选项，利率水平可能必须高于中性水平才能降低通胀。

资料来源：美联储，光大证券研究所整理

经济、通胀、货币政策仍是决定美债收益率的主要因素

在美联储会议纪要公布后，10 年期美债收益率迅速跳升 5bp 至 2.59%，显示加息和缩表预期强化推动美债收益率上行。展望来看，我们认为，经济、通胀和货币政策仍是决定美债收益率的主要因素，参见 3 月 27 日外发报告《近期美债收益率跳升的三大原因——美联储观察系列七》。

短期内，美联储的重心仍是控制通胀，FOMC 货币政策强度不减，缩表预期的进一步兑现仍会支撑美债收益率上行。但中期看，美国经济复苏前景较差，通胀大概率在下半年回落，无法支撑美债收益率上行。

一则，因需求趋弱和供应链制约，消费和投资对经济的支撑作用有限，参见 2 月 23 日外发报告《美国经济能承受几次加息？——美联储观察系列六》。二则，加息和缩表导致金融环境趋紧，进一步影响投资和消费意愿。三则，通胀增速将大概率在下半年回落，通胀预期持续上行的风险较低。

总结来看，从美联储货币政策和通胀的角度看，美债收益率短期内向上的概率更大。但中长期看，美国经济基本面疲软，叠加通胀大概率在下半年回落，美债收益率或将面临下行压力，预计 10 年期美债收益率年末会回落至 2% 左右水平。

表 2：美联储 1 月和 3 月议息会议纪要表述对比

	2022年1月	2022年3月
GDP	GDP增速在2021年三季度放缓后， 四季度反弹 。	2022年一季度GDP增速将 低于2021年四季度 。
通胀	11月 通胀水平居高不下 ，各项指标表明通胀压力在2021年下半年有所上行。但通胀预期指标（common inflation expectation index, CIE）趋于平稳。	1月通胀增速 持续上行 ，通胀预期指标（CIE）在2021年4季度趋于平稳，接近2014年平均水平。
就业市场	12月劳动力市场状况进一步改善，劳动薪酬指标呈现强劲增长。	就业市场持续修复，薪资水平强劲增长。
工业	在10月和11月强劲增长后，12月制造业产出有所下降。	制造业产出在1月和2月均上行。
家庭支出	11月实际PCE没有变化，可得指标显示12月其有所下降。	PCE在2022年1季度较2021年4季度有所提速。
房地产	住房需求依旧强劲，第四季度住宅投资有所增长。	住房需求维持强劲。
私人支出	第四季度商业固定投资似乎仅 小幅上涨 。	商业固定投资在2022年1季度 有所提速 。
政府支出	第四季度实际政府采购总额似乎有所下降。	政府支出在2022年1季度与2021年4季度持平。
进出口	美国国际 贸易逆差在去年年底有所扩大 。11月和12月商品进口大幅增长，而商品净出口几乎没有变化。同时，11月服务出口激增，但与疫情前相比仍非常低。	美国国际 贸易逆差在2022年年初进一步上行 ，出口放缓是主因。
国外经济增长	四季度国外经济增长有所回升，国外通胀水平继续上升。	Omicron导致国外经济复苏放缓，通胀水平进一步上行。

资料来源：美联储，光大证券研究所整理

风险提示：

美联储货币政策超预期调整。

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_40089

