



美联储加息：确定的起点， 未知的终点



2022年3月美联储议息声明宣布加息25bp，开启加息周期，属于“确定的起点”。但往后看，美国通胀的演绎、美联储政策选择，以及美国经济前景均是“未知的终点”。但相对确定的是，美联储对遏制通胀表达了较强的决心和信心。我们认为，2022年美国通胀或呈现“前快后慢”特征，美联储在本次“小试牛刀”后可能更快地加息（这从鲍威尔竭力展现遏制通胀的决心和信心中即可窥见一斑）。不过，考虑到地缘政治冲突的影响难以评估，以及缩表的规模和节奏仍有较高不确定性，美联储也许会在引导预期和“边走边看”之间继续“小心求证”。

美联储2022年3月议息会议声明，宣布上调联邦基金利率25bp至0.25-0.5%目标区间，符合预期。同时，为配合新的联邦基金利率区间，美联储同时上调了其他多个政策利率：1) 将存款准备金利率由0.15%上调至0.4%；2) 将隔夜回购利率由0.25%上调至0.5%；3) 将隔夜逆回购利率由0.05%上调至0.3%；4) 将一级信贷利率由0.25%上调至0.5%。

资产处理方面，本次声明未提到资产购买，强调了对于目前持有的资产将进行到期再投资，即目前不会缩减资产规模。此外，声明中提到，委员会预计于之后的某次会议上(at a coming meeting)开始缩表。

与今年1月声明相比，本次声明的主要变化包括：

1) 删除了有关新冠疫情影晌的表述。但在有关通胀的表述中，仍然认为与疫情有关的供需失衡是原因之一。

2) 进一步强调通胀压力，特别提到“能源价格”的影响，且认为目前的价格压力“更广泛”。

3) 涉及有关俄乌地缘冲突的影响，认为其对美国经济的影响是高度不确定的，但倾向于认为其带来额外的通胀压力、并可能拖累经济活动。

整体而言，即使疫情影响被认为更加淡化，但地缘冲突的出现仍然让美国经济前景面临不确定性，美联储通过强调经济的不确定性，继续合理化其货币政策需要保持适当灵活性。

美联储 2022 年 3 月发布的经济预测 (SEP)，与 2021 年 12 月预测相比：

1) 经济增长，大幅下调 2022 年实际 GDP 增速 1.2 个百分点，至 2.8%，维持 2023 年、2024 年和长期经济增速预测在 2% 左右。

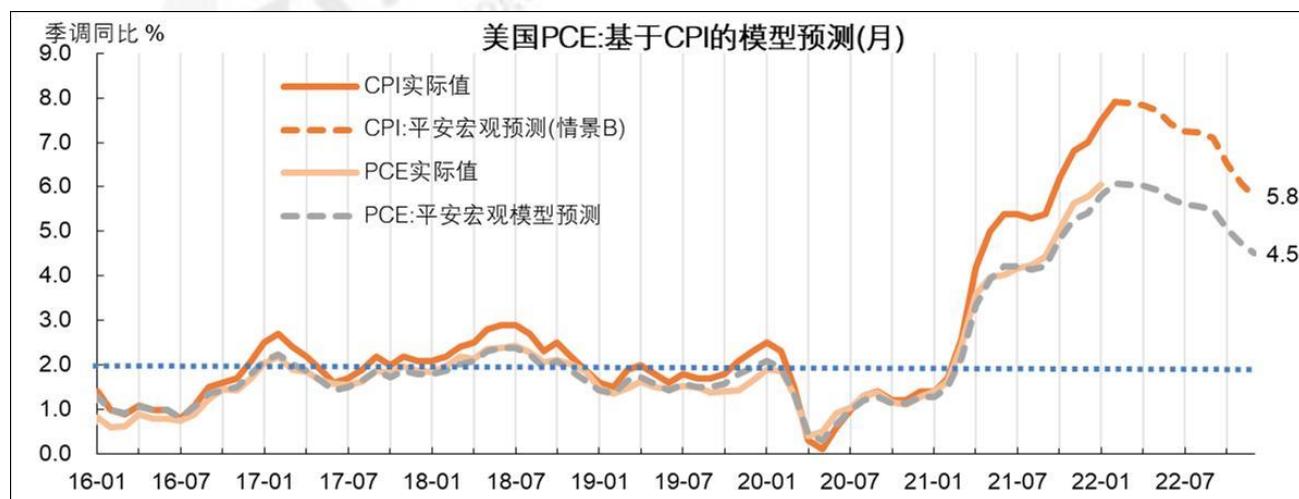
2) 就业，维持 2022 年失业率预测在 3.5%，且继续认为 2023 年和 2024 年失业率可保持在此水平，继续认为长期失业率水平应处于 4%。

3) 通胀，大幅上调 2022 年 PCE 同比增速 1.7 个百分点，至 4.3%，大幅上调同期核心 PCE 同比增速 1.4 个百分点，至 4.1%；小幅上调 2023 年 PCE 同比 0.4 个百分点，至 2.7%，即认为 2023 年美国通胀水平或也不会完全回归至 2% 的目标水平。但仍然认为长期通胀率能够维持在 2% 的目标水平。

我们认为，2022 年美国通胀指标或呈现“前快后慢”的特点，即上半

年通胀指标环比增速或高于下半年。地缘冲突爆发后，未来几个月的美国通胀压力或进一步加剧，但下半年通胀压力仍有望缓和，继而上半年与下半年通胀指标的环比增速差距拉大。考虑到通胀演绎的不确定性，我们最新基于三种情景，测算全年美国 CPI 同比走势：在中性情景下，美国上半年 CPI 同比触顶（高点或破 8%），四季度或较快回落，全年 CPI 同比增速预计为 5.8%左右。基于中性情景下的 CPI 测算 PCE 走势，我们的模型显示，2022 年美国 PCE 同比为 4.5%，略高于本次美联储预测的 4.3%。

图 1：美国 PCE 模型预测：在中性情景下，2022 年美国 PCE 同比为 4.5%



2022 年 3 月点阵图显示，17 位委员认为 2022 年联邦基金目标利率水平中位数在 1.75%-2% 区间（即认为全年加息 175bp），比 2021 年 12 月的中位数高出 100bp。其中，最保守的投票认为今年加息 125bp、最激进的认为今年加息 275bp，二者相差 150bp，说明当前美联储官员对全年加息节奏的分歧较大。据 CME FedWatch，截至 3 月 16 日（美联储会议

前)，市场预计 2022 年上半年加息 104bp、全年加息 184bp。这说明，本次点阵图所显示的 2022 年加息幅度基本符合利率期货市场的预期。我们认为，今年上半年美联储或加息 100bp（即 5 月或 6 月的一次会议上加息 50bp），但下半年加息幅度较不确定，需取决于美国经济和通胀情况。

会议声明及经济预测公布后，大幅下调的经济增长预期，加上较激进的点阵图，使市场情绪偏悲观。美股涨幅迅速缩窄，标普 500 指数日内涨幅由 1.3% 迅速缩窄、曾一度转跌；10 年美债收益率波幅加剧，由 2.18% 最高升至 2.21%；美元指数由 98.85 升至 99 点上方。

鲍威尔在声明发布半小时后发表讲话并接受采访。总的来说，绝大部分问题均围绕“通胀”展开。鲍威尔竭力强调，美联储会瞄准价格稳定目标做出行动，且美联储有足够的工具来应对通胀。至于市场担心加息是否会损伤美国经济，鲍威尔否认明年美国经济有衰退风险，强调当前美国经济和就业市场依然强劲、且适当减少需求有助于就业市场更加平衡。

具体来看：

1) 关于地缘冲突的影响：俄乌冲突是否会影响美联储对经济的判断，是市场较为关注的问题之一。鲍威尔提到，地缘冲突前，其预计通胀将于今年一季度见顶；地缘冲突后，其预计通胀压力短期加剧。具体或有两个渠道影响通胀：一是油价上涨，二是围绕俄罗斯的贸易制裁或导致国际供应链受阻。但整体而言，从鲍威尔的表达中看，美联储尚无法充分评估俄乌冲突的影响。

2)关于通胀:本次记者会的绝大多数问题都围绕“通胀”。整体而言,有不少问题或多或少都在“质疑”美联储是否落后于通胀形势、是否有能力遏制通胀。比较犀利的问题包括:观察到美联储预计2023年通胀率仍明显高于2%,美联储为什么不“选择”将通胀控制在2%?美联储是否本应该更早行动?你认为美联储落后于曲线多少?你想对受通胀影响的居民说些什么?鲍威尔略带尴尬地承认,如果知道通胀是现在这个结果,也许之前会更早行动,只不过其只能基于当前节点的数据和信息来判断。不过,其反复强调,美联储会瞄准价格稳定目标做出行动,且美联储有足够的工具来应对通胀。我们认为,美联储某种程度上确实“落后于曲线”,客观上需要积极落实加息和缩表等紧缩行动。但是,美国居民和市场对通胀的厌恶或超过对美联储加息的担忧,换言之,如果美联储紧缩行动是适宜的、通胀能够得以遏制,市场或对此表示欢迎。

3)关于经济与就业:第一个问题就是关于美联储对于经济前景的看法,即2023年美国经济是否有衰退风险。鲍威尔回应表现出较强信心,其认为美国经济衰退风险并未上升,因美国就业市场强劲、居民资产负债表健康等。此外,其称今年2.8%的经济增速仍意味着强劲的经济增长。关于就业,其称理想情况下,美联储可以做到在遏制通胀的同时,维持较低的失业率水平。其提到几个逻辑,一定程度上或安抚了市场对于加息伤害就业与经济的担忧:一是,过去多年通胀与失业率的关系并不显著(言下之意是既然过去低失业率并未抬升通胀,或许这次打压通胀也不会导致失业率上升)。二是,目前职位空缺率很高、劳动力市场过于紧张,通过加息抑制

需求，可以为供给端争取更多时间去修复，职位空缺与劳动力的比例也会更合理。三是，在过去多年的经济扩张中，美国劳动参与率一直保持很高，但新冠疫情后工资上涨、居民寻求更好的工资、企业寻求更高效的员工，这或使部分劳动力退出就业市场，这似乎是一件正常的事情（而不是就业市场恢复不充分）。

4) 关于加息和缩表。鲍威尔称，按照本次委员的预计，未来每一次会议都可能有一次（25bp 的）加息，有的官员认为可能会加息更多。其对后续的加息选择保持灵活，有必要的话会选择更快加息。关于缩表，其称最早或于下一次（5 月）会议开始，但美联储会尽量避免增加不确定性，以一种比过去节奏更快、但对市场而言比较熟悉的方式缩表。我们认为，美联储大概率于 5 月宣布缩表，每月或减少 1000 亿美元资产，以“被动缩表”（到期不续做）为主，且不会轻易改变缩表计划。

鲍威尔讲话后，由于其强调美国经济强劲、否认衰退风险，并努力展现美联储遏制通胀的决心和信心，市场反应积极。标普 500 指数由跌转涨，最终收于 4357.86 点，日涨幅达 2.2%，高于会议声明公布前 1.2% 的涨幅；

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_39559

