

3月FOMC会议点评

加息靴子落地，缩表有望提前

北京时间3月17日凌晨，美联储公布了3月份FOMC会议声明，会后召开新闻发布会，核心要点如下：

- **会议声明要点：如期加息25bp，缩表有望提前。**美联储宣布加息25bp，符合市场预期；预计在接下来即将召开的会议上开始缩表。声明对就业增长的表述由此前的“稳健”转为“强劲”；通胀压力范围更大；继续强调俄乌事件对美国经济影响的不确定性较大，短期可能对通胀造成额外的上行压力，并对经济活动造成压力。
- **经济预测变化：下调经济增速、上调通胀增速。**美联储将2022年经济增速预期从4.0%下调至2.8%，将PCE增速预期从2.6%上调至4.3%；将2023年、2024年PCE增速分别上调至2.7%、2.3%。
- **点阵图变化：利率预测中值上移，预计加息7次。**2022年利率预测中位数由0.75%升至1.75%，12位委员认为应加息7次及以上；2023年利率中位数为2.625%，如果今年加息7次，明年将在此基础上加息超过3次。
- **新闻发布会要点：供应中断加剧持续时间超过想象，预计高通胀持续到年中；2.8%的经济增速预期仍然非常强劲，经济衰退可能性不是特别高；最快5月宣布缩表，缩表计划框架将与上一次相似，速度将比上次更快。**
- **略偏鹰派的会议声明发布后，美元指数短线拉升，10年期美债收益率一度走高，美股小幅下挫。**不过，新闻发布会之后，美元指数、美债收益率回落，美股集体转为收涨。
- **预计美联储加息对中国溢出效应有限。**美联储加息对中国金融市场的影响主要有金融和贸易两个渠道。我们认为2015年美联储加息开启后人民币大幅贬值重现的可能性较小。不过仍然需要警惕全球经济金融和地缘政治局势出现超预期变化对人民币汇率走势带来较大扰动。

风险提示：地缘政治局势恶化；全球通胀上行过快；经济下行压力加大。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济及策略：宏观经济

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

证券分析师：刘立品

(8610)66229236

lipin.liu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521080001

一、会议声明要点：如期加息 25bp，缩表有望提前

美联储正式启动加息，宣布将联邦基金利率目标范围上调 25bp 至 0.25%-0.5%，符合此前市场预期。声明同时指出，预计在接下来即将召开的会议上开始缩表。

委员们以 8:1 的投票比例通过加息决定，其中布拉德倾向于在此次会议上加息 50bp。之所以美联储最终选择温和加息 25bp，俄乌局势是核心考虑因素。正如 3 月初鲍威尔在听证会上表示，乌克兰危机对美国经济影响存在重大不确定性，不希望在此基础上增添更多不确定性。历史上，风险事件发生（例如 2015 年全球金融市场动荡、2016 年英国脱欧），通常会导导致美联储加息步伐放缓。

经济活动与就业方面，会议声明删除了关于大流行影响的具体表述，对最近几个月就业增长的表述由此前的“稳健”转为“强劲”。通货膨胀方面，会议声明继续强调与大流行相关的供需失衡是导致通货膨胀居高不下的原因，表示通胀压力范围更大。经济发展和通胀前景方面，会议声明删除了疫苗接种进展和供应限制缓解的具体表述，转为关注俄乌冲突，同此前鲍威尔在听证会上表态一致，继续强调冲突“对美国经济的影响是高度不确定的”，不过短期内相关事件可能“对通胀造成的额外的上行压力，并对经济活动造成压力”。

图表 1. FOMC 会议声明主要内容变化

	2021 年 12 月	2022 年 1 月	2022 年 3 月
经济活动与就业	随着疫苗接种取得进展和强有力的政策支持，经济活动和就业指标继续加强。最近几个月，受大流行影响最严重的部门有所改善，但继续受到疫情影响。近几个月就业增长稳健，失业率大幅下降。	经济活动和就业指标继续走强。最近几个月， 受大流行影响最严重的部门有所改善，但受到最近确诊病例急剧上升的影响。 近几个月就业增长稳健，失业率大幅下降。	经济活动和就业指标继续走强。最近几个月就业增长强劲，失业率大幅下降。
通货膨胀	与大流行和经济重新开放相关的供需失衡继续导致通胀水平上升。	与大流行和经济重新开放相关的供需失衡继续导致通胀水平上升。	通货膨胀仍然居高不下，反映出与大流行相关的供需失衡、 能源价格上涨和更广泛的价格压力。
通胀看法	经济的发展路径继续取决于病毒的传播过程。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。经济前景的风险依然存在，包括来自病毒新变种的风险。	经济的发展路径继续取决于病毒的传播过程。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。经济前景的风险依然存在，包括来自病毒新变种的风险。	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，并对经济活动造成压力。

资料来源：美联储，中银证券

二、经济预测与点阵图变化：下调经济增速、上调通胀增速，预计今年加息 7 次

下调 2022 年经济增速预测、上调通胀指标预测。在经济预测中，美联储将 2022 年美国经济增长由此前的 4.0% 下调至 2.8%；将 PCE 增速、核心 PCE 增速分别由此前的 2.6%、2.7% 上调至 4.3%、4.1%；将 2023 年的 PCE 增速、核心 PCE 增速由此前的 2.3% 分别上调至 2.7%、2.6%；将 2024 年失业率上调 0.1 个百分点至 3.6%，将 PCE 增速、核心 PCE 增速从 2.1% 上调至 2.3%（见图表 2）。

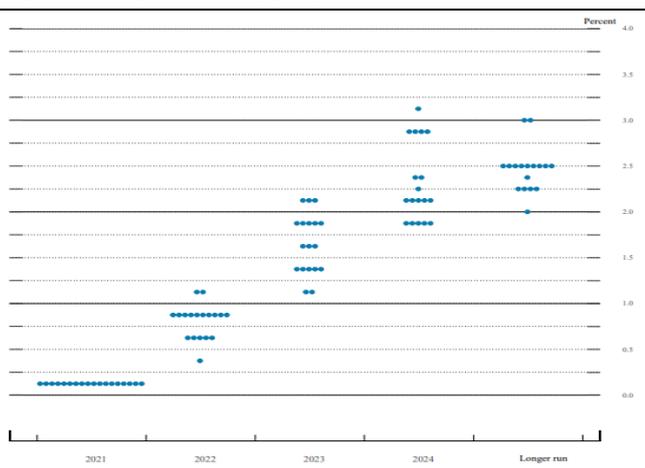
利率预测中位数继续上移，预计 2022 年加息 7 次。3 月份点阵图显示，2022 年利率预测中位数为 1.75%（上次是 0.75%），意味着今年预计加息 7 次；全部委员认为 2022 年应加息 5 次以上（上次有 0 位），即今年至少还应再加息至少四次，3 位委员认为 2022 年应加息 6 次，5 位委员认为应加息 7 次，7 位委员认为应加息 8 次及以上，1 位委员认为应加息 12 次；2023 年利率预测中位数为 2.625%，表明如果今年加息 7 次，明年将在此基础上加息超过 3 次（见图表 3、4）。

图表 2. 美联储下调 2022 年经济增速预测、上调通胀预测

	GDP 增速			失业率			PCE 增速			核心 PCE 增速		
	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
2021 年 9 月	3.8	2.5	2.0	3.8	3.5	3.5	2.2	2.2	2.1	2.3	2.2	2.1
2021 年 12 月	4.0	2.2	2.0	3.5	3.5	3.5	2.6	2.3	2.1	2.7	2.3	2.1
2022 年 3 月	2.8	2.2	2.0	3.5	3.5	3.6	4.3	2.7	2.3	4.1	2.6	2.3

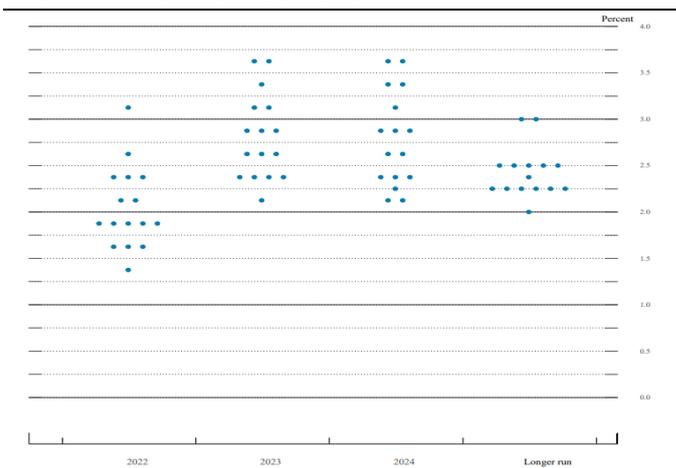
资料来源：美联储，中银证券

图表 3. 2021 年 12 月利率点阵图



资料来源：美联储，中银证券

图表 4. 2022 年 3 月利率点阵图



资料来源：美联储，中银证券

三、新闻发布会要点：经济衰退可能性不是特别高，最快 5 月宣布缩表

关于通胀态势，鲍威尔指出供应中断加剧持续时间超过想象，通胀需要更长时间才能达到目标，预计通胀将在年中保持高位，此后开始下降，并在明年以更快速度回落。

关于俄乌冲突，鲍威尔指出这会从多个渠道影响美国经济，除了全球石油和大宗商品价格上涨的直接影响外，冲突可能会抑制海外经济活动并进一步扰乱供应链，这将通过贸易和其他渠道对美国经济产生溢出效应，金融市场持续波动也可能收紧信贷条件并影响实体经济。

不过，虽然俄乌事件对经济活动前景构成下行风险，但鲍威尔强调 2.8% 的增速仍然是非常强劲的预期，经济衰退的可能性不是特别高，经济状况能够承受紧缩的货币政策。

关于缩表计划，鲍威尔表示会议就此取得了良好进展，最快 5 月份开始，缩表计划框架将与上一次相似，缩表速度将比上次更快。

总体而言，美联储表态符合市场预期。由于会议声明提及有望提前缩表，略偏鹰派，因此声明公布后，美元指数短线拉升，最高升至 99 上方；10 年期美债收益率一度走高，升至 2.22%；美股小幅下挫。不过，新闻发布会之后，美元指数再次回落，最低降至 98.3 附近；美债收益率回落至 2.18% 附近；美股集体转为收涨，道指、标普 500 指数和纳指分别涨 1.55%、2.24% 和 3.77%。

四、预计美联储加息对中国溢出效应有限

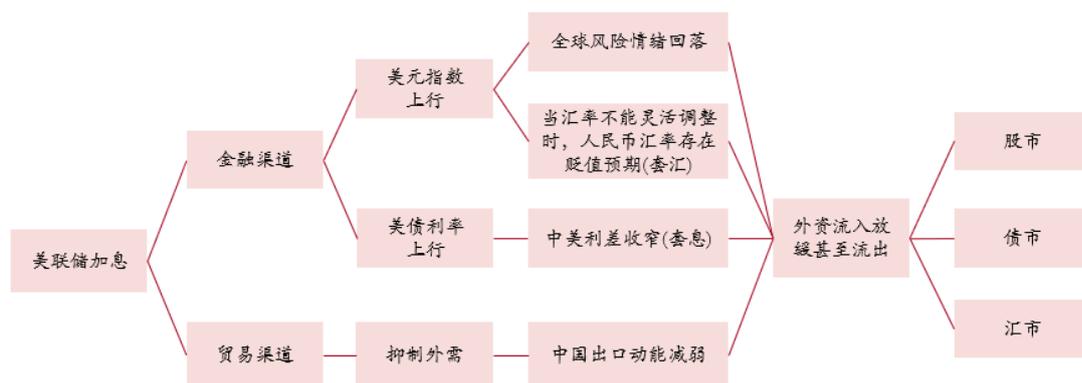
美联储加息对中国的溢出效应主要有金融和贸易两个渠道，前者主要通过影响美元指数、美债利率影响市场情绪和套汇套息活动，后者主要通过外需影响中国出口动能，两个渠道共同影响跨境资本流动，进而对国内金融市场产生影响（见图表5）。

我们统计了1990年代以来历次加息周期开始前后一个月各类资产价格表现，发现首次加息后一个月内，全球避险情绪有所抬升，包括美股和A股在内的全球股市均出现下跌，债市和美元指数没有表现出规律性变化，但2015年12月美联储首次加息前后一个月内人民币汇率出现大幅贬值（见图表6）。因此，当前市场仍然比较担心类似情况会在美联储加息之后重演。

我们认为，人民币汇率重现2015年大幅贬值的可能性较小。核心原因在于，当前人民币汇率市场化程度明显提高，民间部门货币错配程度大幅改善（见图表7），市场主体对汇率波动的容忍度和适应性明显增强。况且，自2020年6月份以来，人民币兑美元汇率已经积累了12%的涨幅（见图表8）。即便美联储加息背景下，中国出现外资流入减少、贸易顺差收窄情况，也有助于缓解前期人民币升值压力，真正实现汇率的双向波动。

不过，考虑到美联储紧缩进程尚处于初始阶段，俄乌冲突下的外部环境异常复杂，仍然需要警惕全球经济金融和地缘政治局势出现超预期变化对人民币汇率走势带来较大扰动。

图表5. 美联储加息对中国金融市场主要影响渠道



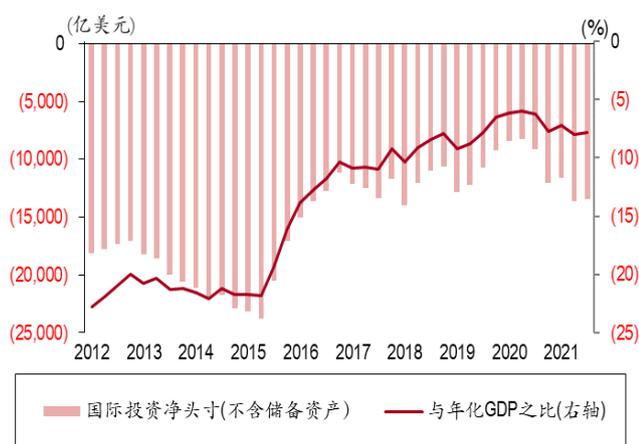
资料来源：中银证券

图表6. 1990年以来美联储首次加息前后一个月内资产价格表现

	VIX指数	标普500	MSCI全球	上证指数	10Y美债	10Y中债	美元指数	人民币汇率
1994年02月加息前1M	21.3	0.9	-	-4.3	2.0	-	-0.5	-
1999年06月加息前1M	-16.9	5.4	5.3	32.3	17.0	-	0.5	0.0
2004年06月加息前1M	-7.5	1.8	1.9	-9.7	-4.0	5.7	-0.2	0.0
2015年12月加息前1M	0.5	-0.4	-1.4	-0.7	-1.0	-14.0	-0.6	-1.6
1994年02月加息后1M	7.3	-1.4	-	-7.9	41.0	-	-2.0	-
1999年06月加息后1M	16.8	-3.2	-2.1	-5.2	11.0	-	-3.0	0.0
2004年06月加息后1M	6.8	-3.4	-2.9	-0.9	-12.0	25.4	1.3	0.0
2015年12月加息后1M	42.7	-7.9	-8.2	-19.0	-21.0	-23.9	-0.2	-1.3

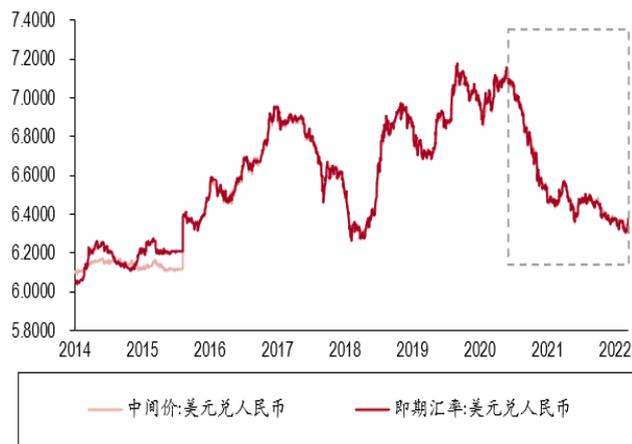
资料来源：万得，中银证券

图表 7. 我国民间货币错配程度显著改善



资料来源：国家外汇管理局，国家统计局，万得，中银证券

图表 8. 2020 年 6 月份至今人民币汇率已累计升值 12%



资料来源：万得，中银证券

风险提示：地缘政治局势恶化；全球通胀上行过快；经济下行压力加大。

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_39511



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn