

行动的勇气？

——3月FOMC会议简析

研究结论

美东3月16日，美联储召开3月会议。作为预期中本轮加息周期启动会议，在俄乌冲突、高通胀、市场震荡背景下，美联储政策姿态备受关注。

3月会上明确的几个政策信号：

1) 加息：首次25bp靴子落地，通过点阵图给出接下来加息路径指引——

2022年内剩余6次，到1.75%；2023年3-4次，到2.5%/2.75%。很鹰，但确实符合年初调整后的市场预期；

2) 终点利率：点阵图的长期利率下落到2.3%左右——

出现了下修。之前市场定价的终点利率始终大幅低于联储点阵图长期利率指引（去年12月，定在2.5%），现在联储尊重市场判断，也正式坐实了新冠疫情后，美国长期利率继续下移的大框架叙事。这在较大程度上锚定了未来美债长端利率水平，或者说，给长端美债利率进一步上行的空间搭起了比较坚固的天花板；

3) 缩表：可能5月会后启动，形式与上轮缩表类似——

时点较预期稍有前移，但不重要。重要的是操作方式，“与上轮类似”意味着操作上仍然被动赎回，只是节奏更快，大概率不会采取激进的主动卖出策略。缩表是最后的拉升长端利率工具，且政策预期建立的阶段，定价表现最为明显。这样的沟通，看似鹰，实际鸽。

市场表现：

如果用市场反馈去衡量，这是一次成功的会议。叠加俄乌谈判的一些新进展，美股大幅上涨，10年期美债收益率到达2.15%，温和地接近我们预测的年内中枢上沿2.25%。在市场预期容许的范围内，美联储优雅地展露了鹰态。政策立场（“不惜一切压制通胀”）维护住了“人设”，但事实上决心不足。

近忧暂消，远虑仍在。现在，能够进一步拉高长端利率的风险暂时出清后，收益率曲线仍在扁平化，盘中一度出现5s10s倒挂，即期平坦的曲线、远期倒挂的曲线，指向在市场的预期和定价当中，不久的将来，美国基本面类滞胀格局的可能性无法排除。经济和政策趋势上，关注以下可能性：

- 1) 通胀加速阶段结束后，加息节奏、幅度下修可能性；
- 2) 政策无法完美控制通胀带回目标位，通胀中枢上移+增长中枢下移；
- 3) 美债长端名义/实际利率筑顶，显著低于大流行前中枢水平，长期中利好黄金，利好科技成长风格股票等长久期资产表现。

风险提示

CPI预测基于模型，模型输出结果依赖于各项假设；

俄乌冲突等地缘政治事件走向仍存在不确定性；

美国经济增速变化、需求降温的幅度和节奏存在不确定性。

报告发布日期

2022年03月17日

证券分析师

王仲尧	021-63325888*3267 wangzhongyao1@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860518050001
孙金霞	021-63325888*7590 sunjinxia@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860515070001
曹靖楠	021-63325888*3046 caojingnan@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860520010001

联系人

陈玮	chenwei3@orientsec.com.cn
----	---------------------------

相关报告

比预期更鹰？鲍威尔到底讲了什么	2022-01-28
缩表冲击：影响有多大？定价到位了吗？	2022-01-18

美东 3 月 16 日，美联储召开 3 月会议。作为预期中本轮加息周期启动会议，在俄乌冲突、高通胀、市场震荡背景下，美联储政策姿态备受关注。

3 月会上明确的几个政策信号：

1) 加息：首次 25bp 靴子落地，通过点阵图给出接下来加息路径指引——

2022 年内剩余 6 次，到 1.75%；2023 年 3-4 次，到 2.5%/2.75%。很鹰，但确实符合年初调整后的市场预期；

2) 终点利率：点阵图的长期利率下落到 2.3%左右——

出现了下修。之前市场定价的终点利率始终大幅低于联储点阵图长期利率指引（去年 12 月，定在 2.5%），现在联储尊重市场判断，也正式坐实了新冠疫情后，美国长期利率继续下移的大框架叙事。这在较大程度上锚定了未来美债长端利率水平，或者说，给长端美债利率进一步上行的空间搭起了比较坚固的天花板；

3) 缩表：可能 5 月会后启动，形式与上轮缩表类似——

时点较预期稍有前移，但不重要。重要的是操作方式，“与上轮类似”意味着操作上仍然被动赎回，只是节奏更快，大概率不会采取激进的主动卖出策略。缩表是最后的拉升长端利率工具，且政策预期建立的阶段，定价表现最为明显。这样的沟通，看似鹰，实际鸽。

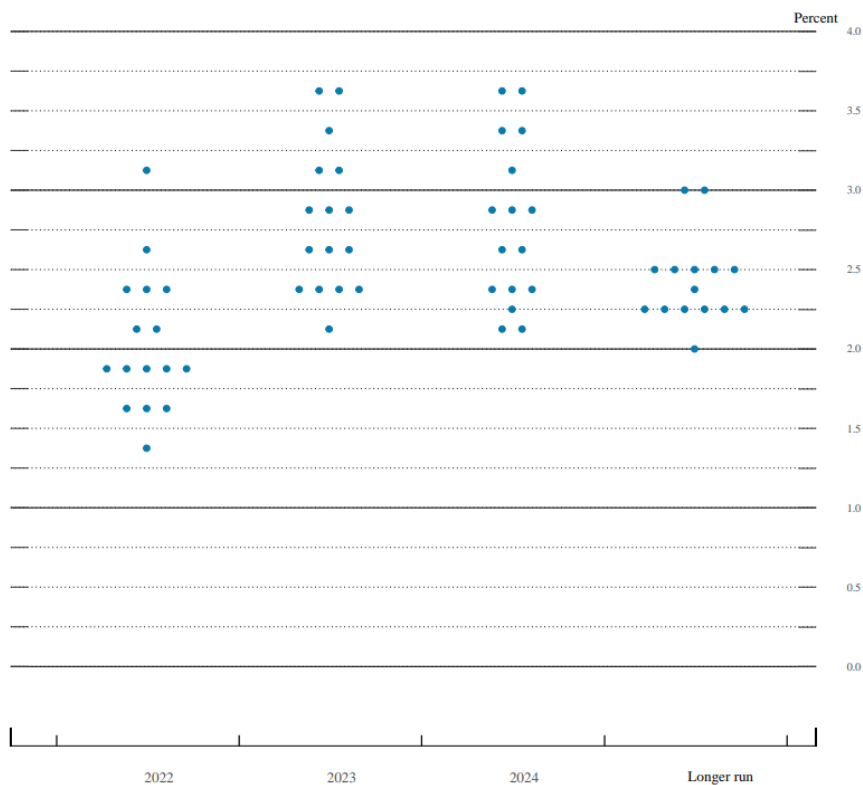
市场表现：

如果用市场反馈去衡量，这是一次成功的会议。叠加俄乌谈判的一些新进展，美股大幅上涨，10 年期美债收益率到达 2.15%，温和地接近我们预测的年内中枢上沿 2.25%。在市场预期容许的范围内，美联储优雅地展露了鹰态。政策立场（“不惜一切压制通胀”）维护住了“人设”，但事实上决心不足。

近忧暂消，远虑仍在。现在，能够进一步拉高长端利率的风险暂时出清后，收益率曲线仍在扁平化，盘中一度出现 5s10s 倒挂，即期平坦的曲线、远期倒挂的曲线，指向在市场的预期和定价当中，不远的将来，美国基本面类滞胀格局的可能性无法排除。经济和政策趋势上，关注以下可能性：

- 1) 通胀加速阶段结束后，加息节奏、幅度下修可能性；
- 2) 政策无法完美控制通胀带回目标位，通胀中枢上移+增长中枢下移；
- 3) 美债长端名义/实际利率筑顶，显著低于大流行前中枢水平，长期中利好黄金，利好科技成长风格股票等长长期资产表现。

图 1：美联储 3 月 SEP 利率点阵图

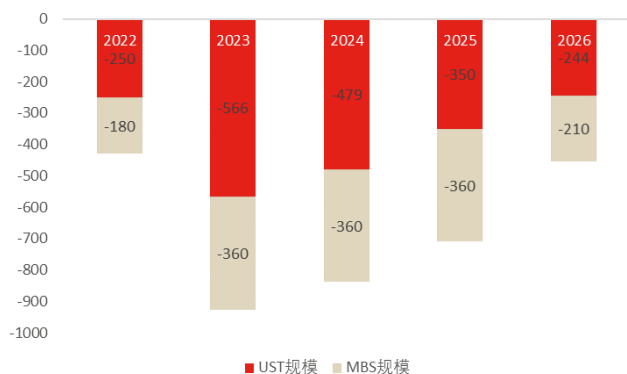


数据来源：Fed、东方证券研究所

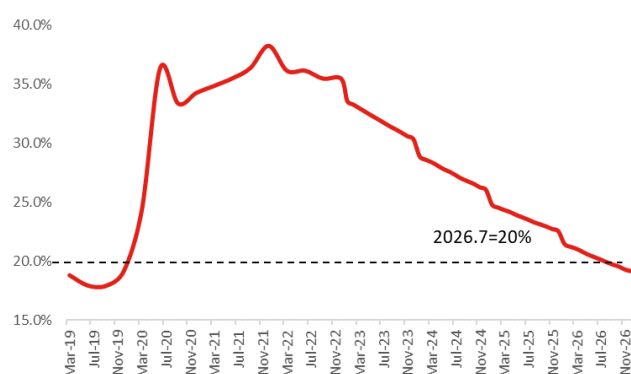
图 2：点阵图长期利率中位值、10 年期美债收益率、5y5y OIS（市场定价的长期自然利率）（%）



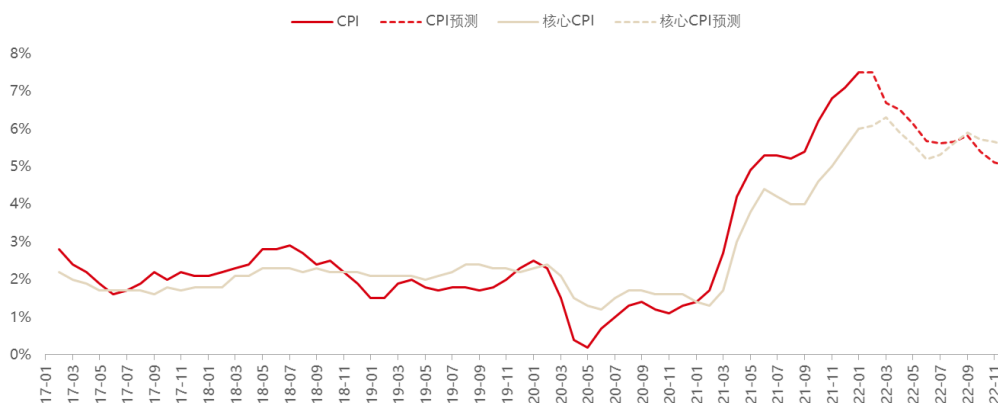
数据来源：Fed、Bloomberg、东方证券研究所

图 3：缩表：我们预期的基准情形下，美债和 MBS 年缩减量（十亿美元）


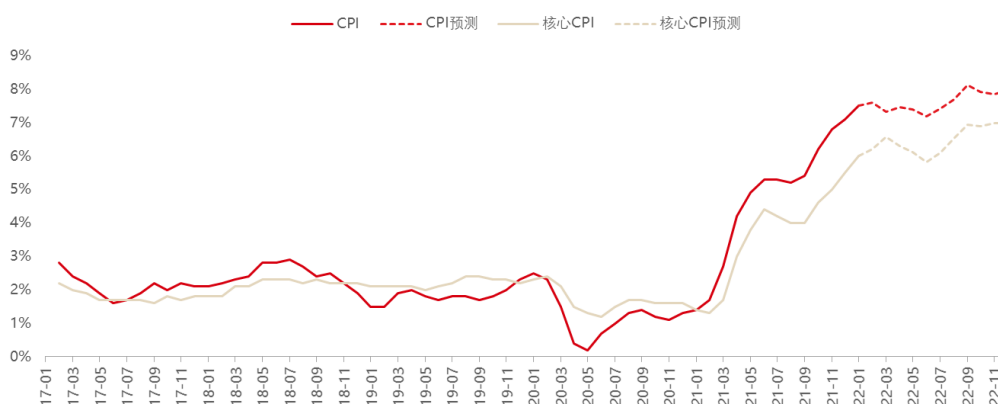
数据来源：Bloomberg、东方证券研究所

图 4：缩表：我们预期的基准情形下，资产负债表规模（%GDP）


数据来源：Bloomberg、东方证券研究所

图 5：美国 CPI、核心 CPI 同比增速预测（油价@75 美元/桶）


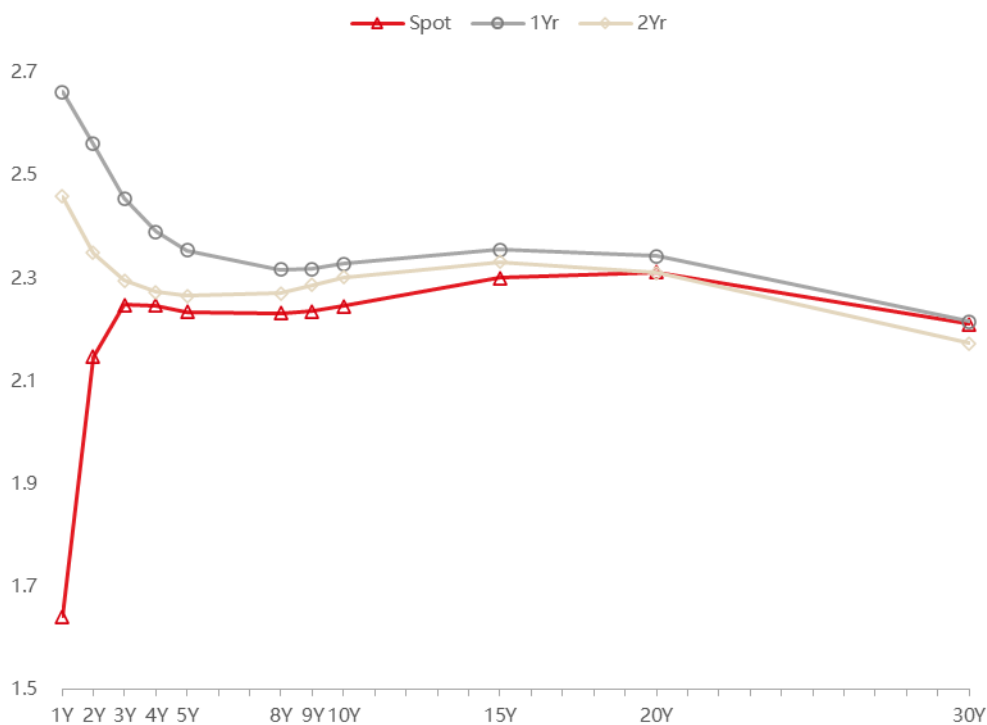
数据来源：Bloomberg、东方证券研究所

图 6：美国 CPI、核心 CPI 同比增速预测（油价@110 美元/桶）


数据来源：Bloomberg、东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 7：美债收益率曲线的即期、远期期限结构（%）



数据来源：Bloomberg、东方证券研究所

风险提示

CPI 预测基于模型，模型输出结果依赖于各项假设；

俄乌冲突等地缘政治事件走向仍存在不确定性；

美国经济增速变化、需求降温的幅度和节奏存在不确定性。

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_39512

