

### 核心观点

韦志超

首席经济学家

SAC 执证编号：S0110520110004

weizhichao@sczq.com.cn

电话：86-10-81152692

王蔚然

研究助理

wangweiran@sczq.com.cn

电话：86-10-81152672

#### 相关研究

- 1-2月经济数据点评：大超预期背后的一些隐忧
- 静观其变，伺机而动
- 2月物价数据点评：价格总体平稳，商品是关键扰动

- 美联储于当地时间3月16日宣布加息25BP而非50BP，基本符合市场预期。根据点阵图显示，75%的官员预计今年还将加息六次，美联储可能于5月开始缩表。靴子落地之后，市场避险情绪得到释放，但未来仍需警惕进一步加快紧缩的风险，中美利差如果倒挂可能导致政策发力空间收窄。
- 加息25BP符合预期。市场对FOMC会议的反映主要体现在两点。其一，风险偏好有所回归，首次加息25BP而非50BP，缓解了市场对于过快加息尾部风险的担忧，因此股指在宣布加息之际虽然明显回落，但在靴子落地之后，美股大幅反弹，风险偏好有所回归，纳斯达克指数反弹超过3.3%；其二，市场在一定程度上也反映出对衰退的担忧，美元指数、十年美债利率先涨后跌，随着美联储开启紧缩，美债期限利差面临进一步收窄。如果美国进入滞胀前期阶段，金价短期有望继续保持高位。
- 通胀爆表，就业达标，进一步加速紧缩风险仍存。根据美联储的经济预测，美国2022年GDP同比预期从4.0%下降至2.8%，但PCE则从2.6%上调至4.3%。鲍威尔承认高通胀持续时长会超过此前预期，并强调美联储需要保持灵活应变。从终端需求来看，美国居民零售仍然非常强劲，美联储对于短期经济仍有较强信心，因此虽然需求面临下滑，但快速加息未必会导致需求出现崩塌。如果通胀持续超预期高企，美联储可能进一步加快紧缩节奏。
- 中美利差快速收缩，警惕利率倒挂风险。从整体来看，海内外主要矛盾不同，海外胀，国内滞。由于美国通胀持续高企，加速紧缩，当前中美利差已经收敛至80BP左右，按目前的市场预期，年末美国基准利率将上行至2%左右，而通胀预期仍将保持高位，如果美国经济不出现大幅走弱，10年美债收益率可能出现进一步上冲。国内方面，虽然5.5%的经济目标定位较高，但地产仍在显著拖累经济增长，货币短期仍将持续宽松，中债利率面临与美债倒挂的风险，可能制约政策发力的空间。
- 短期来看，各种不确定性明显增加，建议保持观望，适时把握股市超跌反弹的机会。低估值依然相对占优，但结构性分化或许进入中后期。国债收益率中枢可能在当前区间整体保持低位震荡，市场对经济预期的修复可能需要一段时间。

风险提示：疫情超预期

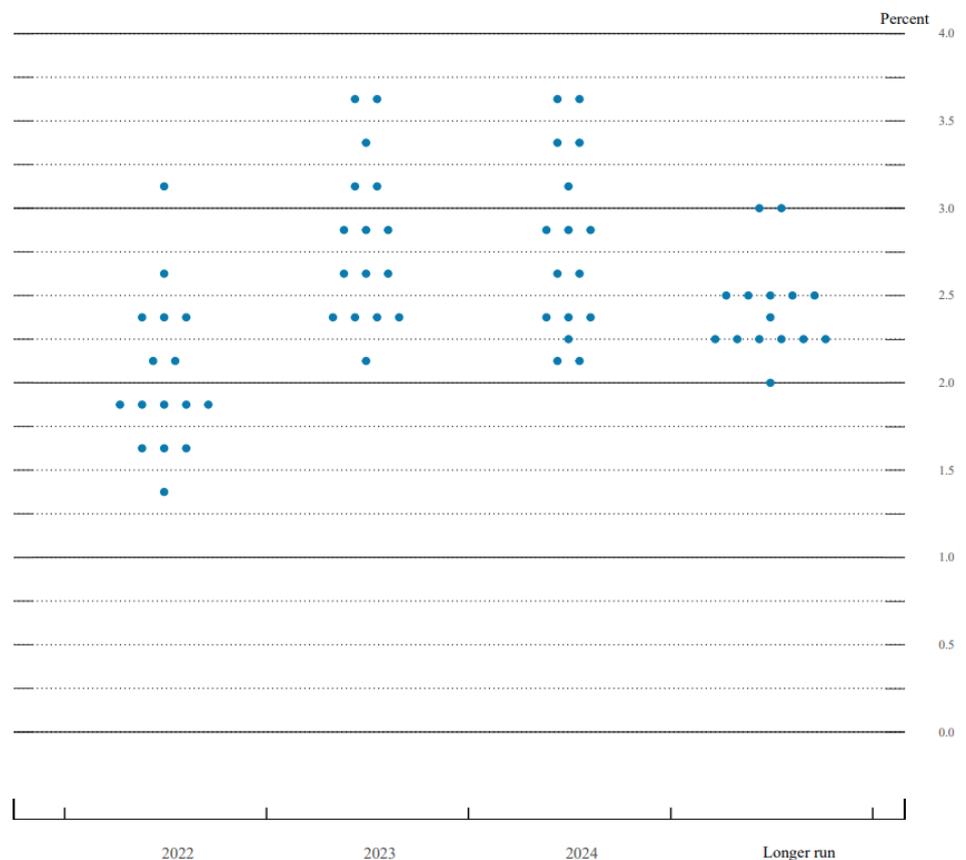
美联储于当地时间3月16日宣布加息25BP而非50BP，基本符合市场预期。根据点阵图显示，75%的官员预计今年还将加息六次，美联储可能于5月开始缩表。靴子落地之后，市场避险情绪得到释放，但未来仍需警惕进一步加快紧缩的风险，中美利差如果倒挂可能导致政策发力空间收窄。

## 加息 25BP 符合预期

美联储于当地时间3月16日宣布加息25BP而非50BP，基本符合市场预期。根据点阵图显示，75%的官员预计今年还将加息六次，年末联邦基金利率水平预计在2%左右，美联储可能于5月开始缩表。

图 1：FOMC 点阵图

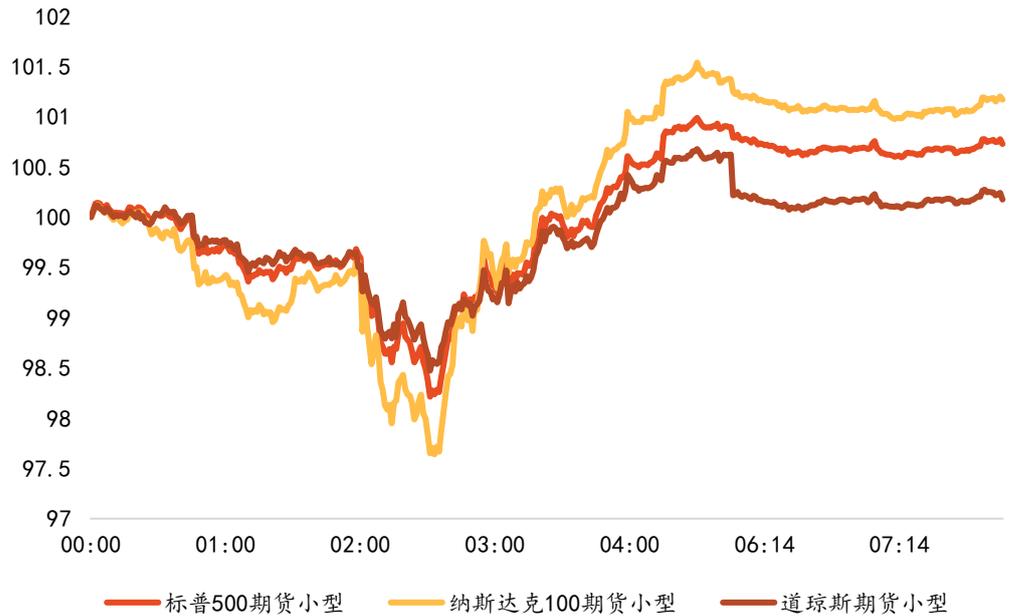
Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



资料来源：Fed Reserve FOMC

市场对 FOMC 会议的反映主要体现在两点。其一，风险偏好有所回归，首次加息 25BP 而非 50BP，缓解了市场对于过快加息尾部风险的担忧，因此股指在宣布加息之际虽然明显回落，但在靴子落地之后，美股大幅反弹，风险偏好有所回归，纳斯达克指数反弹超过 3.3%。

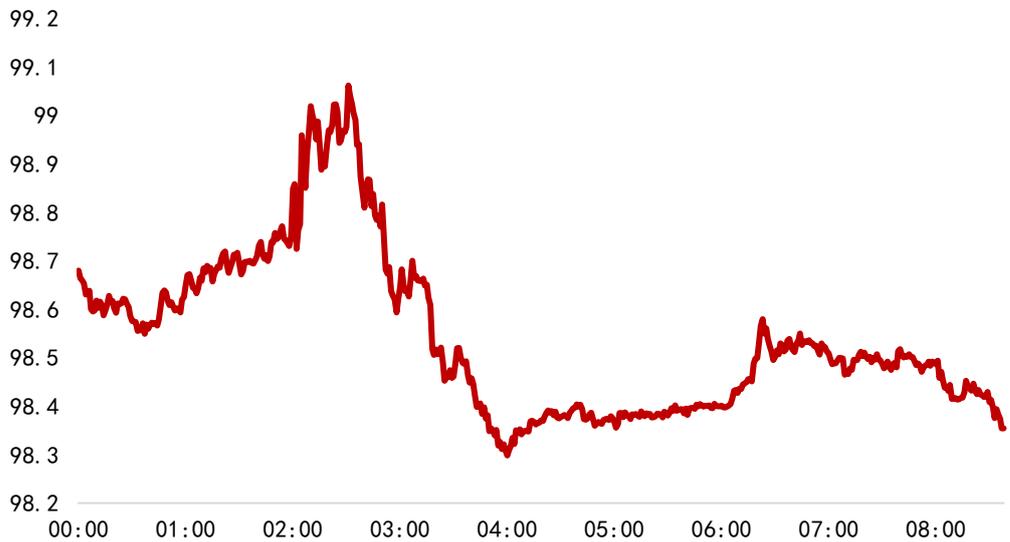
图 2：美股分时走势



资料来源：Wind, 首创证券

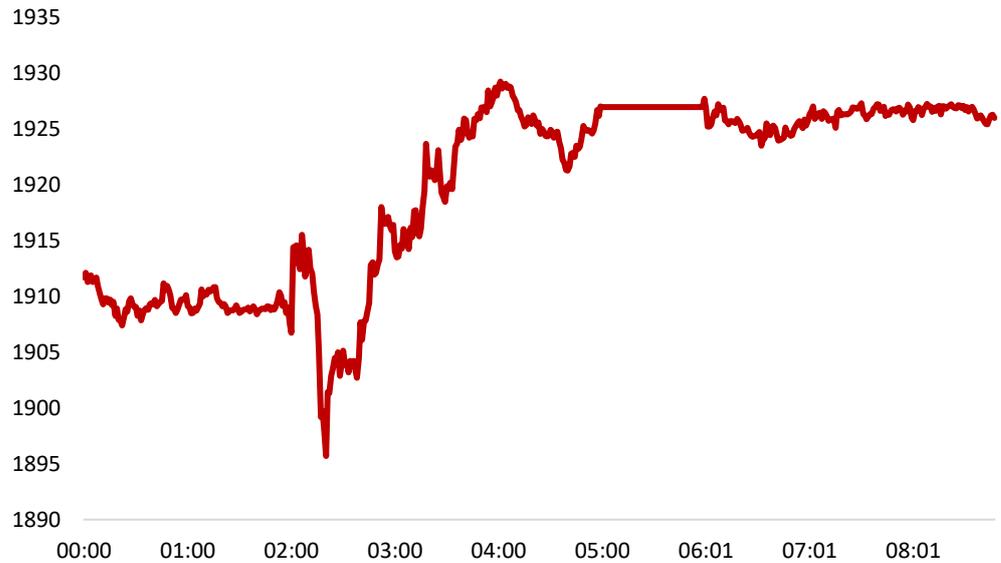
其二，市场在一定程度上也反映出对经济下行的担忧，美元指数、十年美债利率先涨后跌，随着美联储开启紧缩，海外经济可能出现走弱，美债期限利差面临进一步收窄。如果美国进入滞胀前期阶段，金价有望短期继续保持高位。

图 3：美元指数分时图



资料来源：Wind, 首创证券

图 4：伦敦现货黄金分时图



资料来源：Wind, 首创证券

## 通胀爆表，就业达标，快速紧缩风险仍存

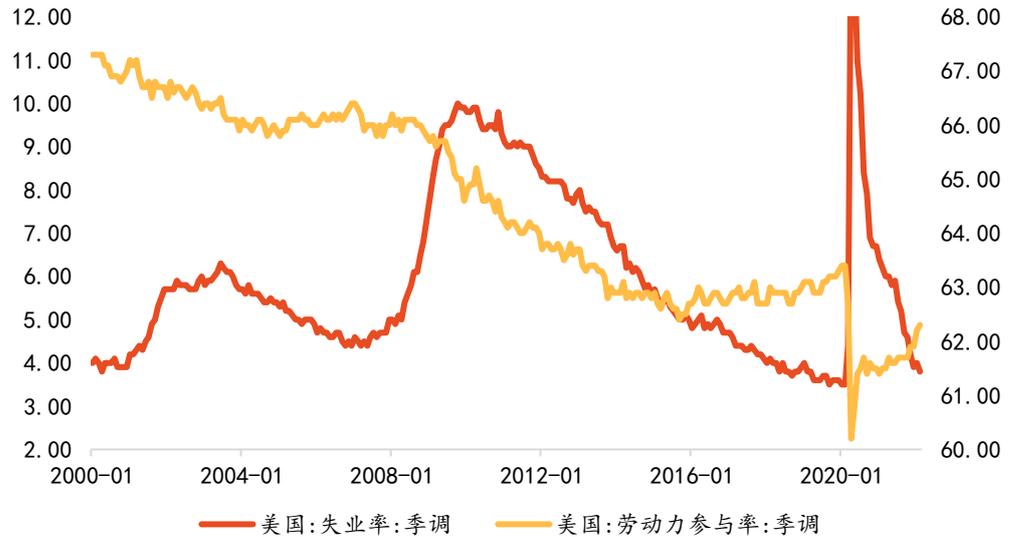
根据美联储的经济预测，美国 2022 年 GDP 同比预期从 4.0% 下降至 2.8%，但 PCE 则从 2.6% 上调至 4.3%。近期通胀预期由 2.4% 飙升至 2.9%，已经达标的失业率和较大的通胀压力推动美联储加快紧缩节奏，鲍威尔承认高通胀持续时长会超过此前预期，并强调美联储需要保持灵活应变，因此存在进一步加快紧缩的可能性。

图 5：美联储的经济预测

Variable	Percent				Central Tendency <sup>2</sup>				Range <sup>3</sup>			
	Median <sup>1</sup>				2022	2023	2024	Longer run	2022	2023	2024	Longer run
	2022	2023	2024	Longer run								
Change in real GDP	2.8	2.2	2.0	1.8	2.5-3.0	2.1-2.5	1.8-2.0	1.8-2.0	2.1-3.3	2.0-2.9	1.5-2.5	1.6-2.2
December projection	4.0	2.2	2.0	1.8	3.6-4.5	2.0-2.5	1.8-2.0	1.8-2.0	3.2-4.6	1.8-2.8	1.7-2.3	1.6-2.2
Unemployment rate	3.5	3.5	3.6	4.0	3.4-3.6	3.3-3.6	3.2-3.7	3.5-4.2	3.1-4.0	3.1-4.0	3.1-4.0	3.5-4.3
December projection	3.5	3.5	3.5	4.0	3.4-3.7	3.2-3.6	3.2-3.7	3.8-4.2	3.0-4.0	2.8-4.0	3.1-4.0	3.5-4.3
PCE inflation	4.3	2.7	2.3	2.0	4.1-4.7	2.3-3.0	2.1-2.4	2.0	3.7-5.5	2.2-3.5	2.0-3.0	2.0
December projection	2.6	2.3	2.1	2.0	2.2-3.0	2.1-2.5	2.0-2.2	2.0	2.0-3.2	2.0-2.5	2.0-2.2	2.0
Core PCE inflation <sup>4</sup>	4.1	2.6	2.3		3.9-4.4	2.4-3.0	2.1-2.4		3.6-4.5	2.1-3.5	2.0-3.0	
December projection	2.7	2.3	2.1		2.5-3.0	2.1-2.4	2.0-2.2		2.4-3.2	2.0-2.5	2.0-2.3	
Memo: Projected appropriate policy path												
Federal funds rate	1.9	2.8	2.8	2.4	1.6-2.4	2.4-3.1	2.4-3.4	2.3-2.5	1.4-3.1	2.1-3.6	2.1-3.6	2.0-3.0
December projection	0.9	1.6	2.1	2.5	0.6-0.9	1.4-1.9	1.9-2.9	2.3-2.5	0.4-1.1	1.1-2.1	1.9-3.1	2.0-3.0

资料来源：Wind, 首创证券

图 6：就业情况显著好转



资料来源：Wind, 首创证券

图 7：通胀预期持续上行

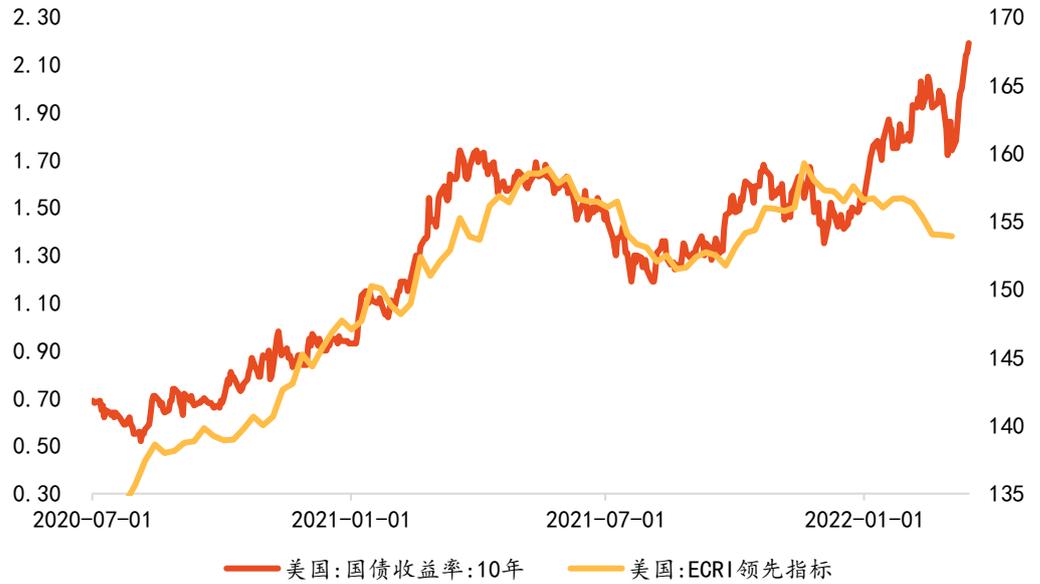


资料来源：Wind, 首创证券

从近期美债利率走势来看，与 ECRI 出现明显分化，说明美债利率的上行已经与经济走势出现显著背离，更多的是对通胀和加息进行定价。美国经济虽然尚未明显走弱，但见顶已经明确，随着紧缩政策的加快，实体在下半年可能面临需求的萎缩。

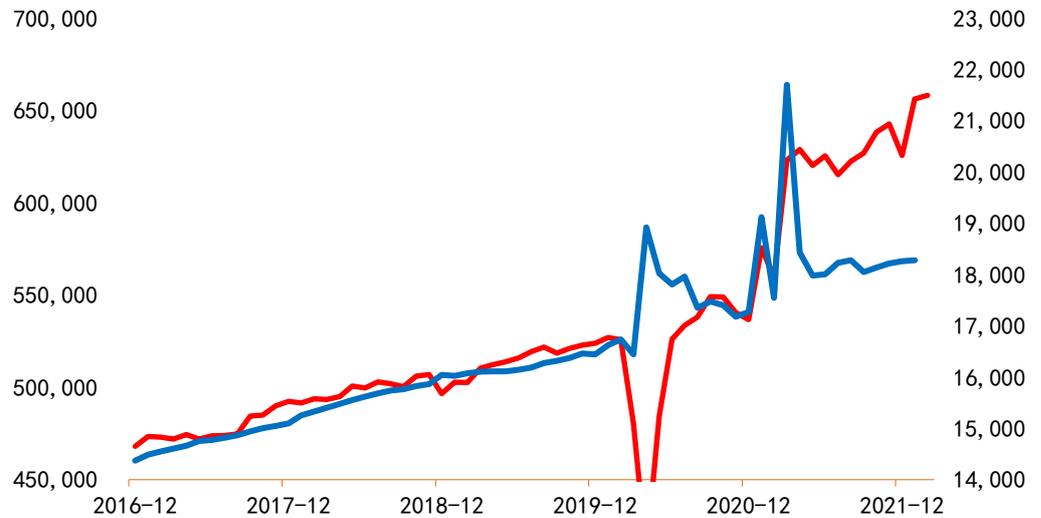
但从终端需求来看，美国居民零售仍然非常强劲，美联储对于短期经济仍有较强信心，因此虽然需求面临下滑，但快速加息未必会导致需求出现崩塌。如果通胀持续超预期高企，美联储可能进一步加快紧缩节奏。

图 8：近期美债利率在对加息进行定价



资料来源：Wind, 首创证券

图 9：美国零售消费仍然强势



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\\_39516](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_39516)



云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>