



宏观专题

为何全年加息预期升至了9次？

FedNote#5

证券分析师

芦哲

资格编号：S0120521070001

邮箱：luzhe@tebon.com.cn

联系人

张佳炜

资格编号：S0120121090005

邮箱：zhangjw3@tebon.com.cn

相关研究

#FedNote 系列

《美联储剧透了1月FOMC哪些鹰派信号——FedNote#1》

《市场对美联储的金搜预期何时反转——FedNote#2》

《一次加息50bps的可能性与影响——FedNote#3》

《3月FOMC：经济下修难改加息路径——FedNote#4》

投资要点：

- **核心观点。**因为只有加息9次后，美联储的货币政策才算得上是完成了对撤出宽松到开启紧缩的过度，对总需求的影响才算得上是从宽松递减到紧缩抑制。但是在基准假设下，Q3末期部分经济先行指标将预示更大的衰退风险（削弱紧缩的充分条件），同时通胀失控风险有较明显的缓释（钝化加息的必要条件），全年美联储货币政策大概率呈现前紧后松的趋势。
- **警惕美联储增量的紧缩信号引发中美国债利差倒挂。**加息方面，我们预计全年将会有5次加息，分别为3、5、6、7、9月，加息幅度分别为25、50、50、25、25bps，合计加息175bps；缩表方面，我们预判缩表开启节点将被进一步前置，4月6日公布的3月FOMC纪要大概率披露详细的缩表计划，以此为先锋军，美联储将在4月向市场释放5月开启缩表的预期。假定4月开始其将继续计入增量的加息与缩表预期，那么4-5月十年美债利率存在站稳2.7%、突破2.8%的可能性。对国内而言，这或加剧市场对中美利差倒挂的担忧。
- **风险提示：**①俄乌战事升级，引发全球各类地缘政治摩擦加剧（朝韩、俄日等），市场再度进入避险交易；②美国通胀彻底失控，美联储被迫采取更为激进的紧缩货币政策，进而带来全球宏观流动性的大幅收紧，离岸美元市场面临枯竭；③新的变种毒株的出现，深化全球宏观经济的滞胀格局。

内容目录

1. 从宽松递减到紧缩货币政策	5
2. 乐观鹰派是近期市场交易的主旋律	8
3. 通胀路径仍是货币政策的核心变量	9
4. 风险提示	10

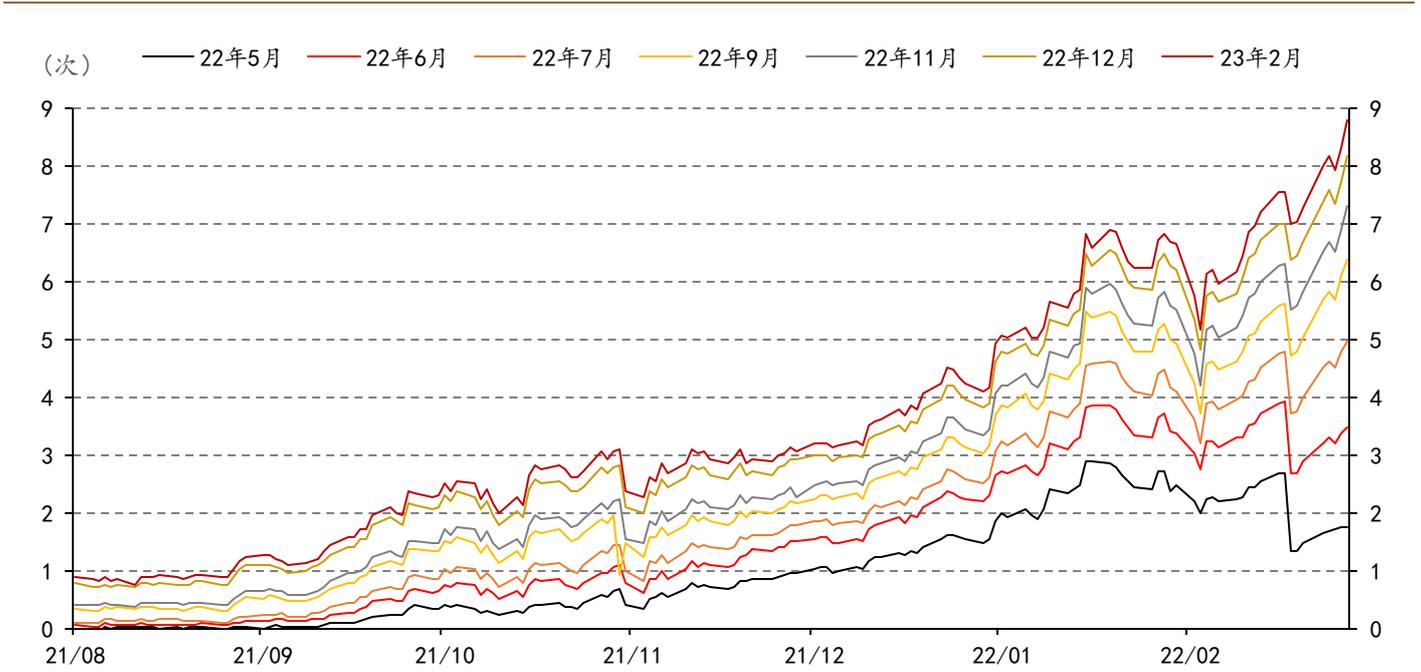
图表目录

图 1: 联邦基金期货模型隐含各月加息次数时间序列.....	4
图 2: 十年美债及其风险中性利率 R^* 、期限风险溢价 TRP 时间序列.....	4
图 3: 标普 500 指数 vs 预期 EPS 时间序列.....	5
图 4: 标普 500 指数预期市盈率 vs 股权风险溢价时间序列.....	5
图 5: 美联储 3 月 FOMC 公布的 SEP 一览.....	5
图 6: 不同周期底部以来的美国产出缺口时间序列.....	6
图 7: 美国 PCE 物量指数 (横轴) 与价格指数 (纵轴) 散点图及期间 AS-AD 曲线平移轨迹.....	7
图 8: 一年美债风险中性利率对应的隐含加息次数 vs 未来一年隐含加息次数时间序列.....	8
图 9: 不同期限美债期限风险溢价时间序列.....	9
图 10: 美国 PCEPI 同比增速与五大分项拉动率的实际值 vs 预测值.....	9

继 3 月 FOMC 会议后至上周末，美联储内部陆续有超级鹰派的 Bullard、主席 Powell、三把手 Williams 等多位委员进行了公开演讲。在充分消化了这其中释放的货币政策信号后，市场反映如下：

① 联邦基金利率期货模型显示（图 1），5 月、6 月、12 月隐含全年剩余加息次数分别由 3 月 18 日当周的 1.481、2.896、6.68 上升至 3 月 25 日当周的 1.768、3.468、8.17 次。即最新 5 月加息 50bps 概率为 76.8%，上半年累计加息 125bps 的概率为 46.8%、全年合计计入 9.17 次加息；

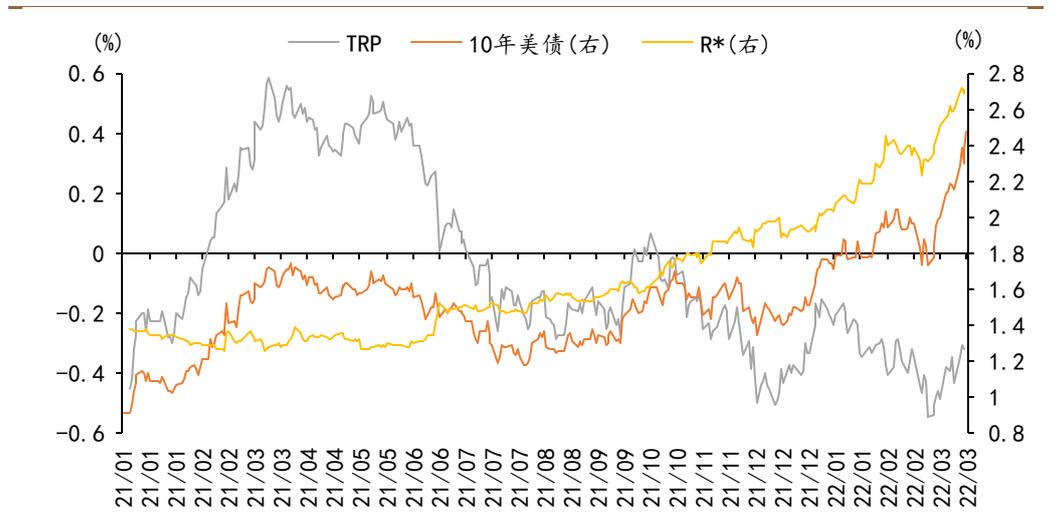
图 1：联邦基金期货模型隐含各月剩余加息次数时间序列



资料来源：彭博，德邦研究所

② 十年美债利率由 3 月 18 日当周的 2.1494% 上行 32.37bps 至 3 月 25 日的 2.4731%。从 3 月 18 日到 3 月 24 日¹，十年美债的风险中性利率 R^* 与期限风险溢价 TRP 分别上行 11.51bps 与 10.83bps；

图 2：十年美债及其风险中性利率 R^* 、期限风险溢价 TRP 时间序列



资料来源：彭博，德邦研究所

¹ FRBNY 尚未公布 3 月 25 日的 R^* 与 TRP

③标普 500 指数全周收涨 1.79%，其中预期 EPS 基本持平，预期市盈率上涨 0.37x 至 20.14x，股权风险溢价 ERP 收缩 0.42% 至 2.49%。

图 3：标普 500 指数 vs 预期 EPS 时间序列



资料来源：彭博，德邦研究所

图 4：标普 500 指数预期市盈率 vs 股权风险溢价时间序列



资料来源：彭博，德邦研究所

首先，上周各委员的发言释放了什么信号，导致市场在点阵图的 7 次加息预期公布后继续买入 9 次加息的预期？其次，为何鹰派的信号推涨了美债利率，但并未给美股带来明显冲击？最后，如何判断全年美联储货币政策的节奏？以及其将如何影响资产价格？本篇为 FedNote 系列的第五篇，力求通过三个部分分别回答上述三个问题。

1. 从宽松递减到紧缩货币政策

3 月 21 日，美联储主席 Powell 在全国商业经济协会（*National Association for Business Economics*）举行的第 38 届年度经济政策峰会（*Annual Economic Policy Conference*）上表示：“当下需要将货币政策迅速提升至更中性的水平，如果处于稳定价格的需要，则可将其提升至更紧缩的水平。”

*There is an obvious need to move expeditiously to return the stance of monetary policy to a more **neutral level**, and then to move to more **restrictive levels** if that is what is required to restore price stability.*

图 5：美联储 3 月 FOMC 公布的 SEP 一览

Table 1. Economic projections of Federal Reserve Board members and Federal Reserve Bank presidents, under their individual assumptions of projected appropriate monetary policy, March 2022

Variable	Median ¹				Central Tendency ²				Range ³			
	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 ⁴	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

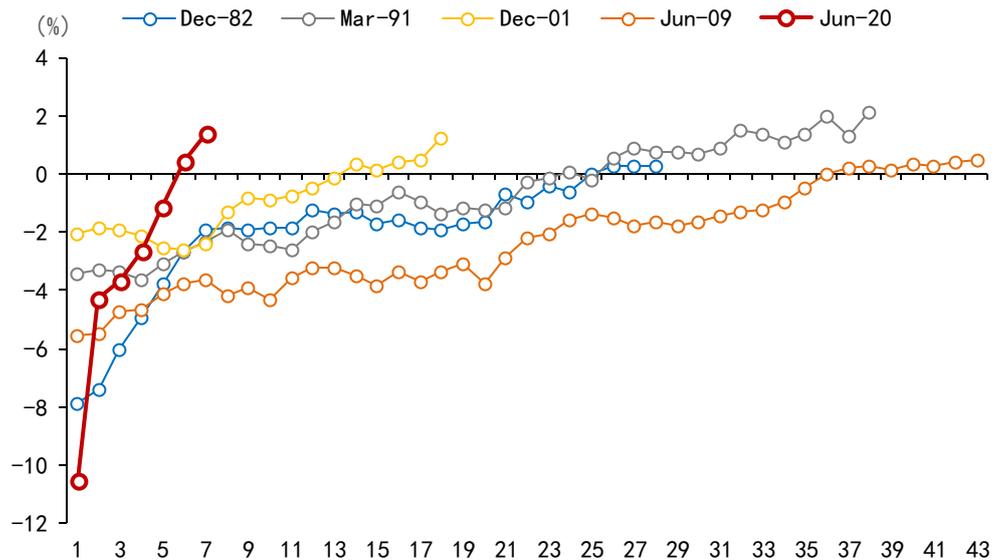
资料来源：FRB，德邦研究所

这里涉及三个概念：①中性利率 (*neutral rate*)。表述中的 *neutral level* 对应美联储预测的联邦基金利率长期水平，即货币政策既不会刺激中需求、亦不会抑制总需求的基准利率水平，根据 2022 年 3 月 SEP (图 5)，当前这一水平为 2.4% (四舍五入前为 2.375%，对应 2.25-2.50% 的上下限区间，按照 25bps/次计算即需要 9 次加息)；②宽松递减的货币政策 (*less accommodative policy*)。当政策利率低于中性利率时，货币政策被视作宽松的，通过加息使得政策利率向中性利率靠拢的货币政策则被视作宽松递减。此时货币政策仍然是在刺激经济中的总需求，只是刺激力度边际递减；③紧缩的货币政策 (*restrictive policy*)。当政策利率高于中性利率时，货币政策被视作紧缩的，此时货币政策将抑制经济中的总需求。因此，当联邦基金利率中枢提升至 2.375% (对应 9 次 25bps/次的加息) 时，美联储的货币政策才能被视作不再宽松。

而近期的言论中，除了前述 Powell 的 *more restrictive levels* 的暗示外，超级鹰派的 Bullard 作为其中的“更有甚者”，在 3 月 18 日发文表示自己为何投票 3 月 FOMC 会议 50bps 加息时，表达了自己对全年加息至 3% 以上的强烈建议。这意味着他希望全年将出现 12 次的加息，即剩余每次会议上都加息 50bps。

.....in my contribution to the Summary of Economic Projections, I recommended that the Committee try to achieve a level of the policy rate above 3% this year.

图 6：不同周期底部以来的美国产出缺口时间序列



资料来源：彭博，德邦研究所。注：横轴为期数，单位为季度

那么，为何美联储要急于将联邦基金利率提升至中性水平甚至以上？仅从经济周期的角度上将，这是因为当前的经济产出缺口已超出潜在增长水平，对应的经济增长阶段已不再是修复而是扩张。图 6 可见，本轮产出缺口仅用 6 个季度便完成闭合，于 21Q3 恢复到 0.45% 的水平，并在 21Q4 提升至 1.41%，即经济的过热在加速。这本身就对应着需要紧缩的货币政策（高于中性利率）以抑制住过热的总需求。

而要将前述的宽松递减的货币政策 (*less accommodative policy*) 与紧缩的货币政策 (*restrictive policy*) 结合起来理解，则需要将经济、通胀放在同一张图表中，以此绘制出 AS-AD 曲线自疫情冲击以来的走势 (图 7)。我们在 FedNote 系列的首篇专题《美联储剧透了 1 月 FOMC 哪些鹰派信号——FedNote#1》中，将 2019 年 12 月至最新的私人消费的量 (横轴，PCE 物量指数) 价 (纵轴，PCE 价格指数) 关系绘制成散点图，用以表征每个月份美国经济系的量价关系，由此

可反推疫情危机前后，美国总需求曲线 AD 与总供给曲线 AS 之间的变化关系。图 7 可见，本轮疫情危机以来，AD-AS 曲线所形成的短期均衡总结为四个阶段，分别是：

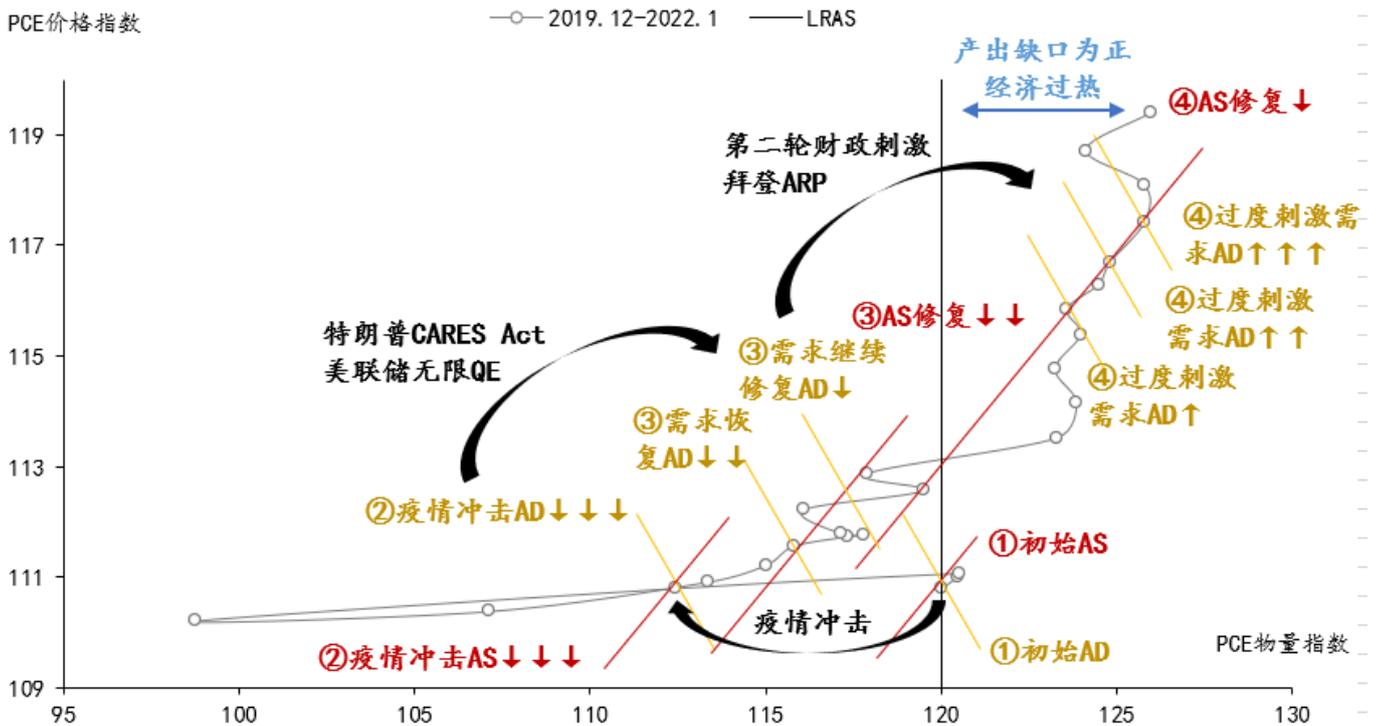
①初始 AD-AS 平衡。2019 年 12 月至 2020 年 2 月，此时美国经济尚处于疫情前的弱增长阶段，假定此时经济增长亦处于长期均衡，则对应可画出长期总供给曲线 LRAS，以此作为产出缺口闭合的判断依据及经济复苏/扩张的界定；

②疫情冲击 AD 与 AS 曲线同时左移，2020 年 3 至 4 月数据或甚至是对 AD-AS 短期均衡的偏离（非均衡态）；

③美联储 All-In+特朗普 CARES Act 给予总需求强刺激，2020 年 5 月至 2021 年 2 月，AD 曲线大幅右移，AS 曲线则维持缓慢的修复速率；

④拜登 ARP 给总需求带来第二轮强刺激，2021 年 3 月至今，由于总需求被过度刺激（对应图 6 中的产出缺口回正），AD 曲线加速右移并超越疫情前水平。但由于货币政策影响不了总供给，AS 曲线只能继续保持既定的缓慢修复。这最终导致供需矛盾的恶化和通胀的高企。

图 7：美国 PCE 物量指数（横轴）与价格指数（纵轴）散点图及期间 AS-AD 曲线平移轨迹



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_39773



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>