



张瑜：不一样的美联储加息



意见领袖|张瑜

主要观点

3 月 FOMC 会议主要内容

美联储如期加息 25bps, 联邦基金利率目标区间上调至 0.25%-0.5%; 同时宣布完成 Taper, 不再增持国债与 MBS。

会议声明：为 5 月缩表铺路。声明中指出“委员会预计将在即将召开的会议上开始减持美国国债等资产”，向市场传递大概率在 5 月将启动缩表的信号。本次会议声明中显示圣路易斯联储主席布拉德对决议投反对票，或更支持 3 月加息 50bps。

经济预测与点阵图：市场预期与联储预期的统一。经济增长方面，美联储下调 2022 年 GDP 预期；点阵图上调 2022 年加息预期至 7 次，2023 年将结束加息。

此次的加息预期落地，不仅是对 3 月启动加息的预期落地，更是市场对全年加息节奏预期与美联储释放信号的统一。此前市场对加息节奏的预期始终领先美联储（市场预期加息 7 次，但美联储点阵图显示加息 3 次），而此次点阵图的前移使得二者预期达成统一。因此从资产价格的反映也可看到，加息预期落地初期市场表现偏鹰，但由于美联储释放的紧缩路径并未超出市场预期，甚至流露出对经济增长前景的担忧，以后市场表现则全面转鸽。



不一样的加息：3 月美联储如期加息，但此次加息的背景却与以往有较大不同：

1、首次加息时的美债收益率曲线过于平坦

历史来看，首次加息时息差较窄的现象曾在 90 年代末发生过。目前美国 10Y-2Y 国债收益率利差 27bps，是历史上美联储首次加息时利差最窄的一次；经济衰退概率 10%，与 90 年代末接近。考虑到目前美国劳动力成本增速已接近 70 年代滞胀期水平，因此从 90 年代的经验来看，过平的利率曲线大概率并不会制约今年美联储加息的步伐。但可能会引发此轮加息周期持续时长偏短，加息节奏更快，但加息幅度更小，美联储在此次点阵图也显示预期 2023 年将结束加息，此前点阵图显示加息将持续到

2024 年。

2、首次加息时的美元流动性恶化。美股跌幅是历史上首次加息时最大的。同时，近期俄乌冲突也对美国金融市场流动性形成一定冲击。加息与缩表操作本就会带来流动性紧缩。而加息前就已经出现的流动性紧张问题对于美联储更快的加息与缩表节奏都将形成一定掣肘，并加大资本市场的波动性。

3、首次加息时面临较强的“滞胀”担忧。受高通胀冲击，美国居民消费前景堪忧，3月消费者信心指数进一步回落。同时，市场对2022年滞胀的预期较强，而美联储更是在此次议息会议中将2022年GDP增速由4%下调至2.8%。

4、美联储距离“亏损”是历史最近的。一方面，加息将带来美联储的息差收入缩窄。另一方面，加息带来的大幅浮亏也制约了美联储主动缩表的操作。

不一样的加息意味着什么？美联储本轮的加息周期将是高企的通胀压力带来加速紧缩的必要性、与不一样的加息背景对紧缩操作的掣肘之间的博弈。

我们一直提出本轮加息周期中的“资产价格两阶段论”，第一阶段定价的核心为货币政策转向的确认，目前来看，随着市场对美联储紧缩节奏的充分预期，第一阶段对美联储紧缩姿态的定价已基本落地。而第二阶段

中，资产价格的定价核心或切换至转向的力度，未来仍有交易空间的因素主要包括：

1) 通胀偏强是否会带来更多官员支持在未来的会议上一次加息幅度超过 25bps？（目前联邦基金期货以隐含 5 月和 6 月的会议中有一次加息 50bp 的可能性）2) 美联储紧缩面临诸多掣肘，是否会在未来造成美联储最终仅能落地“小动作”？3) 本轮加息周期的终点利率多高？（目前市场预期为 2.5%，美联储最新点阵图显示为 2.8%）。而这些尚未交易因素之间的矛盾，对资产价格而言可能就不是单一的紧缩交易信号，在这一阶段紧缩交易或宽松交易将存在不确定性。

风险提示：美国通胀超预期走高，美国经济增长强于预期

报告目录

一、 3 月 FOMC 会议主要内容.....	5
（一） 政策决议：如期加息 25bps，完成 taper.....	5
（二） 会议声明：为 5 月缩表铺路.....	5
（三） 经济预测与点阵图：市场预期与联储预期的统一.....	6
（四） 市场即期影响：对会议解读由鹰转鸽.....	7
二、 不一样的加息.....	7
（一） 首次加息时的美债收益率曲线过于平坦.....	7
（二） 首次加息时的美元流动性恶化.....	9
（三） 首次加息时面临较强的“滞胀”担忧.....	11
（四） 美联储距离“亏损”是历史最近的.....	12
三、 不一样的加息对资产价格的潜在影响.....	13

报告正文

—

3 月 FOMC 会议主要内容

(一) 政策决议：如期加息 25bps，完成 taper

此次议息会议如期加息 25bps，完成 taper。美联储如期加息 25bps，联邦基金利率目标区间上调至 0.25%-0.5%，同幅度上调超额存款准备金利率至 0.4%，隔夜逆回购利率至 0.3%。同时宣布完成 Taper，不再增持国债与 MBS，而是将持有资产的到期本金全部用于再投资，维持目前持有的资产规模不变。

(二) 会议声明：为 5 月缩表铺路

本次会议声明的核心变化有 3 点：1、为 5 月缩表铺路。声明中指出“委员会预计将在即将召开的会议上开始减持美国国债等资产”，向市场传递大概率在 5 月将启动缩表的信号。2、强调目标利率区间的持续上调将是合适的，为持续加息铺路。3、大篇幅描述俄乌冲突对美国通胀的压力与经济前景的不确定影响，从而进一步强调了紧缩的必要性，但不确定性又需要更为谨慎的政策落地。另外本次会议声明中显示圣路易斯联储主席布拉德对决议投反对票，布拉德为一贯鹰派立场官员，多次表态支持 3 月加息 50bps。

图表 1 2021-2022 年关键 FOMC 会议的主要内容摘要

	2022.9会议	2022.1会议	2021.12会议	2021.9会议
经济活动	经济活动和就业指标继续增强。	经济活动和就业指标继续增强。这几个月受大流行影响最严重的部门已出现改善，但受到最近疫情反弹上升的影响。	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增强。这几个月受大流行影响最严重的部门已出现改善，但继续受到疫情的影响。	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增强。这几个月受大流行影响最严重的部门已出现改善，不过新增病例的回升减缓了修复速度。
通胀数据	近几个月新增就业强劲 (strong)，失业率失业率大幅下降。通胀仍处于高位，反映出与大流行有关的供需失衡，能源价格上涨和更广泛的价格压力。	近几个月就业增长稳健 (solid)，失业率大幅下降。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升高。	近几个月就业增长稳健，失业率大幅下降。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升高。	通胀数据持续上升 (elevated)，主要反映了暂时性因素。
金融状况		整体金融状况有所改善。一部分反映了支持经济的政策措施以及信贷向美国家庭和企业流动。	整体金融状况有所改善。一部分反映了支持经济的政策措施以及信贷向美国家庭和企业流动。	整体金融状况有所改善。一部分反映了支持经济的政策措施以及信贷向美国家庭和企业流动。
对经济增长及通胀看法	俄罗斯入侵乌克兰正在造成巨大的人力和经济困难，对美国经济的影响程度尚不确定。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。	经济发展的道路将继续取决于病毒的传播过程。疫苗接种的推进和供应链短缺的缓解预计将支持经济活动和就业的持续增长与通胀的降低。经济前景面临的风险仍然存在，包括来自变异病毒的风险。	经济发展的道路将继续取决于病毒的传播过程。疫苗接种的推进和供应链短缺的缓解预计将支持经济活动和就业的持续增长与通胀的降低。经济前景面临的风险仍然存在，包括来自变异病毒的风险。	经济发展的道路将继续取决于病毒的传播过程。疫苗接种的进展可能会继续减少公共卫生危机对经济的影响。但经济前景面临的风险仍然存在。
利率	联邦基金目标利率区间上调至0.25%-0.5%	联邦基金目标利率区间维持在0%-0.25%	联邦基金目标利率区间维持在0%-0.25%	联邦基金目标利率区间维持在0%-0.25%
对未来利率调整的前瞻指引	委员会追求实现充分就业和2%的通胀目标。随着货币政策立场的适当坚定，委员会预计通胀将回到2%的目标。劳动力市场保持强劲，为支持这些目标。委员会决定将联邦基金利率的目标区间上调至0.25%至0.5%。	委员会追求实现充分就业和2%的通胀目标。为完成这一目标，委员会决定将利率维持在0%-0.25%。	委员会追求实现充分就业和2%的通胀目标。为完成这一目标，委员会决定将利率维持在0%-0.25%。	委员会将维持0%-0.25%的目标区间，直到其确信美国有望实现充分就业和2%的通胀目标。
	预计目标区间的持续上调 (ongoing increases) 将是适当的。	由于通胀远高于2%，且劳动力市场强劲，委员会预计很快 (soon) 将上调联邦基金利率的目标区间。	由于通胀已经在一段时间内超过2%，委员会认为利率将维持在这一水平直到就业市场实现最大就业的目标。	美联储将使用各种工具来支持美国经济，从而促进经济实现最大就业和价格稳定的目标。
资产负债表规模决议	委员会预计将在即将召开的会议上 (at a coming meeting) 开始减持美国国债、机构债券和机构抵押贷款支持证券。	委员会决定继续降低资产购买的步伐，使其在3月初结束。从2月开始，委员会将每月至少增持200亿美元国债和100亿美元MBS。	鉴于通胀率的发展和对市场的进一步改善，委员会决定每月至少增持200亿美元国债和100亿美元MBS的资产购买速度。从3月开始，委员会将每月至少增持400亿美元国债和300亿美元MBS。	去年12月委员会表示每月将增持美国国债至少800亿美元，MBS至少400亿美元，直到充分就业和物价稳定的目标取得实质性进展。如果这些进展大体上如预期那样持续下去，委员会认为资产购买速度的放慢将很快到来 (soon be warranted)。
投票情况	8-1	全票通过	全票通过	全票通过

资料来源：美联储，华创证券

在新闻发布会中，对于市场关注的是否会加息 50bps，鲍威尔并没有明确表示可能的触发因素，仅表示如果条件允许愿意采取更大的行动。关于缩表也仅表示最快将在 5 月会议上公布缩表计划，缩表速度将快于上一次。发布会无更多超预期内容，资产价格在发布会后集体转鸽。

(三) 经济预测与点阵图：市场预期与联储预期的统一

经济增长方面，美联储大幅下调 2022 年 GDP 预期，美联储在经济预测中大幅下调了 2022 年 GDP 预测至 2.8% (12 月预测值 4%)，2023-2024

年的经济预测未作调整；失业率方面，美联储基本未做调整，仅小幅上调 2024 年失业率预期至 3.6%（12 月预测值为 3.5%）；通胀率方面，美联储上调 2022-2024 年核心 PCE 通胀预期至 4.1%、2.6%、2.3%（12 月预测值 2.7%、2.3%、2.1%）

此次发布的点阵图上调 2022 年加息预期至 7 次，且 2023 年将结束加息。此次点阵图显示 2022 年利率中枢预期在 1.9%，隐含全年加息 7 次（12 月点阵隐含全年加息 3 次），不过委员看法分歧较大，仅 5 名委员认为应加息 7 次至 1.75%-2%，另有 7 名委员认为加息幅度应更大，而有 4 名委员认为加息幅度应少于 7 次。另外委员普遍预期 2023 年的利率中枢预期在 2.8%，即 2023 年再加息 3-4 次，整个加息周期共加息 250bps 左右；同时，普遍预期 2023 年将结束加息，2024 年利率稳定不变。

此次的加息预期落地，不仅是对 3 月启动加息的预期落地，更是市场对全年加息节奏预期与美联储释放信号的统一。此前市场对加息节奏的预期始终领先美联储（市场预期加息 7 次，但美联储点阵图显示加息 3 次），而此次点阵图的前移使得二者预期达成统一。因此从资产价格的反映也可

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_39538

