



任泽平：美联储启动加息周期



意见领袖 | 任泽平团队

3月美联储议息会议宣布加息 25bp，这是自疫情期间实施无上限 QE 以来的首次加息，去年底美联储已经在引导市场加息预期。



1FOMC 释放如下信号：启动加息周期

1) 3月美联储加息 25bp，鹰派不及预期。会议公布，2022 年底，联邦基金利率适当水平的预测中值为 1.9%，点阵图显示，若以 25bp 速度，全年可能加息 7 次。

2) 预计在未来缩减资产负债表规模。在 3 月会议上，减持计划取得了进展，最早可能在 5 月开始。缩表计划框架与上一次相似，但缩表速度

将比上次更快。

3) 美联储上调通胀预期，下调经济预期，滞胀。美联储将 2022 年的经济预期从 4.0% 下调至 2.8%；将通胀 (PCE) 从 2.6% 上调至 4.3%，核心通胀从 2.7% 上调至 4.1%。

4) 鲍威尔认为未来需对经济状况持续跟踪，以灵活调整货币政策。“预测并非代表未来决议和加息计划，需根据一年或更长时间后的经济状况对货币政策作出决议”。

5) 美联储面临通胀飙升和经济下行两难选择。2022 年美联储加息前置、可能开展多次加息动作。CME 市场观察数据显示，5 月、6 月议息会议有再次加息的可能性。

6) 全球大类资产的主要线索是：地缘冲突加速全球经济滞胀，美联储加息、美元强势周期影响全球资本流动，大宗商品价格长中期中枢上移，权益市场情绪波动弱化、回归基本面。2022 年投资应重点关注三大硬通货和长期价值逻辑。

7) 加息后大类资产表现：

美国三大股指涨幅明显，港股、海外中概股等板块亦在流动性缓和、政策利好背景下大幅反弹上行。

黄金自 2021 年初高位回调，已部分反应美联储货币正常化预期。

会后美债 10 年期利率上行至 2.19%，美元指数维持 98 附近的强势。

2 美联储上调通胀预期，下调经济预期，滞胀

2022 年 3 月 17 日凌晨，美联储宣布将联邦基金利率目标范围设定在 0.25%-0.5% 区间，较上月提升 25 个 bp。整体看，本次美联储释放的信号仍在市场预期范围内，虽然偏鹰但未刺激市场。

关于加息，鲍威尔在表示“如果数据表明需要更积极的加息，那么美联储可能会加快其计划”。

关于缩表，鲍威尔在新闻发布会上表示，美联储最早可能在 5 月开始缩减规模接近 9 万亿美元的资产负债表。此外，鲍威尔还表示，缩表框架将与 2017-2019 年的缩表框架类似，但进度或许会更快，时间点会更早。

此次发布会鲍威尔以较大篇幅强调通胀，着重强调生产限制、地缘和能源问题对通胀影响，较 12 月上调了 2022、2023 年整体通胀预期。鲍威尔认为，一是通胀仍远高于 2% 的长期目标。总需求强劲，瓶颈和供应限制限制了生产的响应速度。全球疫情加剧，供应中断比预期更大、持续时间更长，价格压力已经蔓延到更广泛的商品和服务。二是更高的能源价格正在推高整体通胀。俄乌事件导致原油和其他大宗商品价格飙升，给美国近期通胀带来额外的上行压力。三是通胀可能需要比之前预期更长的时间才能恢复到价格稳定目标。通胀预测中值 2022 年为 4.3%，2023 年降至 2.7%，2024 年降至 2.3%；这一轨迹高于 12 月的预期。

美联储会议纪要中表示“经济活动指标继续加强”，但上调通胀预期、下调经济预期，反映对美国经济“滞胀”的担忧。美联储也提到俄乌冲突对美国的影响高度不确定。在美联储公布的经济预测中，美联储将2022年的经济预期从4.0%下调至2.8%。将通胀（PCE）从2.6%上调至4.3%，核心通胀从2.7%上调至4.1%。

“就业市场持续走强且供给紧张”。在新闻发布会中鲍威尔强调，虽然在过去两个月中就业市场共提供了超过百万就业机会，2月份失业率降至3.8%，为疫情以来最低点。然而鲍威尔同时强调，劳动力供给仍然低迷，雇主受制于劳动力供给，很难填补空缺岗位。根据美联储的预测，未来失业率将在年底降至3.5%。

对于俄乌局势扰动，鲍威尔发言提到“俄乌局势对于美国经济的影响具有高度的不确定性，除了全球石油以及商品上涨，局势的演化可能进一步通过供应链阻断影响贸易、金融市场波动导致流动性紧张，进而影响实体经济”。

图表：美联储上调通胀预期，下调经济预期

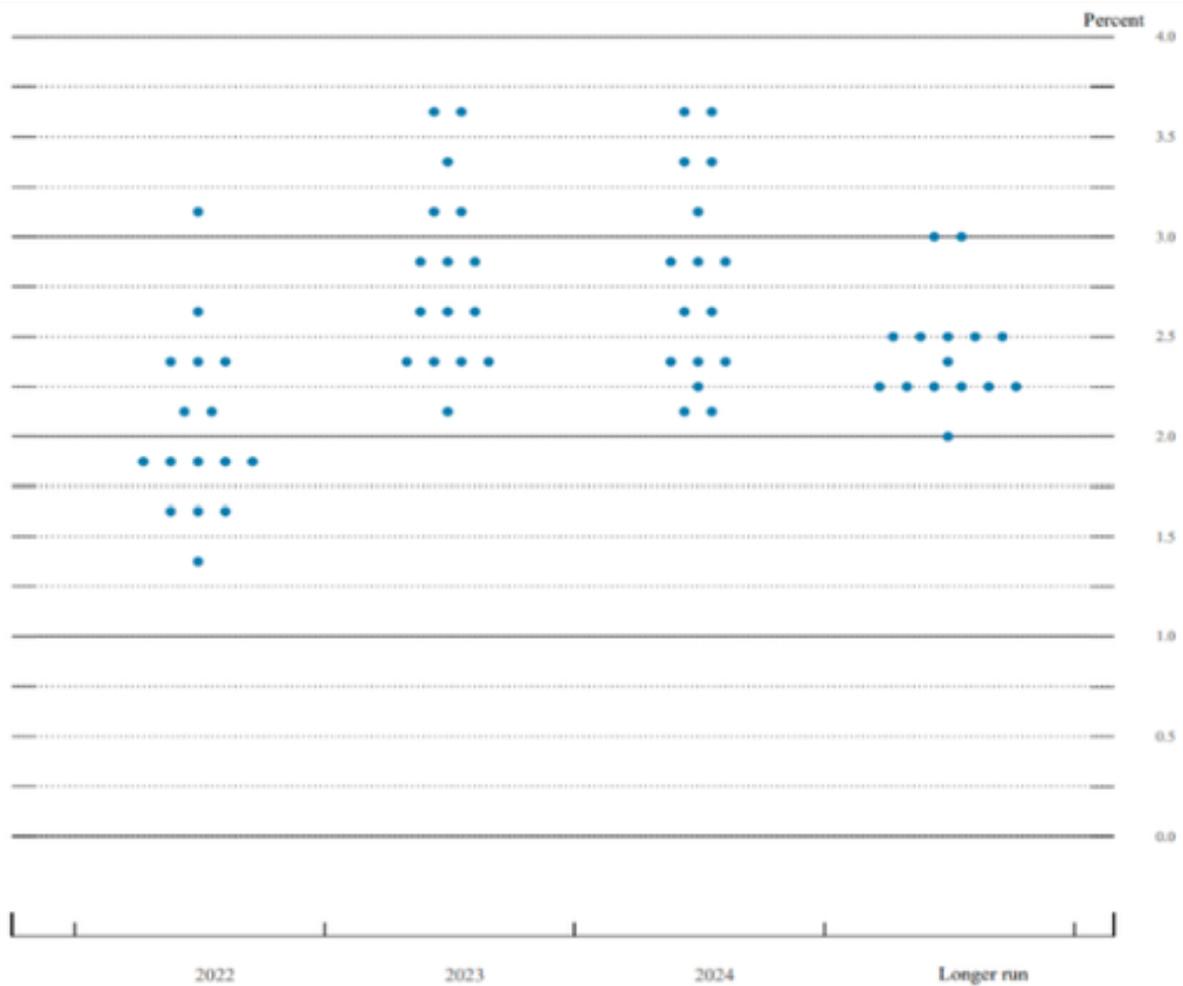
Percent

Variable	Median ¹			
	2022	2023	2024	Longer run
Change in real GDP	2.8	2.2	2.0	1.8
December projection	4.0	2.2	2.0	1.8
Unemployment rate	3.5	3.5	3.6	4.0
December projection	3.5	3.5	3.5	4.0
PCE inflation	4.3	2.7	2.3	2.0
December projection	2.6	2.3	2.1	2.0
Core PCE inflation ⁴	4.1	2.6	2.3	
December projection	2.7	2.3	2.1	
Memo: Projected appropriate policy path				
Federal funds rate	1.9	2.8	2.8	2.4
December projection	0.9	1.6	2.1	2.5

资料来源：Wind，泽平宏观

泽平宏观

图表：大部分官员认为 7 次加息是合适的



资料来源：Wind，泽平宏观

3 美联储面临通胀飙升和经济下行两难选择

虽然目前美国 GDP 数据表现强劲，2021 年 GDP 同比 6.9% 的增速，但未来势头或将减缓。消费边际见顶，库存周期进入被动补库存阶段，经济转向滞胀。2 月美国零售环比 0.31%，较上月的 4.9% 下降 4.6 个百分点，表示美国近期消费增长势头正在放缓。从居民收入来看，美国居民收入水平自去年 4 月以来不断下降。同时，美国居民储蓄也已经回归疫前水平，种种迹象表明目前美国消费趋势将减缓。在消费需求回落的背景下，名义

库存上涨多由价格带动，而通胀高企导致企业补库意愿不强，实际库存或也将面临拐点，库存周期将进入被动去库存阶段，进一步压制经济增长。

通胀创历史新高，供应链问题迟迟难以解决、叠加地缘风险，通胀短期难以回落。截止目前，美国 2 月 CPI 同比 7.9%，持续创 40 年新高。其中，能源类商品环比 6.7%，同比 37.8%。除能源类商品外，二手车、机票酒店以及新汽车等出行服务类商品的 CPI 均大幅上涨。其中二手车同比 41.2%，汽车 24.3%，机票 12.7%，新车 12.1%。

美国通胀压力主要有三个重点组成因素，首先是疫情期间“直升机撒钱”式的救助措施。自 2020 年 3 月至 2021 年 12 月期间，已经有约 4.9 万亿美元的救助政策发放到位。其次是疫情所导致的供应链堵塞问题。根据美联储的数据，目前全球供应链压力指数虽相较高点有所缓解，但整体仍处于高位。受就业影响，供应链压力短期内难以快速解决。第三是受到地缘动荡影响。能源以及国际贸易商品面临涨价风险。

劳动力市场，虽然目前美国失业率较低，1-2 月新增非农就业超预期，但美国就业市场面临严重供需失衡、以及参与意愿不强问题。从行业来看，

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_39589

