

FOMC 3 月会议：通胀驱动型加息，缩表临近，中性偏鹰

FOMC 背景

2022 年 3 月 17 日，美联储 FOMC 会议召开。此次会议前全球市场大幅动荡，在高通胀、地缘政治冲突的大背景下，此次会议尤其受到市场瞩目。

3 月 FOMC 决策主要内容

- 如期宣布加息 25bps，这是自 2018 年以来的首次加息，与市场预期完全一致。此次会议仅有詹姆斯布拉德一人反对，因为他建议加息 50bps（考虑到他先前的鹰派言论“希望 7 月 1 日前加息 100bps”（I'd like to see 100 basis points in the bag by July 1），因此他的反对完全在预期之中。
- 在随后的 FOMC 会议上（at a coming meeting）即将开展缩表（最快可能 5 月会议）。缩表的范围包括美国国债、机构债券、MBS。在记者问答环节，鲍威尔表示就缩表讨论取得了显著进展，具体时点尚未公布，最快可能 5 月，整体的缩表框架与上次类似，预计仍将以被动缩表为主，但是鲍威尔明确表示此次缩表的速度会较上次更快。具体的缩表细节预计将于下月的会议纪要中进行披露。
- 明显下调美国经济增长预期。2022 年美国实际 GDP 增速由 2021 年 12 月的 4% 下调至 2.8%，2023 年实际 GDP 增速预期维持 2.2% 不变。与之一致，16 名与会者中 9 位认为 GDP 的下行风险更大。与之相对应的，是 2021 年 12 月会议上，18 名参会者仅有 4 名认为 GDP 下行风险更大。
- 大幅上调美国通胀预期。2022 年 PCE 核心通胀预期由 2021 年 12 月的 2.6% 提升至 4.3%，2023 年由 2.3% 提升至 2.7%。在记者问答环节，美联储主席鲍威尔强调，考虑到石油、天然气价格的冲击，加上供应链受影响的持续时间比预期更长，联储认为通胀在 2022 年很可能将保持高位。
- 美国失业率的预测未调整，但担忧增加。参会者对于 2022 年、2023 年的失业率维持 3.5% 不变，但是 16 名参会者中，有 8 名认为失业率的风险增大，而去年 12 月的会议上，18 名参会者仅有 3 名认为失业率的风险增大。
- 利率预期大幅上调。其对于 2022 年的利率预期中位数由 2021 年 12 月的 0.9% 上调至 1.9%，这意味着在这次加息

蔡瑞，CFA

策略分析师
carl_cai@spdbi.com
(852) 2808 6437

张引，PhD

助理分析师
yin_zhang@spdbi.com
(852) 2808 6452

林琰

研究部主管
sharon_lam@spdbi.com
(852) 2808 6438

2022 年 3 月 17 日

相关报告：

[《中国股票：加仓》](#) (2022-02-25)

[《恒生指数 30 年来首次触及 250 日均线，战略性配置港股》](#) (2022-03-10)

[《2022 年中国股市策略展望：先下后上，上半年需谨慎》](#) (2021-12-03)

[《全球股市资金流动能有筑顶迹象，建议投资人继续保持谨慎》](#) (2021-09-20)

[《大幅下挫后的互联网板块是否已到抄底的时候？——见微知著》](#) (2021-07-22)

[《2021 年中期策略：高处不胜寒，审慎中前行》](#) (2021-06-04)

[《板块四分法——市场预期的共识与分歧？》](#) (2021-05-31)



扫码关注浦银国际研究

之外，年内可能还有 6 次加息，基本上与市场预期的全年 7 次加息持平，2023、2024 年的预期由 12 月的 1.6%、2.1% 分别上调至 2.8%。这意味着加息压力最主要集中于 2022 年，2023 年的隐含加息幅度仅 90bps，2024 年则没有加息，美联储甚至还将长期利率水平由 12 月预测的 2.5% 微降至 2.4%。

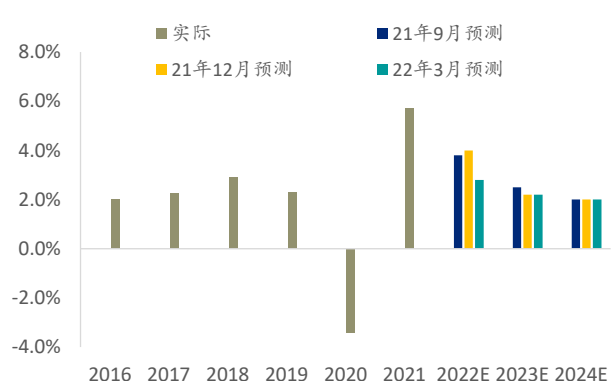
图表 1：近三次 FOMC 会议美联储对经济的展望预测

指标	预测时间	中位数 (%)			
		2022E	2023E	2024E	长期
实际 GDP 增速	2022 年 3 月	2.8▼	2.2	2.0	1.8
	2021 年 12 月	4.0	2.2	2.0	1.8
	2021 年 9 月	3.8	2.5	2.0	1.8
失业率	2022 年 3 月	3.5	3.5	3.6▲	4.0
	2021 年 12 月	3.5	3.5	3.5	4.0
	2021 年 9 月	3.8	3.5	3.5	4.0
PCE	2022 年 3 月	4.3▲	2.7▲	2.3▲	2.0
	2021 年 12 月	2.6	2.3	2.1	2.0
	2021 年 9 月	2.2	2.2	2.1	2.0
核心 PCE	2022 年 3 月	4.1▲	2.6▲	2.3▲	—
	2021 年 12 月	2.7	2.3	2.1	—
	2021 年 9 月	2.3	2.2	2.1	—

注：E=美联储预测，▼=下调预测；▲=上调预测；

资料来源：美联储，浦银国际

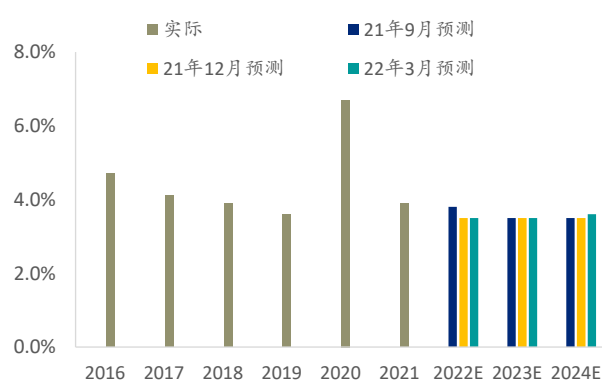
图表 2：2022 年 3 月 FOMC 会议对美国实际 GDP 增速的预测



注：E=美联储预测

资料来源：美联储，浦银国际

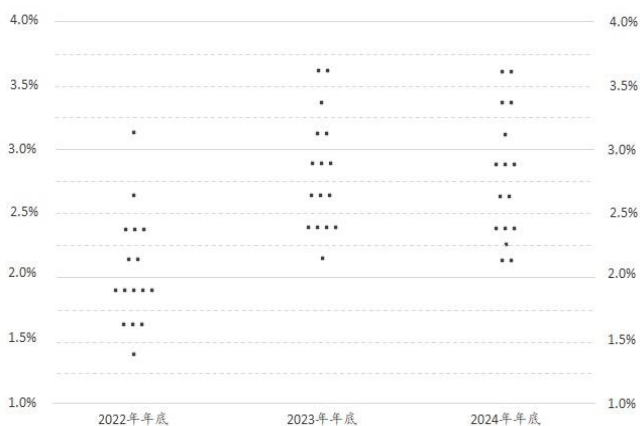
图表 3：2022 年 3 月 FOMC 会议对美国失业率及的预测



注：E=美联储预测

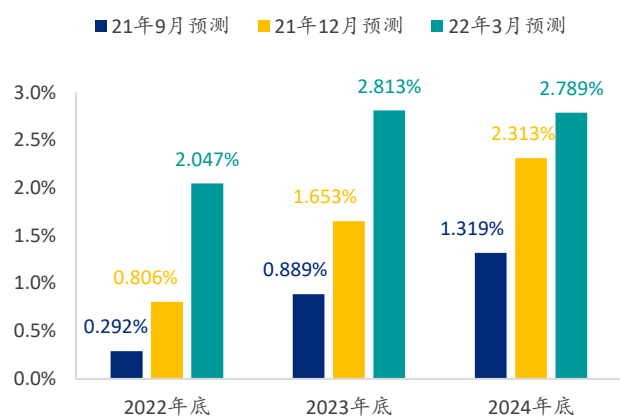
资料来源：美联储，浦银国际

图表 4：2022 年 3 月 FOMC 的点阵图



资料来源：美联储，浦银国际

图表 5：2021 年 9 月至今，FOMC 的利率预测均值

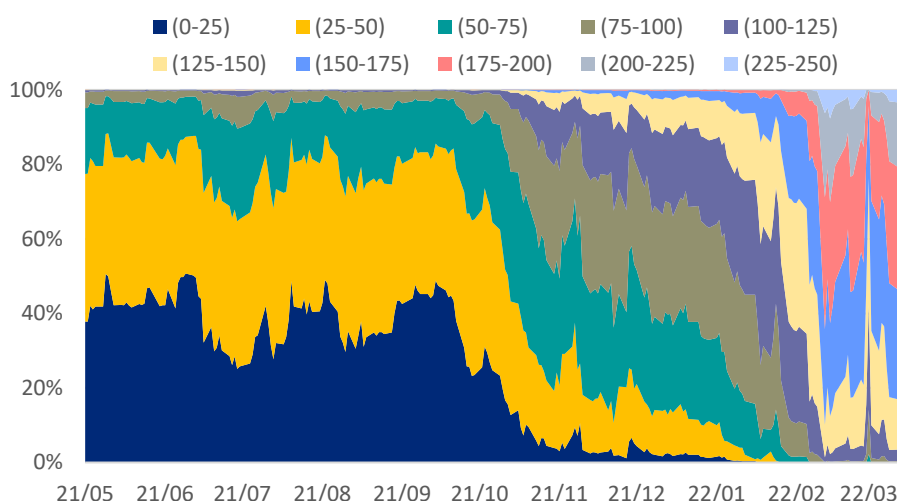


资料来源：美联储，浦银国际

3 月 FOMC 决议出炉后的市场利率预期进一步升高

在 3 月 FOMC 决议出炉后，利率预期进一步，市场对于美联储的加息预期已全部打满。在 2021 年 12 月 FOMC 会议时，市场认为，2022 年累计加息幅度的基准场景为 75-100bps（即 3-4 次加息），然而 3 月 FOMC 会议后，市场预期 2022 年累计加息幅度基准场景为 175-200bps（即每次会议都会加息），这个加息节奏比 2015 年美联储开启加息周期后最快的加息速度（2018 年加息四次）快了一倍。

图表 6：市场预期 2022 年的累计加息幅度（bps）的概率分布



注：基于 CME 利率期货价格测算
资料来源：CME Group，浦银国际

解读

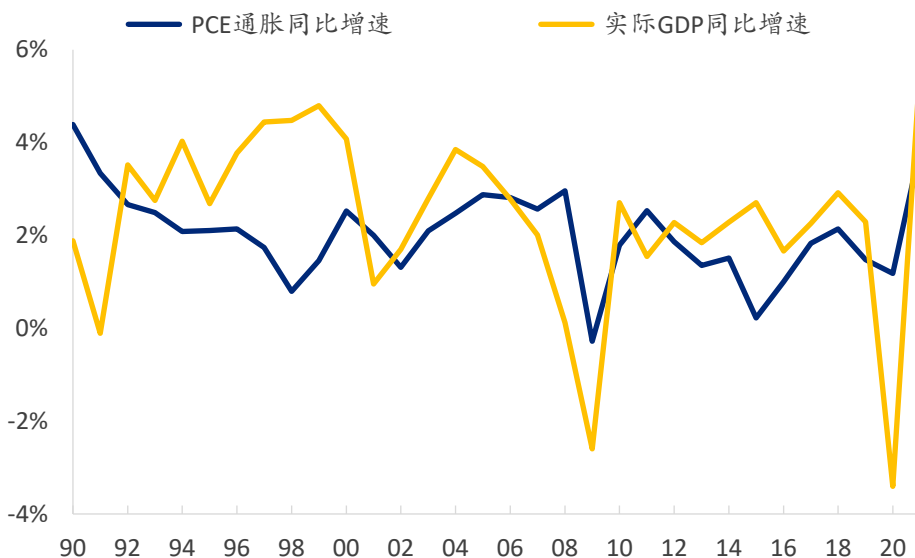
这无疑是一次典型的**通胀驱动型的加息会议**，

- 记者提问环节，绝大部分的问答都是**围绕通胀展开**。大家的关注点仍然集中在通胀。
- 此次的 FOMC 预测中，**大幅上调通胀预期，但与此同时，明显下调 GDP 增速预期**，同时其对于失业率的担忧有所增加，在此环境下，美联储仍然如期进行加息，且即将开展缩表，这都显示美联储在通胀 vs 增长面前，**美联储的天平无疑向抑制通胀进行倾斜**。

虽然美联储也预留了空间，强调会针对未来的数据而相应调整政策。同时强调了，外部环境高度不确定，也**预留了充足的政策工具以应对变化**。但此次会议**中性偏鹰**，利率的预期整体符合市场预期，只是缩表的时间可能比市场预期略早。

抗击通胀无可厚非，但对于市场不太友好的地方在于联储在增长与通胀面前选择了通胀，这对全球风险资产而言，这很可能意味着 DCF 模型中，分母端（流动性）与分子端（企业盈利）可能将同时承压。如图 7 所示，美国历史上大部分时候美国实际 GDP 增速都高于 PCE 通胀，但在美联储的预测中，2022 年美国实际 GDP 增速（2.8%）将低于 PCE 通胀增速（4.3%）。

图表 7：美国 PCE 通胀 vs 实际 GDP 增速



资料来源：Factset，浦银国际

我们的基准情景下，预计通胀很可能将在上半年见顶，随后逐步回落（基准场景下油价伴随着全球需求回落叠加欧佩克（OPEC）和伊朗逐步增产，欧盟未禁止俄罗斯能源进口），一旦通胀的回落时点较联储预期提前（联储预期 2023 年通胀方才回落），美联储的紧缩压力很可能将有所缓解，届时全球风险资产的压力也将得到明显缓解。

操作建议

虽然海外风险资产很可能将有所承压，但考虑到中国经济基本面很可能即将见底回升、政策支持加强、再加上先前的大幅回撤令估值已经极具吸引力，我们关注到的诸多信号显示，中国资产已经可以进行加仓，仍将继续看好中国股市的继续回升（具体请参看我们[《中国股票：加仓》](#)、[《恒生指数 30 年来首次触及 250 日均线，战略性配置港股》](#)的报告）。

但也需强调的是，考虑到海外市场仍然承压、全球宏观市场仍有不确定性，预计中国股市的回升过程仍将伴随高波动，投资者的加仓需要控制节奏，在必要时可以考虑使用海外股指进行风险对冲。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

- “买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数
- “持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平
- “卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

- “超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上
- “标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%
- “低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写 (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

王奕旻

stephy_wang@spdbi.com

852-2808 6467

浦银国际证券财富管理团队

华政

sarah_hua@spdbi.com

852-2808 6474

陈岑

angel_chen@spdbi.com

852-2808 6475

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

