

## 专题报告

## 美联储3月会议纪要摘录

2022年4月7日

## 美联储观察系列

## 黄金期货价格走势



资料来源：文化财经，招商期货研究所

## 相关报告

《招商期货贵金属系列一：通胀预期下谈谈贵金属投资逻辑》  
2021.02

《宏观背景下的供需扰动——兼谈白银光伏需求》2020.11

## 徐世伟

021-61659372;

0755-23905171

微信: benbenni001

[xushiwei@cmschina.com.cn](mailto:xushiwei@cmschina.com.cn)

F0307617

Z0001836

微信公众号: 招商期货研究所



## 摘要:

本专题主要跟踪美联储官员关于货币政策的讲话内容，希望通过相关内容，揭示美联储货币政策重点以及可能存在的变化

本期内容是美联储3月议息会议上的会议纪要。从内容来看，美联储官员对于美国经济相当满意，在劳动力市场进一步转好的背景下，倾向于逐步加息对抗通胀。

劳动力市场的走好，主要是需求远高于供应，也进一步提高了薪资水平，又进一步推升通胀。不过随着薪资的提高，未来可能存在一定压力。

对于通胀的成因，美联储认为主要有三点，一是经济复苏下总需求的增加，二是能源价格上涨不断的传到，第三是供应链问题。美联储相信随着货币政策的转向，通胀将最终恢复到美联储长期的目标值。

对于未来缩表，美联储设定了950亿美元的上限，其中600亿国债，350亿MBS，并会示经济情况在三个月后提高上限。

对于加息幅度，美联储偏向于5月会议上加息50bp，如果通胀持续或者加剧，也会加多个50bp。

## 金融市场变化与公开市场操作

美联储首先讨论了全球金融市场的变化，重点在于俄乌冲突导致的全球金融市场的波动，包括流动性紧张，融资市场存在一定压力。美联储判断由于俄罗斯出口的原油与天然气被制裁，造成了大宗商品价格的上涨，引发发达经济体通胀的急剧增加。

美国国内美联储收紧速度快于市场的预期，在一月议息会议时，市场预计年内加息 100bp，而三月议息会议时，加息幅度已经提高至 170bp。（实际上随着美联储官员不断强化以及经济数据的支持，目前 4 月上旬市场预计的年内加息幅度已经达到 225bp）。

在公开市场操作上，美联储担心隔夜逆回购利率随着货币市场利率提高而存在不确定性，可能会重演 2020 年回购市场的火爆。

## 关于缩减资产负债表

会议上回顾了 2017-2019 年当时缩减资产负债表的经验，和当时相比，当前缩减资产负债表的速度会更快。一些美联储官员乐见更高的缩减资金上限，甚至不设上限。目前多数人支持将美国国债的每月上限设为 600 亿美元，MBS 的上限设为 350 亿美元，如果市场条件允许，可以在 3 个月后逐步提高上限。

美联储大多数官员认为缩减资产负债表抛售国债，不会对市场产生不利影响，因为市场参与者需求强筋，未来随着 SOMA 持有国债量的减少，财政部可以发行更多的国债。

关于抛售 MBS，美联储认为，在一般情况下，MBS 提前还款量可能低于每月上限，但是这个上限可以防止出现巨量提前还款的极端情况。（防止出现巨量 MBS 抛售的情况）

## 对当前经济环境的看法

美国一季度实际 GDP 增速低于 2021 年四季度。不过 2022 年 1、2 月的劳动力市场进一步好转，劳动报酬指数继续呈现强劲增长，个人消费支出 PCE 指数衡量的通胀水平依旧处于高位。

1、2 月非农就业增长强劲（4 月公布的非农数据中还上修了 1、2 月的就业人数），失业率从去年 12 月的 3.9% 下降到 2 月的 3.8%。非洲裔和西

班牙裔失业率也出现下降，且高于全美平均水平。劳动参与率有所提高，平均时薪同比增长 5.1%。

居民消费价格继续快速上涨，PCE 通胀率 6.1%，核心通胀 5.2%。同时由于社交距离解除，2022 年一季度实际 PCE 的增速快于 2021 年四季度。房地产市场依旧强劲，但是收到建材、土地短缺等影响。此外，非住宅地产投资增速转正，商业地产投资出现了可喜变化。

半导体市场以及其他供应链依旧限制产量，2 月分汽车产量急剧下降，除汽车以外的制造业在 1、2 月略有上升。供应链瓶颈的问题并没有改善迹象，电子元件和铝等材料仍然供不应求。工业品价格维持高位，港口拥堵、卡车司机短缺造成的运输和配送问题依旧没有解决。

虽然 Omicron 变体迅速传播，且影响了服务业，到那时对制造业影响有限，全球各地开始放松限制，除中国外全球社会流动性出现恢复，但是国际旅行依旧低迷。俄乌冲突和中国重新实施封锁推高大宗商品价格，对全球经济再次产生冲击，在全球需求复苏、能源、食品价格上涨的推动下，海外通胀持续上升，全球供应链压力较大。

## 对未来经济的展望

3 月份对美国经济活动的预测低于 1 月份，主要就是俄乌冲突导致的，2022 年实际 GDP 增长将显著低于 2021 年，2023 年略有回升，主要是届时供应链问题能够得到解决。预计 2024 年实际 GDP 增长将进一步放缓。劳动力市场预计仍将紧张。

上调 PCE 通胀预期，主要是由于通胀、进口价格以及工资增长持续居高不下，预计供需失衡对于通胀的影响要比之前假设更长。预计 2022 年全年 PCE 为 4% 左右。

美联储官员认为近几个月就业增长强劲，失业率下降，而通胀处于高位，反映了当前供需失衡、能源价格上涨以及广泛的价格压力等几个问题。随着美联储调整货币政策，预计通胀将随着时间的推移而回到美联储 2% 的目标，于此同时能够保持劳动力市场的稳定。不过俄乌冲突对美国的经济影响高度不确定。因此美联储官员下调了今年实际 GDP 增长的预测。

美联储官员认为许多领域对劳动力的需求超过供应，市场存在雇佣和留用工人的困难，各项指标都显示劳动力市场非常紧张。当前失业率已经降至疫情后的低点，辞职和职位空缺处于历史最高位置。尽管非农就业总人数仍低于疫情之前水平，但是更多的是工人短缺，而不是劳动力不足。虽然名义工资水平出现了近年来最快的增幅，但是也出现了一定工资压力。

最近的通胀超过了美联储的长期目标，通胀从商品扩大到服务，特别是

租金以及一些之前没有经历价格大幅上涨的行业，比如教育、服装等。且通胀超过 4% 的类别数量也在持续上升，基本达到了 1980 年初以来最高水平。而工资水平的提高也转嫁到商品价格中，由客户来承担，但是需求并没有任何下降。导致通胀大幅走高的驱动因素包括总需求的强劲、能源与大宗商品价格的上涨以及可能需要很长时间才能解决的供应链中断。而企业与消费者的通胀预期对实际通胀变得比之前更为敏感，可能改变生产与消费习惯。不过相信随着适当的货币政策以及供应端的解决，通胀会最终回到美联储的长期目标。

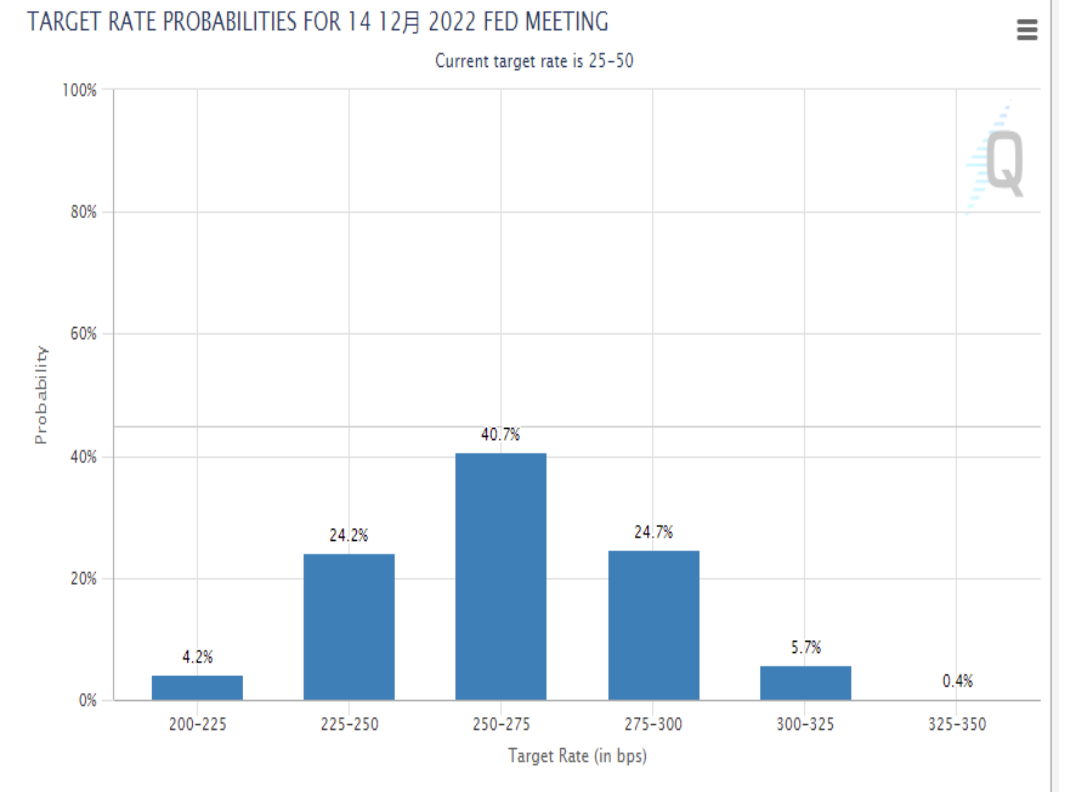
美联储重点关注俄乌冲突，由于制裁导致的通胀压力，对通胀前景造成上行风险。俄乌是能源、食品和一些工业品的主要供应国，他们供应的中断推高了这些商品价格，并随着时间推移导致下游行业价格上涨。并由此导致增长下行风险。比如对于不确定性的增加导致企业与消费者减少支出。

类似的情况还包括供应链瓶颈，特别是中国最近与新冠疫情相关的封锁将进一步扰乱供应链，使得长期通胀预期变得极不稳定。未来可能存在下行风险。

对于当前的货币政策，美联储一致认为美国经济非常强劲，劳动力市场极为紧张，通胀率很高，远高于委员会 2% 的通胀目标。许多委员 (many) 支持将目标区间上调 50bp，但是一些委员 (a number of) 表示鉴于俄乌从图的不确定性加息 25bp 是合适的。许多委员 (许多) 认为在通胀维持高位甚至加剧的情况下在未来会议上将利率区间上调一个或多个 50bp 是合适的

图 1: 联邦基金利率期货蕴含的到 12 月加息幅度达到 225bp

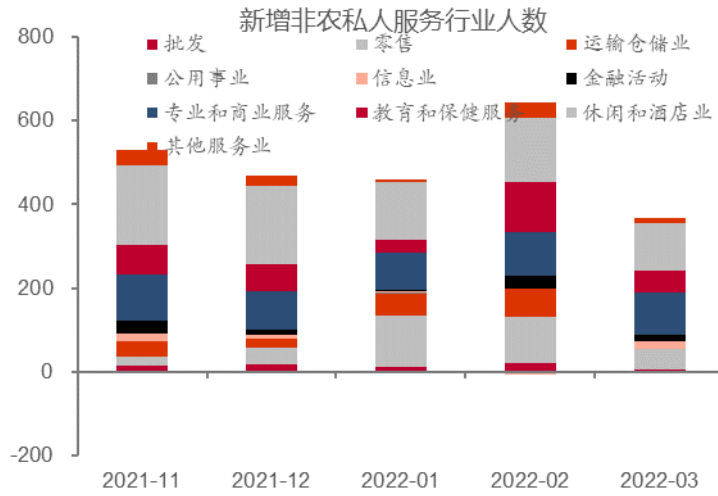
MEETING DATE	CONTRACT	EXPIRES	MID PRICE	PRIOR VOLUME	PRIOR OI	EASE	NO CHANGE	HIKE
14 12月 2022	ZQ22	30 12月 2022	97.6325	6,173	55,232	0.0%	0.0%	100.0%



TARGET RATE (BPS)	PROBABILITY(%)			
	NOW*	1 DAY 6 4月 2022	1 WEEK 31 3月 2022	1 MONTH 7 3月 2022
50-75	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%
75-100	0.0%	0.0%	0.0%	1.7%
100-125	0.0%	0.0%	0.0%	9.8%
125-150	0.0%	0.0%	0.0%	25.0%
150-175	0.0%	0.0%	0.0%	32.8%
175-200	0.0%	0.0%	0.6%	22.4%
200-225	4.2%	3.0%	11.0%	7.4%
225-250	24.2%	19.4%	36.1%	0.9%
250-275	40.7%	38.7%	38.0%	0.0%
275-300	24.7%	29.1%	13.0%	0.0%
300-325	5.7%	8.8%	1.3%	0.0%
325-350	0.4%	0.9%	0.0%	0.0%

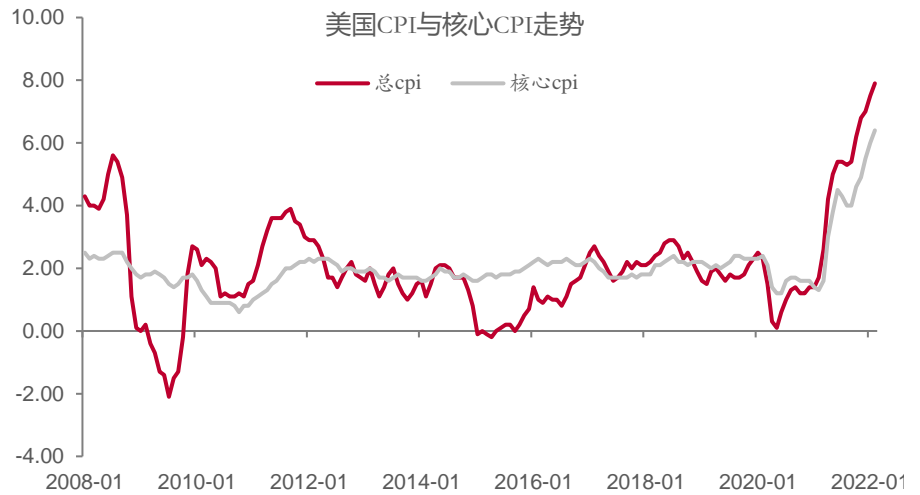
资料来源: CME, 招商期货

图 2: 非农新增就业数据连续维持在 40 万人以上



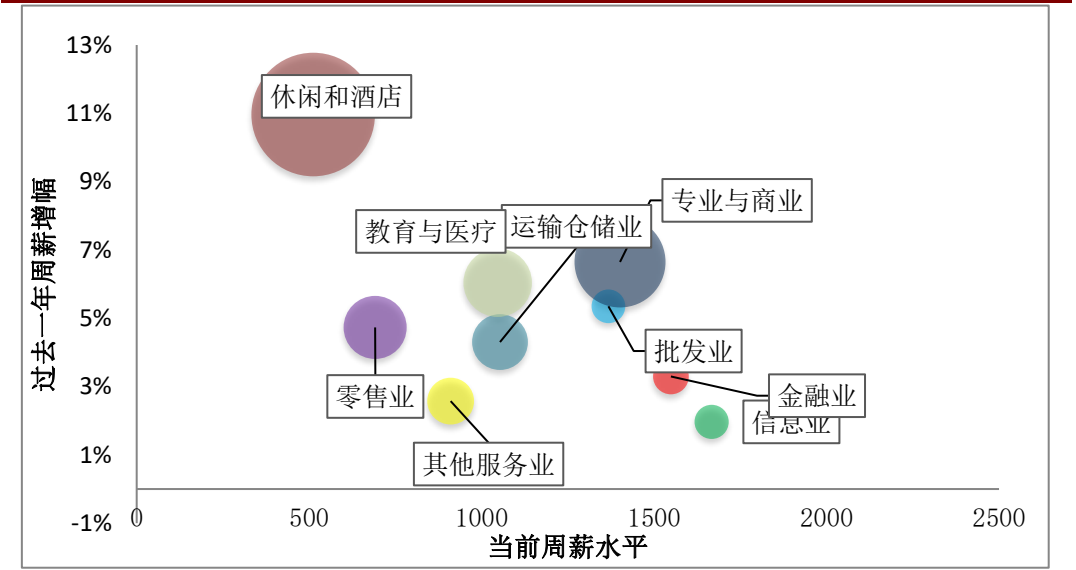
资料来源: BLS, 招商期货

图 3: 美通胀水平持续走高



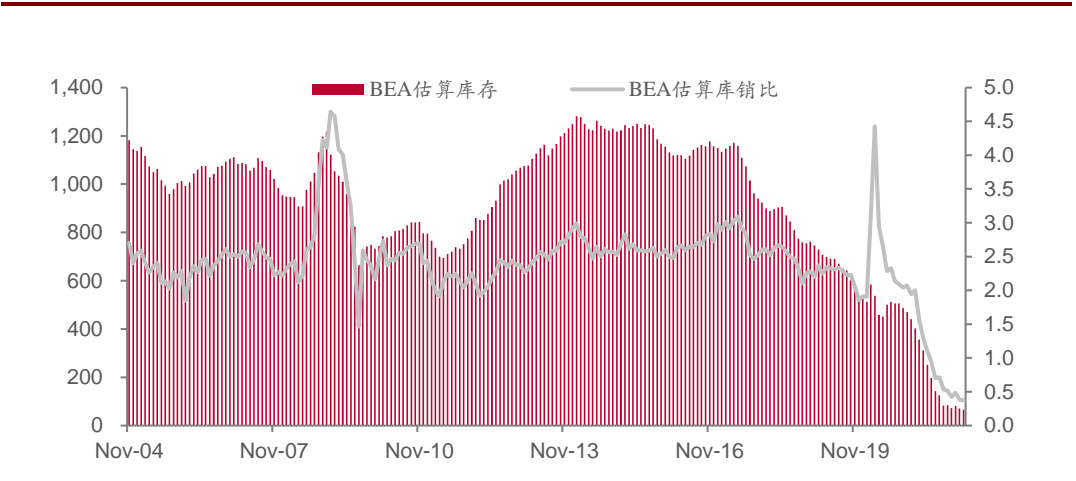
资料来源: BEA, 招商期货

图 4: 过去一年各行业新增就业岗位 (面积) 与新增涨幅



资料来源: BLS, 招商期货

图 5: 汽车库存与库销比



资料来源: BLS, 招商期货



## 研究员简介

徐世伟：金融风险管理师（FRM），中金所、上期所（期权）优秀讲师，有6年以上期货及衍生品投资研究经历，擅长衍生品研究与结构型产品设计，连续三届获中金所期权与期货论文大赛二等奖、优胜奖，并曾长期借调中金所期权组参与股指期货合约设计工作。目前从事大类资产配置及其衍生品投资策略研究。期货从业资格（证书编号：F0307617）及投资咨询资格（证书编号：Z0001836）。

## 重要声明

本报告由招商期货有限公司（以下简称“本公司”）编制，本公司具有中国证监会许可的期货投资咨询业务资格（证监许可【2011】1291号）。《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告发布的观点和信息仅供经招商期货有限公司评估风险承受能力为C3及C3以上类别的投资者参考。若您的风险承受能力不满足上述条件，请取消订阅、接收或使用本研报中的任何信息。请您审慎考察金融产品或服务的风险及特征，根据自身的风险承受能力自行作出投资决定并自主承担投资风险。

本报告基于合法取得的信息，但招商期货对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述品种买卖的出价或对他人的投资建议，招商期货不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。投资者据此作出的任何投资决策与本公司、本公司员工无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可取代自己的判断。除法律或规则规定必须承担的责任外，招商期货及其员工不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本报告版权归招商期货所有，未经招商期货事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。



