

相关研究

《疫情影响在延续——4月全国PMI数据解读》2022.05.01

《六个关键信号——4月政治局会议解读》2022.04.29

《美国需求仍偏强——美国一季度GDP点评》2022.04.29

鸽派的加息，鸽派的缩表 ——美联储5月议息会议点评

投资要点:

- 2022年5月4日，美联储决定加息50BP，上调联邦基金利率区间至0.75%-1.00%，为2000年5月以来首次加息50BP，符合市场预期。并宣布从6月1日开始缩表，初始上限设定为每月475亿美元，3个月后增加到每月950亿美元。此外，美联储强调经济依然强劲，不过相比经济，美联储更加关注通胀风险。
- 整体来看，美联储此次决议相对偏鸽，从市场反应也能看出来，美股先跌后涨，平均涨幅超3%；美元跌破103，美债回落至2.94%；黄金先跌后涨。
- 新冠对全球供应链带来的影响未缓解，俄乌问题加剧商品供给短缺，之后地缘风险依然较大；加之，全球化退潮，技术进步趋缓，这些都明显助于推升通胀，但不利于增长。目前欧洲已经陷入滞胀，日本在滞胀边缘，美国短期内还是量价齐升的通胀，但如果持续鸽派加息，美国通胀压力难有减小，经济却在逐渐见顶，滞胀风险也在加剧。

分析师:梁中华

Tel:(021)23219820

Email:lzh13508@htsec.com

证书:S0850520120001

分析师:李俊

Tel:(021)23154149

Email:lj13766@htsec.com

证书:S0850521090002

目 录

1. 思想上：很关注通胀.....	4
2. 行动上：还是太鸽派.....	5
3. 开启缩表，但也鸽派.....	5
4. 美国滞胀风险进一步上升	6

图目录

图 1	美国周度经济指数（13 周移动平均，%）	4
图 2	纽约联储官网调查 1 年期和 3 年期通胀预期中值（%）	4
图 3	美联储联邦基金目标利率水平（%）	5
图 4	美联储持有国债和 MBS 的比例（%）	6
图 5	全球供应链压力指数	6

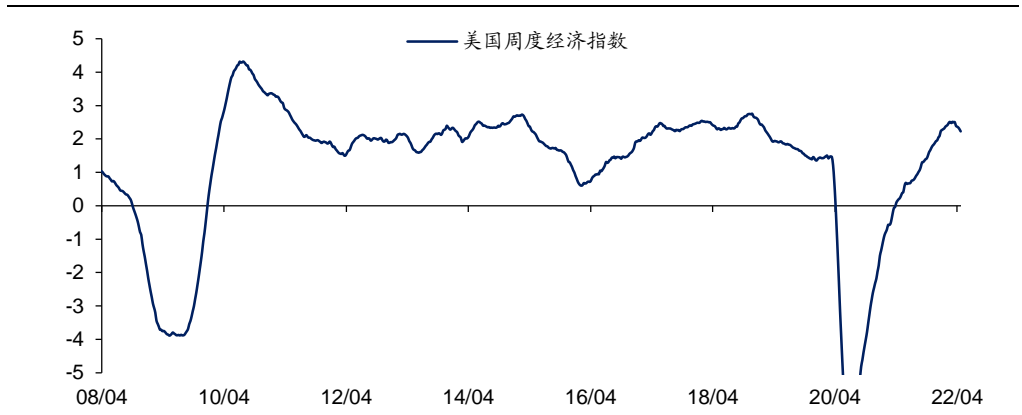
1. 思想上：很关注通胀

强调经济和就业强劲。与上一次会议声明相比，美联储认为一季度经济活动略有下降，但消费支出和固定投资依然强劲。并强调“最近几个月就业增长强劲，失业率大幅下降。”

此外，重申“俄乌冲突正在造成巨大的人力和经济困难，对美国的影响是高度不确定的，冲突和相关事件对通货膨胀产生额外的上行压力”。并关注了中国供应链受到的疫情影响。

鲍威尔在新闻发布会中也强调，经济潜在动能依然强劲，经济足以应对货币紧缩，存在让劳动力市场的需求温和，而失业率不会上升的路径。目前并没有经济衰退的迹象，对于“软着陆”充满信心。

图1 美国周度经济指数（13周移动平均，%）

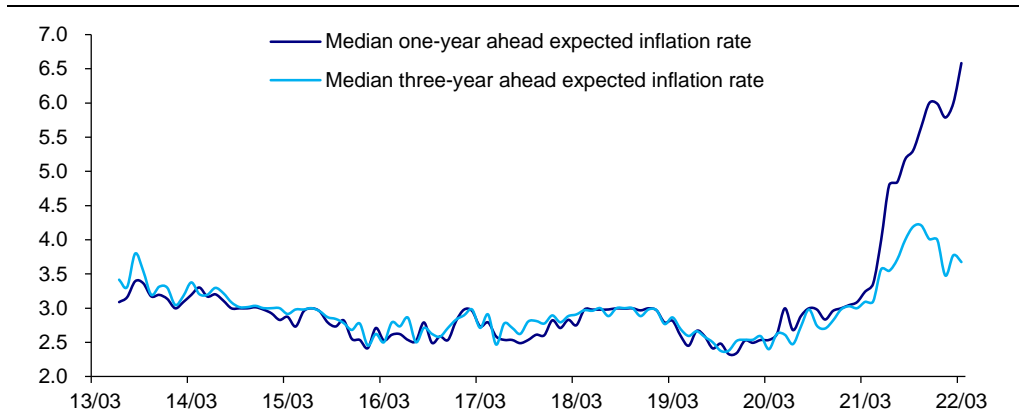


资料来源：Wind，海通证券研究所

相比经济，美联储更加关注通胀风险。美联储重申通货膨胀居高不下，仍有上行风险。新增“委员会高度关注通货膨胀风险。”一是与新冠冲击引起的供需失衡有关；二是与地缘风险引起的更高的能源价格有关；三是通胀演变成了更加广泛的通胀；四是强调新冠在中国对全球供应链的影响。

鲍威尔在新闻发布会中也强调，必须迅速采取行动降低通胀，重在压制需求。预计将开始看到通货膨胀趋于平缓，一些证据表明核心 PCE 达到峰值，需要看到通货膨胀得到控制。

图2 纽约联储官网调查 1 年期和 3 年期通胀预期中值 (%)



资料来源：纽约联储官网，海通证券研究所

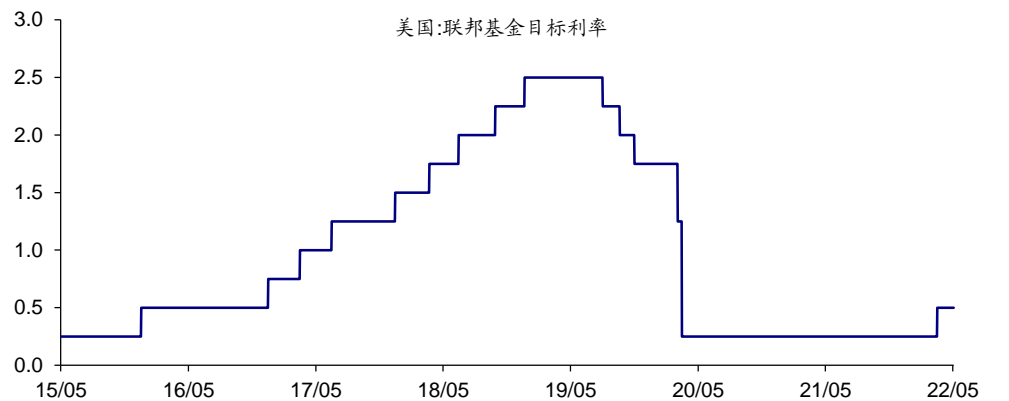
2. 行动上：还是太鸽派

加息 50BP。2022 年 5 月 4 日，美联储 5 月 FOMC 会议决定加息 50BP，上调联邦基金利率区间至 0.75%-1.00%，为 2000 年 5 月以来首次加息 50BP，符合市场预期。同时，上调准备金余额利率 (IORB) 至 0.9%，上调隔夜逆回购利率 (ON RRP) 至 0.8%，上调主要信贷利率至 1.0%，上调隔夜回购利率至 1.0%。此外，声明中重申预计年内持续加息将是合适的。

排除加息 75BP 可能。鲍威尔在新闻发布会中强调，未来几次会议加息 50BP 是可能的，但是目前并没有考虑加息 75BP 的可能性。加息终点目前尚不明确，先加息到中性利率水平，预计在 2%-3% 之间。

在通胀高企的情况下，美联储还是行动缓慢，明显还是太鸽派。从市场反应也能看出来，美股先跌后涨，平均涨幅超 3%；美元跌破 103，美债回落至 2.94%；黄金先跌后涨。

图3 美联储联邦基金目标利率水平 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

3. 开启缩表，但也鸽派

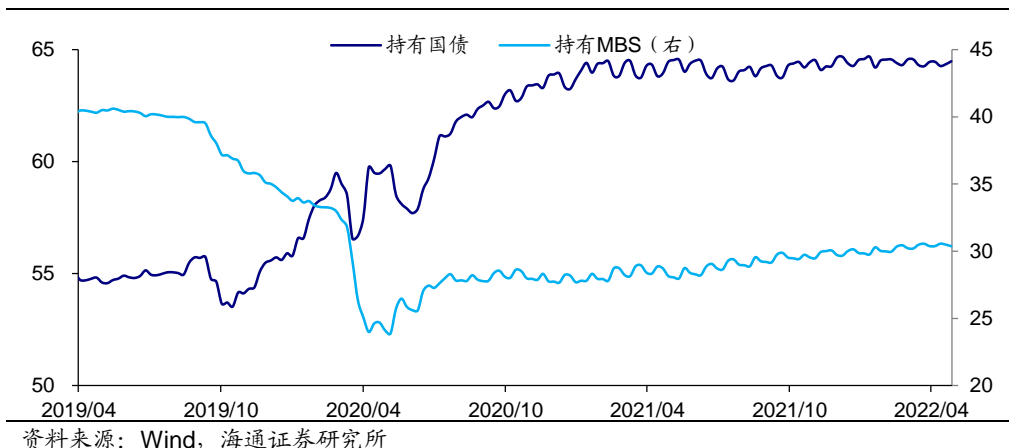
6 月开始缩表。美联储声明中指出，从 6 月 1 日开始减持美国国债、机构债务和机构抵押贷款支持证券。

缩表方式为被动式。美联储声明指出，将以可预测的方式逐步减少美联储的证券持有量，主要是通过调整从系统公开市场账户 (SOMA) 中持有的证券本金偿付后的再投资金额。

缩表规模，初始上限 475 亿美元。对于美国国债，初始上限设定为每月 300 亿美元；对于机构债务和机构抵押贷款支持证券，初始上限设定为每月 175 亿美元。三个月后将分别增加到每月 600 亿美元和 350 亿美元。

何时结束缩表？为了确保平稳过渡，当准备金余额略高于美联储判断与充足准备金相符的水平时，美联储将停止缩表。并指出一旦开始停止缩表，准备金余额可能会继续下降一段时间。此外，美联储强调将根据需要管理证券持有量，以长期保持充足的储备。

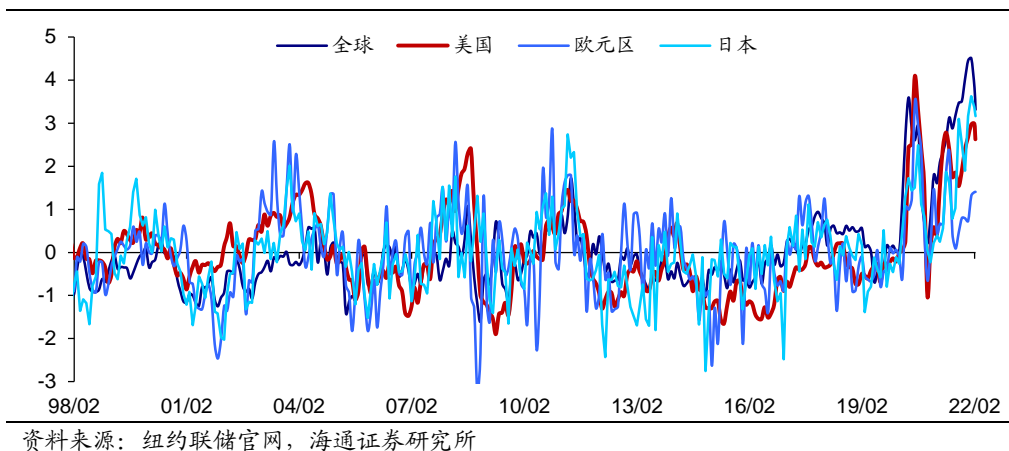
ON RRP 余额可以支撑 18-20 个月，缩表在短期内对流动性影响较小。

图4 美联储持有国债和 MBS 的比例 (%)


4. 美国滞胀风险进一步上升

新冠对全球供应链带来的影响未缓解，俄乌问题加剧商品供给短缺，之后地缘风险依然较大；加之，全球化退潮，技术进步趋缓，这些都明显助于推升通胀，但不利于增长。

目前欧洲已经陷入滞胀，日本在滞胀边缘，美国短期内还是量价齐升的通胀，但如果持续鸽派加息，美国通胀压力难有减小，**经济却在逐渐见顶，滞胀风险也在加剧。**

图5 全球供应链压力指数


信息披露 分析师声明

梁中华 宏观经济研究团队
李俊 宏观经济研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。