



宏观研究

【粤开宏观】四十年一遇的通胀和加息周期：美联储 5 月议息会议点评

2022 年 05 月 05 日

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001
电话：010-83755580
邮箱：luozhiheng@y kzq.com

分析师：方堃

执业编号：S0300521050001
电话：010-83755575
邮箱：fangkun@y kzq.com

近期报告

《【粤开宏观】疫情影响未充分显现，二季度经济或面临更大下行压力》2022-04-18

《【粤开宏观】财政已明显发力，疫情对财政的冲击将在二季度体现：一季度财政数据点评》2022-04-21

《【粤开宏观】人民币汇率快速贬值 特征、原因、展望与央行干预》2022-04-26

《【粤开宏观】逐句解读 429 中央政治局会议》2022-04-29

《【粤开宏观】冰封的土地市场和土地财政：解冻需调整房地产调控举措》2022-05-02

事件

当地时间 5 月 4 日，美联储公布利率决议，即日起加息 50bp，同时宣布自 6 月起开始缩减资产负债表，基本在市场预期之内。鲍威尔讲话提振市场，纳指、标普 500 指数收涨超 3%，10 年期美债利率最高回落 10bp，美元指数回落。

摘要

1、政策决议：5 月议息会议首次加息 50bp，大幅加息主要是由于通胀超预期和劳动力市场强劲。6 月开始每个月缩表 475 亿美元，9 月开始每个月缩表 950 亿美元，缩表主要是为了配合加息提高实体融资成本，抑制总需求和通胀预期。

2、会议声明：本次会议声明基调平稳，加息和缩表选择基本符合预期，新增经济风险和供应链风险的表述。关于经济风险的篇幅有所增多，一是淡化美国经济衰退风险，二是新增俄乌冲突和中国疫情对全球供应链风险，三是强调高度关注通货膨胀风险，显示经济的不确定性增加，意味着美联储未来的政策还将保持灵活性，美联储未来紧缩的节奏可能会跟随经济数据调整。

3、答记者问：鲍威尔答记者问整体基调鹰派不及预期，安抚了对经济放缓和通胀失控的担忧，强化了对未来经济增长的信心，弱化了美联储紧缩对经济的负面影响。

5 月议息会议前金融市场波动加剧，10 年期美债收益率突破 3%、美股出现连续调整。鲍威尔讲话打消市场对滞胀的担忧，排除加息 75bp，提振了市场风险偏好，体现在股债双强，美元走弱。美股从基本平盘开始大幅反弹，美债 10 年期利率一度从 3.0% 下行至 2.91%，美元指数回落。

4、尽管短期加息和缩表靴子落地，但我们认为美国高通胀压力仍将贯穿全年，史无前例的加息周期还将成为金融市场波动的来源，美债利率还将在实际利率的推动下继续上行。

高通胀正在加速全球加息周期，全球低通胀、低利率时代或将远去。过去支撑全球低通胀的和平红利、经济全球化红利、人口红利、环境成本红利等因素正逐步消退，未来政治军事格局、劳动力短缺、逆全球化、碳中和四大长期因素将支持通胀中枢抬升，利率水平也将随之抬升。

10 年期美债利率或将继续向上突破。一是技术上仍有上行动能。当前美债 10 年期利率已经连续上行，突破了 1990 年以来的趋势线上轨。二是实际利率推动美债利率上行。美债 10 年期实际利率有望回升 1% 以上，在通胀预期相对平稳的前提下，有望拉动美债利率继续上行。三是政策上美联储启动缩表，市场上长期美债的需求将减少，缩表将加快长端利率上行。



风险提示：俄乌冲突加剧经济滞胀风险；美联储紧缩引发流动性危机



目 录

一、政策决议：5月加息 50bp，6月启动缩表，每月缩减上限 475 亿，三个月后翻倍.....	4
二、会议声明：风险增多，加息 50bp 或将常态化，缩表速度更快.....	5
三、答记者问：打消滞胀担忧，排除加息 75bp，金融市场大幅反弹.....	7
四、全球低通胀、低利率时代或将远去，美债利率或将上行突破 3.5%.....	8

图表目录

图表 1：美联储自 2000 年 5 月以来首次加息 50bp.....	4
图表 2：预计美联储 2022 年缩表 5225 亿美元，2023 年缩表 1.14 万亿美元.....	5
图表 3：2022 年 5 月和 3 月会议声明比较.....	5
图表 4：当前缩表与 2017-19 年缩表的比较.....	6
图表 5：鲍威尔答记者问后主要大类资产表现.....	7
图表 6：美联储历次加息周期与经济衰退没有必然关联.....	8
图表 7：美国 CPI 中枢预计难以回归常态.....	9
图表 8：发达市场国债利率 3 月开始大幅上行.....	9
图表 9：美债实际利率拉动名义利率上行.....	10

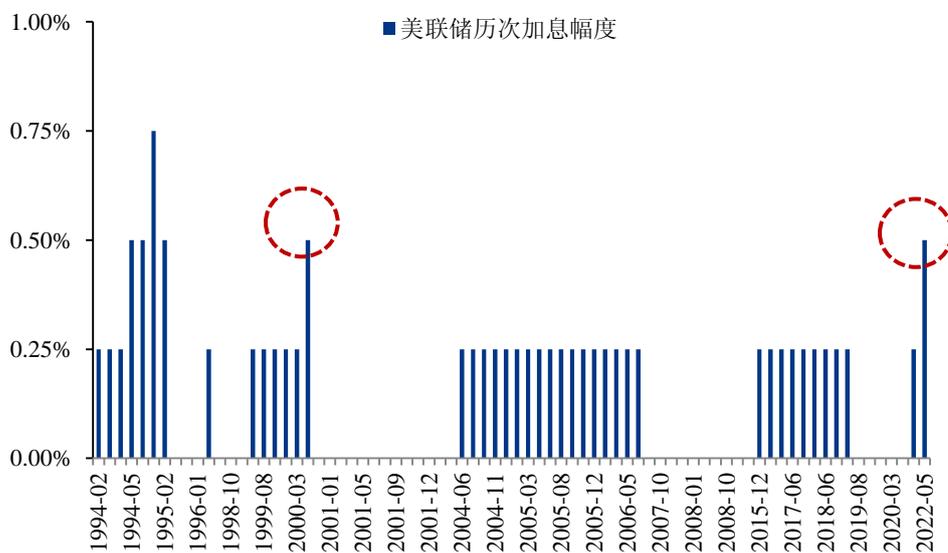
一、政策决议：5月加息50bp，6月启动缩表，每月缩减上限475亿，三个月后翻倍

5月会议的政策决议聚焦在加息幅度和缩表的实施路径，基本在市场预期之内。

5月加息50bp，未来还会快速加息。美联储宣布将联邦基金利率目标区间由0.25-0.5%升至0.75-1.0%，加息幅度达50bp，是2000年5月以来首度一次加息50bp，也是2006年以来首次连续两次会议加息。

美联储加息50bp是由于当前美联储充分就业目标基本实现、通胀则远超目标。一是3月美国CPI同比8.5%，再创1982年以来的新高，国际原油价格维持运行在100美元上方，核心通胀超预期；二是3月非农就业数据十分强劲，劳动力参与率继续抬升，失业率下行至3.6%，接近疫情前的3.5%。

图表1：美联储自2000年5月以来首次加息50bp



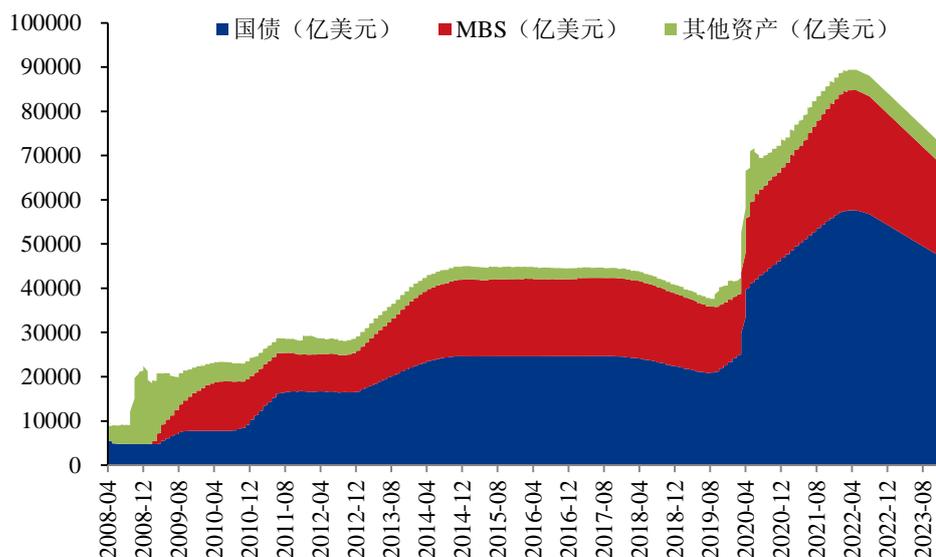
资料来源：美联储、粤开证券研究院

6月开启缩表，逐步加速。缩表速度的限额设置为每个月减持950亿美元，包括600亿美元美债和350亿美元MBS。缩表设置三个月的过渡期，即6-8月缩表的速度减半，每个月减持475亿美元，9月开始正常速度缩表。

加息缩表同步推进，一是当前通胀高企，需要加息和缩表配合来有效提高实体融资成本，抑制总需求和通胀预期；二是当前过剩流动性较为充裕，为缩表可能造成的冲击提供了缓冲。目前美联储隔夜逆回购账户还有近1.6万亿美元的规模，反映出金融体系内还存在大量过剩流动性，因此加快缩表短期内不会对流动性造成太大扰动。



图表2：预计美联储 2022 年缩表 5225 亿美元，2023 年缩表 1.14 万亿美元



资料来源：美联储、粤开证券研究院

二、会议声明：风险增多，加息 50bp 或将常态化，缩表速度更快

本次会议声明基调平稳，加息和缩表选择基本符合预期，新增经济风险和供应链风险的表述。

1、关于经济风险，声明的篇幅有所增多，显示经济的不确定性增加，意味着美联储未来的政策还将保持灵活性，未来紧缩节奏可能会跟随经济数据调整。

一是淡化美国经济衰退风险，虽然一季度 GDP 环比下滑，但是美联储强调家庭消费和企业投资依然强劲（strong）。

二是新增全球供应链风险。声明新增中国疫情对全球供应链的影响，给全球供应链带来新的扰动。对俄乌冲突描述删除“在短期内”，表明俄乌冲突有长期化的倾向，地缘冲突局势与衍生的贸易制裁会给经济带来持续不确定性。

三是强调高度关注通胀风险，“highly attentive to inflation risks”。影响通胀的不确定因素增多，防止通胀根深蒂固的难度增大，抗通胀是美联储最为重要的目标。

2、关于加息，票委一致同意加息 50bp，持续加息立场不变。近期多位美联储票委的表态偏鹰派，讨论了加息 75bp 的可能。本次会议加息幅度 50bp，连最为鹰派的票委布拉德，也投了赞成票。这反映出一方面美联储大幅加息抗通胀的决心，另一方面还要兼顾经济面临的不确定性，避免加息过快给市场带来恐慌，扰乱市场主体的预期。美联储未来加息路径的立场未变，本次声明沿用了上次会议声明中“持续加息是合适的”的表述，加息 50bp 或将常态化。

图表3：2022 年 5 月和 3 月会议声明比较

	2022 年 3 月会议声明	2022 年 5 月会议声明
利率	随着货币政策立场的适当收紧，预计通胀将回到 2% 的政策目标，劳动力市场将保持强劲。将联邦基金利率的目标区间提高至	随着货币政策立场的适当收紧，预计通胀将回到 2% 的政策目标，劳动力市场将保持强劲。将联邦基金利率的目标区间提高至



	2022年3月会议声明	2022年5月会议声明
	0.25-0.5%，并预计继续加息是适当的	0.75-1.0%，并预计继续加息是适当的
缩表	预计在即将召开的会议上开始减少其持有的国债、机构债务以及MBS	6月开始，按缩表计划减少美联储持有的国债、机构债务以及MBS
经济	经济活动指标和就业指标持续增强，近几个月就业的增加一直很强劲，失业率大幅下降。	尽管整体经济在第一季度略有下降，但家庭消费支出和就业，企业固定资产投资依然强劲。近几个月就业的增加一直很强劲，失业率大幅下降。
风险	俄乌冲突正在造成巨大的人道与经济困难。这对美国经济的影响非常不确定，但在短期内，相关事件可能会对通胀造成额外的上升压力，并对经济活动产生影响。	俄乌冲突正在造成巨大的人道与经济困难。这对美国经济的影响非常不确定。俄乌冲突和相关事件可能会对通胀造成额外的上升压力，并可能对经济活动产生影响。此外，中国新冠病毒相关的封锁可能会加剧供应链中断。委员会高度关注通货膨胀风险。
投票	布拉德反对，认为应该加息50bp	一致同意

资料来源：美联储、粤开证券研究院

3、关于缩表，明确了从6月初开始减持国债和MBS。与上一轮缩表周期相比，两轮缩表均采用被动缩表方式，均设置量化上限指标，都是分阶段实施的可预期的路径。根据美联储与会议声明一同发布的缩表计划，本轮缩表还具有三个明显的特征。

一是本轮缩表更早启动。2022年6月启动缩表距离3月首次加息仅仅间隔一次会议；2017年启动缩表距离首次加息间隔近两年。

二是本轮缩表路径更快。本轮缩表将在三个月内从每月475亿美元增加到950亿美元；而上次缩表历经一整年时间才达到每月500亿美元的最大缩表速度，2017年四季度缩表100亿美元开始，之后每季度增加100亿美元，直到2018年10月达到最高速度。

三是本轮缩表资产降幅更大。按照当前缩表计划，2022年美联储资产负债表缩减规模将超过5200亿美元，2023年削减规模达到1.1万亿美元以上。上一轮缩表美联储资产负债表规模减少了约6500亿美元，历经两年，从4.5万亿美元降至略高于3.8万亿美元。

图表4：当前缩表与2017-19年缩表的比较

	2022年缩表	2017-19年缩表
缩表起点	资产负债表：8.9万亿美元 国债持仓：5.8万亿美元 MBS持仓：2.7万亿美元	资产负债表：4.5万亿美元； 国债持仓：2.47万亿美元 MBS持仓：1.75万亿美元
初始缩表	每月缩减国债300亿美元； MBS 175亿美元	每月缩减国债60亿美元 MBS 40亿美元
提速过程	2022年6月：每月减持475亿美元 隔三个月增加一倍 最高达到每月减持950亿美元	2017年10月：每月减持100亿美元 每三个月扩大100亿美元 2018年10月：每月减持500亿美元

资料来源：美联储、粤开证券研究院



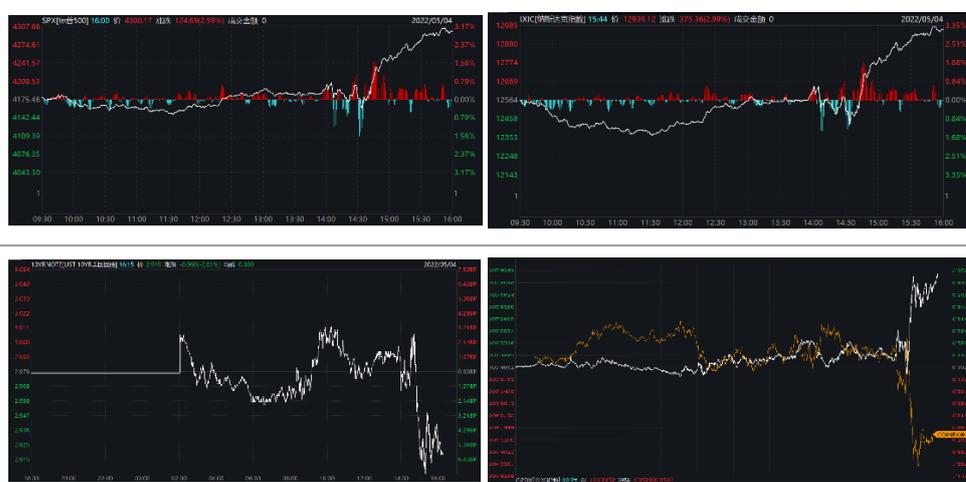
三、答记者问：打消滞胀担忧，排除加息 75bp，金融市场大幅反弹

5 月议息会议前金融市场波动加剧，10 年期美债收益率突破 3%、美股出现连续调整。一方面货币紧缩预期持续加码，PCE 通胀再创新高；另一方面一季度 GDP、制造业 PMI 等经济数据不及预期，市场有一定的滞胀担忧。

鲍威尔答记者问整体基调鹰派不及预期，安抚了市场对经济放缓和通胀失控的担忧，强化了对未来经济增长的信心，弱化了美联储紧缩对经济的负面影响。

鲍威尔讲话提振了市场风险偏好，体现在股债双强，美元走弱。美股从基本平盘开始大幅反弹，美债 10 年期利率一度从 3.0% 下行至 2.91%，美元指数回落。

图表5：鲍威尔答记者问后主要大类资产表现



资料来源：wind、粤开证券研究院

一是定义“合适的”加息幅度，接下来几次会议将选择加息 50bp，基本排除加息 75bp 的可能。鲍威尔开篇定调通胀已经“太高了”，但并未采取加息 75bp 的激进政策，接下来几次会议台面上的政策选项加息 50bp，这缓解了市场对紧缩的担忧。尽管近期多位 FOMC 票委谈及加息 75bp，但 5 月落地的依然是加息 50bp，表明当前经济与金融条件是合乎美联储预期的，接下来 6 月、7 月议息会议只要通胀不再超预期，那么加息 50bp 就是“合适的”。关于市场关注的加息的终点，鲍威尔给出了中性利率 2-3% 的模糊区间，强调中性利率是美联储的估计值，目前距离中性利率还很远，将在达成中性利率之后再

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_41057

