

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。

Zhonghua Liang
zh.liang@htisec.com

Amber Zhou
amber.lh.zhou@htisec.com

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司，海通证券印度私人有限公司，海通国际株式会社和海通国际证券集团其他各成员单位的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。关于海通国际的分析师证明，重要披露声明和免责声明，请参阅附录。(Please see appendix for English translation of the disclaimer)

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

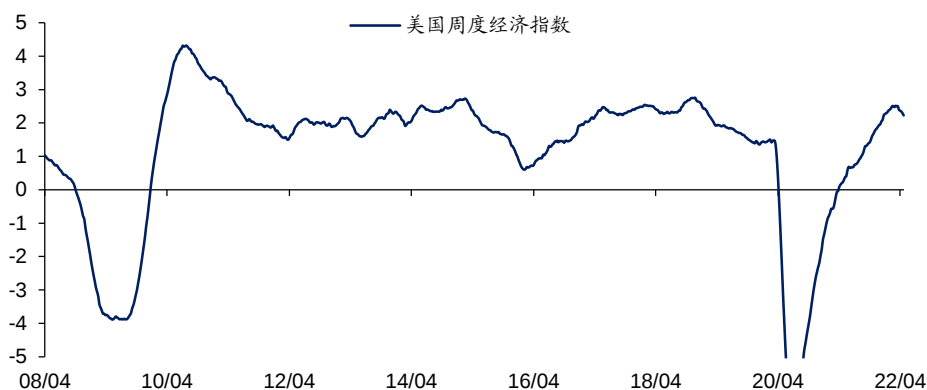
1. 思想上：很关注通胀

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，%）

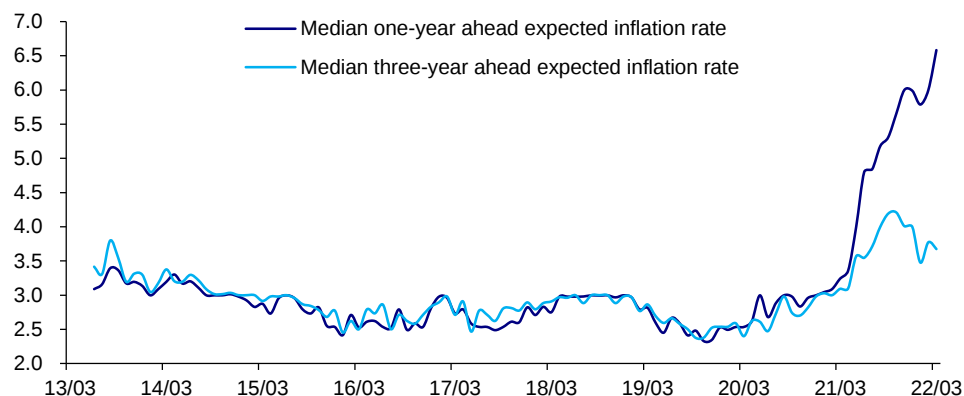


资料来源：Wind，海通证券研究所

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（%）

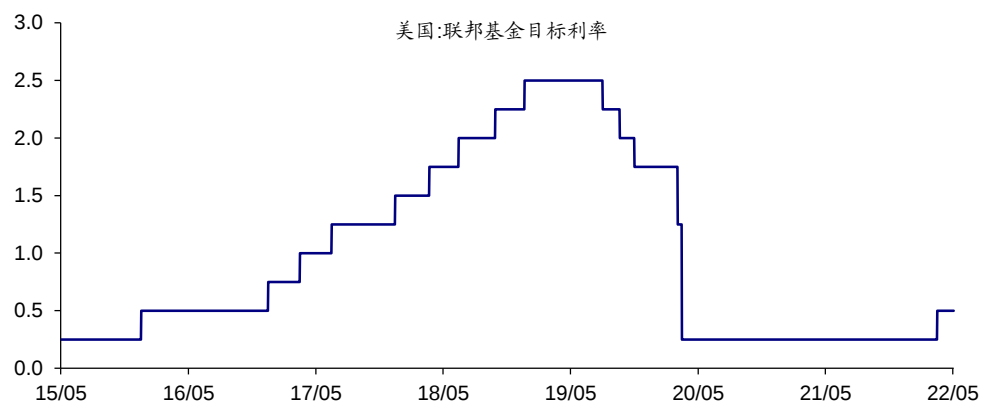
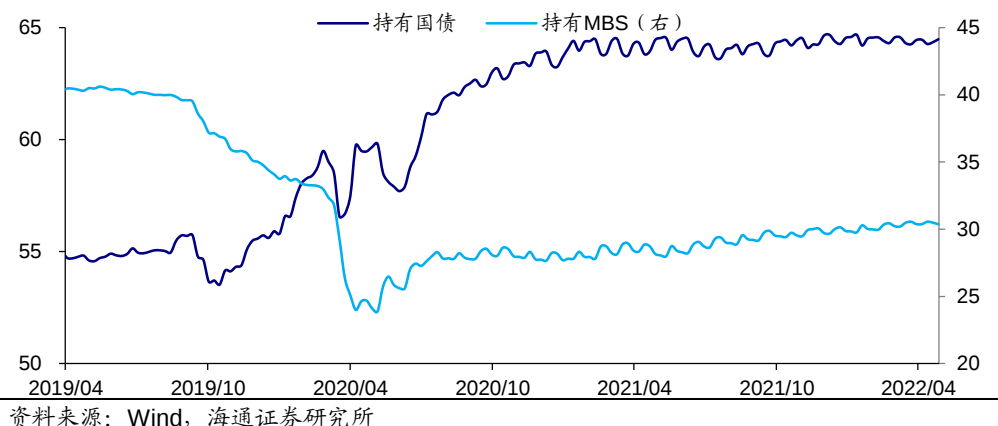


图4 美联储持有国债和 MBS 的比例 (%)

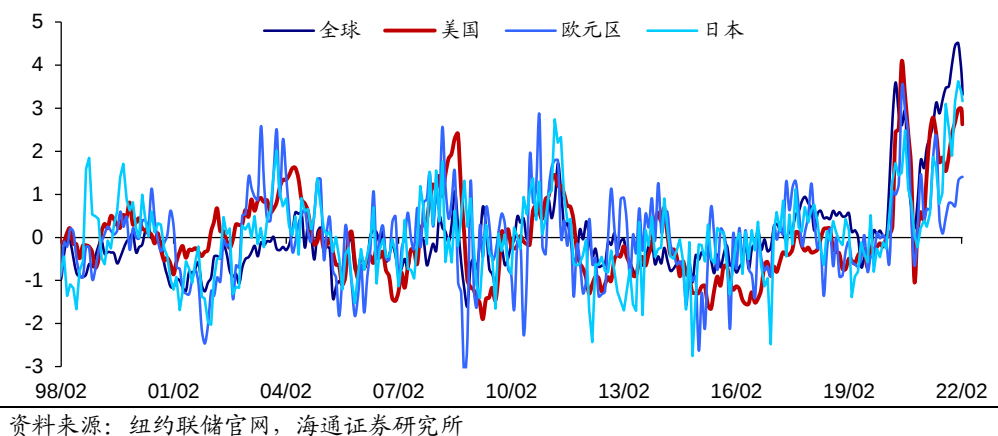


4. 美国滞胀风险进一步上升

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



附录 APPENDIX

重要信息披露

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司(HTIRL)，Haitong Securities India Private Limited (HSIPL)，Haitong International Japan K.K. (HTIJKK)和海通国际证券有限公司(HTISCL)的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团(HTISG)各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。

IMPORTANT DISCLOSURES

This research report is distributed by Haitong International, a global brand name for the equity research teams of Haitong International Research Limited ("HTIRL"), Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), Haitong International Japan K.K. ("HTIJKK"), Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL"), and any other members within the Haitong International Securities Group of Companies ("HTISG"), each authorized to engage in securities activities in its respective jurisdiction.

HTIRL 分析师认证 Analyst Certification:

我，梁中华，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。I, Zhonghua Liang, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed.

我，Amber Zhou，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。I, Amber Zhou, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed.

利益冲突披露 Conflict of Interest Disclosures

海通国际及其某些关联公司可从事投资银行业务和/或对本研究中的特定股票或公司进行做市或持有自营头寸。就本研究报告而言，以下是有关该等关系的披露事项（以下披露不能保证及时无遗漏，如需了解及时全面信息，请发邮件至 ERD-Disclosure@htisec.com）

HTI and some of its affiliates may engage in investment banking and / or serve as a market maker or hold proprietary trading positions of certain stocks or companies in this research report. As far as this research report is concerned, the following are the disclosure matters related to such relationship (As the following disclosure does not ensure timeliness and completeness, please send an email to ERD-Disclosure@htisec.com if timely and comprehensive information is needed).

评级定义（从 2020 年 7 月 1 日开始执行）：

海通国际（以下简称“HTI”）采用相对评级系统来为投资者推荐我们覆盖的公司：优于大市、中性或弱于大市。投资者应仔细阅读 HTI 的评级定义。并且 HTI 发布分析师观点的完整信息，投资者应仔细阅读全文而非仅看评级。在任何情况下，分析师的评级和研究都不能作为投资建议。投资者的买卖股票的决策应基于各自情况（比如投资者的现有持仓）以及其他因素。

分析师股票评级

优于大市，未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上，基准定义如下

中性，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

弱于大市，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上，基准定义如下

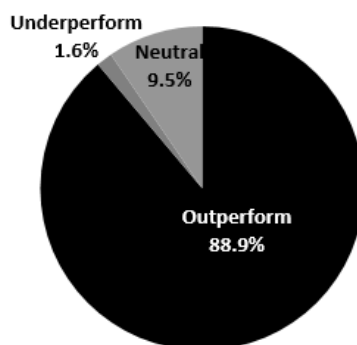
各地股票基准指数：日本－TOPIX，韩国－KOSPI，台湾－TAIEX，印度－Nifty100，美国－SP500；其他所有中国概念股－MSCI China。

Ratings Definitions (from 1 Jul 2020):

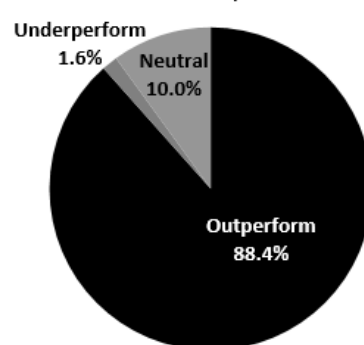
Haitong International uses a relative rating system using Outperform, Neutral, or Underperform for recommending the stocks we cover to investors. Investors should carefully read the definitions of all ratings used in Haitong International Research. In addition, since Haitong International Research contains more complete information concerning the analyst's views, investors should carefully read Haitong International Research, in its entirety, and not infer the contents from the rating alone. In any case, ratings (or research) should not be used or relied upon as investment advice. An investor's decision to buy or sell a stock should depend on individual circumstances (such as the investor's existing holdings) and other

评级分布 Rating Distribution

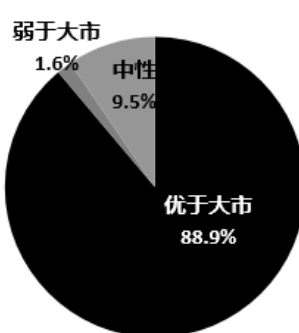
Most Recent Full Quarter



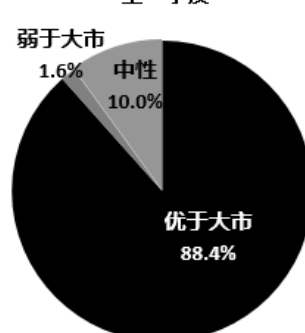
Prior Full Quarter



最新季度



上一季度



considerations.

Analyst Stock Ratings

Outperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Neutral: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

Underperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100, US – SP500; for all other China-concept stocks – MSCI China.

截至 2022 年 3 月 31 日海通国际股票研究评级分布

	优于大市	中性 (持有)	弱于大市
海通国际股票研究覆盖率	88.9%	9.5%	1.6%
投资银行客户*	6.8%	5.8%	0.0%

*在每个评级类别里投资银行客户所占的百分比。

上述分布中的买入，中性和卖出分别对应我们当前优于大市，中性和落后大市评级。

只有根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们才将中性评级划入持有这一类别。请注意在上表中不包含非评级的股票。

此前的评级系统定义（直至 2020 年 6 月 30 日）：

买入，未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上，基准定义如下

中性，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

卖出，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

Haitong International Equity Research Ratings Distribution, as of Mar 31, 2022

	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	88.9%	9.5%	1.6%
IB clients*	6.8%	5.8%	0.0%

*Percentage of investment banking clients in each rating category.

BUY, Neutral, and SELL in the above distribution correspond to our current ratings of Outperform, Neutral, and Underperform.

For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category. Please note that stocks with an NR designation are not included in the table above.

Previous rating system definitions (until 30 Jun 2020):

BUY: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

NEUTRAL: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

SELL: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

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_41154

