

鲍威尔的“温柔一刀”

■ 美联储做了什么？加息 50bp，公布缩表计划、6月将实施，高度关注通胀

5月议息声明中，美联储如期加息 50bp，公布详细缩表计划、6月正式实施。5月5日凌晨，美联储公布最新议息声明，委员们全票同意将政策利率目标区间上调 50bp 至 0.75-1%，重申“持续加息是适当的”。在“预热”缩表之后，美联储正式公布了详细版缩表计划。根据计划，美联储将于6月启动缩表，初步缩减目标定为每月 475 亿美元，预计在 1 个季度后达到每月 950 亿美元的缩减上限。

经济评估方面，美联储强调了私人消费及投资的韧性、就业市场的高景气，正在高度关注通胀风险。美联储认为尽管 1 季度 GDP 环比转负，但私人消费及企业固定投资仍然表现强劲。就业岗位增长扎实，失业率已经大幅下降。疫情引发的供需失衡、能源涨价及更广泛的价格压力，使得通胀持续高企。同时，俄乌冲突的溢出效应，中国疫情对全球供应链的冲击，都对通胀造成额外的上行压力。

■ 鲍威尔说了什么？重申抗通胀决心，强化“软着陆”信心，否定加息 75bp

新闻发布会上，美联储主席鲍威尔重申抗通胀为首要任务，有信心实现“软着陆”的目标。对于通胀，鲍威尔将美国当下的通胀问题，定调为“史上最严重的通胀冲击”。对于如何治理通胀，鲍威尔重申美联储对供给端无能为力，更多从需求端为通胀“降温”。同时，鲍威尔表示将尽力在不引发失业率大幅上升的前提下抑制劳动力市场需求，降低薪资和通胀压力，从而实现“软着陆”的目标。

鲍威尔称接下来继续加息 50bp，暂未考虑加息 75bp 的情形，先达到中性利率（2.5%左右）再考虑加息终点。对于市场最关心的加息路径问题，鲍威尔表示委员会普遍认为将在接下来几次会议上加息 50bp。鲍威尔否认加息 75bp 的必要性，表示将尽力在高度动荡的环境中减少不确定性。至于加息终点，鲍威尔认为目前距离中性利率（2.5%左右）依然遥远，将在达到该目标时决定加息至多高。

■ 市场表现及展望？美股“深V”反弹，但或对通胀及加息的持续性定价不足

鲍威尔的明确表态，打消了市场顾虑并提振了信心，美股上演 V 型反转，10Y 美债利率走势震荡。相比 3 月，美联储在 5 月议息声明中用更大量的笔墨去描述通胀问题的严峻性，叠加超预期的缩表安排，共同营造出的紧缩氛围令美股一度下挫、美债利率上行。不过，在鲍威尔强化了“软着陆”信心、打消了加息 75bp 的顾虑之后，风险偏好获得明显提振，美股强力反弹，美债利率转为震荡走势。

美联储紧缩叙事最“恐怖”的阶段看似告一段落，但背后的“乌云”并未消散。通胀读数短期见顶是大概率事件，但回落速度尚不明朗，且部分短期冲击正在演变为中长期通胀风险，可能会影响加息路径的终点。尽管有着 1994 年的成功经验，但考虑到眼下与当时基本面及市场估值的巨大差异，美联储能否如愿在不影响经济增长及就业景气的前提下将通胀打压至目标水平，存在极大的不确定性。

风险提示：美国新冠疫情出现超预期反弹；劳动力就业意愿持续低迷不振。

赵伟 分析师 SAC 执业编号：S1130521120002
zhaow@gjzq.com.cn

曹金丘 联系人
caojinqiu@gjzq.com.cn

1、美联储做了什么？加息 50bp，公布缩表计划、6 月将实施，强调通胀风险

5 月议息声明中，美联储如期加息 50bp，公布详细缩表计划、6 月正式实施。5 月 5 日凌晨，美联储公布最新议息声明，委员们全票同意将政策利率目标区间上调 50bp 至 0.75%-1%，重申“持续加息是适当的”。在“预热”缩表之后，美联储正式公布了缩表计划。根据计划，美联储将于 6 月启动缩表，初步目标定为每月 475 亿美元（300 亿美元美债+175 亿美元 MBS），预计在 1 个季度后达到每月 950 亿美元（600 亿美元美债+350 亿美元 MBS）的缩减上限。（详细分析可参考专题《美联储缩表，这轮有何不同？》）

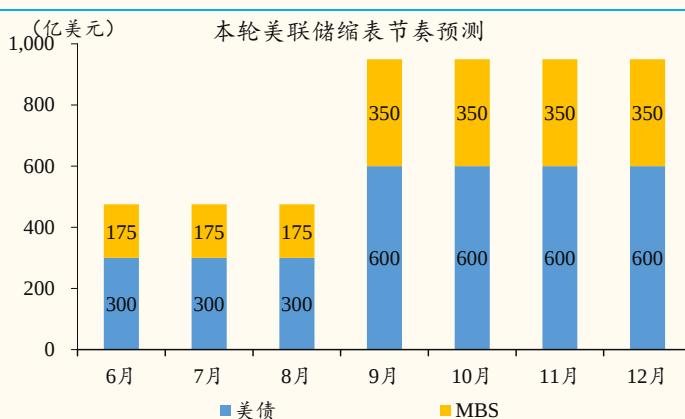
图表 1：美联储公布缩表计划

缩表计划	实施细节
美联储计划以“可预见”的方式，即调整系统公开市场账户 (SOMA) 所持证券本金支付的再投资金额的方式进行缩表	国债的缩减上限最初设定为每月 300 亿美元，3 个月后将增至每月 600 亿美元，主要缩减短债。 MBS 的缩减上限最初设定为每月 175 亿美元，3 个月后将提至每月 350 亿美元。 在准备金规模即将达到“充足”水平时，委员会将会暂缓或停止缩表
长期来看，美联储试图将其资产负债表规模维持在可以有效实施充足准备金框架下货币政策的水平	缩表停止后，准备金余额可能会在一段时间内继续下降，并反映在负债端其他项目的增长上，直到委员会判断准备金规模重回“充足”水平。 在此之后，美联储会不断调整其资产负债表以使得准备金规模保持在“充足”水平

美联储将根据经济走势，金融市场情况等指标对缩表细节进行调控

来源：Fed、国金证券研究所

图表 2：美联储表示将 6 月将实施缩表



来源：Fed、国金证券研究所

经济评估方面，美联储强调了私人消费及投资的韧性、就业市场的高景气，正在高度关注通胀风险。美联储认为尽管 1 季度 GDP 环比转负，但私人消费及企业固定投资仍然表现强劲。就业岗位增长扎实，失业率已经大幅下降。疫情引发的供需失衡、能源涨价及更广泛的价格压力，使得通胀持续高企。同时，俄乌冲突的溢出效应，中国疫情对全球供应链的冲击，都对通胀造成额外的上行压力。（详细分析可参考专题《美国经济：“假衰退”，真韧性》、《从就业市场，看美国衰退有多远？》）

图表 3：美联储着重强调通胀压力，讨论了俄乌冲突的溢出效应，中国疫情对全球供应链的冲击

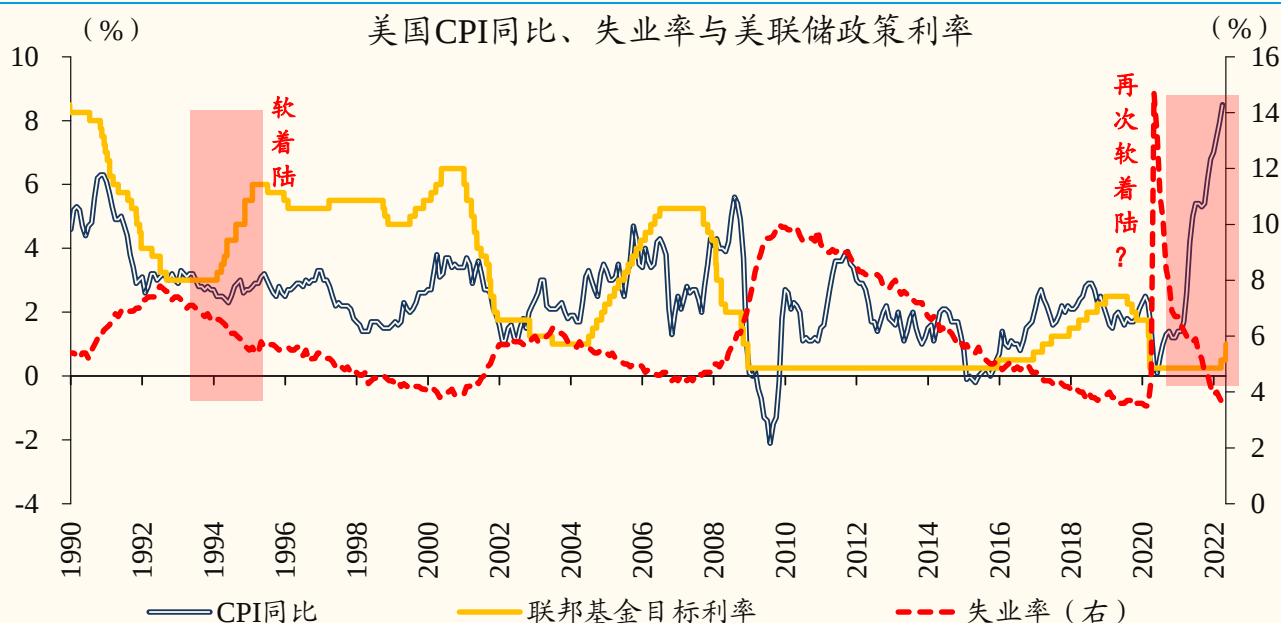
美联储议息会议声明对比								
FOMC会议时间	2021/6/17	2021/7/28	2021/9/22	2021/11/3	2021/12/15	2022/1/26	2022/3/16	2022/5/4
FOMC会议决策	不降息	不降息	不降息	不降息	不降息	不降息	加息25BP	加息50BP
联邦基金利率区间	0%-0.25%	0%-0.25%	0%-0.25%	0%-0.25%	0%-0.25%	0%-0.25%	0.25%-0.5%	0.75%-1%
投票结果	全票通过	全票通过	全票通过	全票通过	全票通过	全票通过	8:1通过	全票通过
经济活动	有所增强	取得进展	取得进展	取得实质性进展	继续增强	继续增强	继续增强	有所放缓
劳动力市场	有所增强	继续增强	继续增强	继续增强	进一步改善	进一步改善	增长强劲	增长强劲
失业率					大幅下降	大幅下降	大幅下降	大幅下降
消费支出								
融资环境	维持宽松	维持宽松	维持宽松	维持宽松	维持宽松	维持宽松	维持宽松	维持宽松
12个月通胀预期	通胀暂时上升	通胀暂时上升	通胀暂时居高不下	通胀暂时高企，部分行业价格大涨	通胀继续上升	通胀继续上升	通胀居高不下	通胀居高不下
近期经济前景评估	依然面临下行风险	依然面临下行风险	依然面临下行风险	依然面临下行风险	依然面临下行风险，包括新毒株带来的风险	依然面临下行风险，包括新毒株带来的风险		俄乌战争、中国疫情将对经济前景带来不确定性
政策立场	维持当前宽松立场不变	维持当前宽松立场不变	维持当前宽松立场不变	维持当前宽松立场不变	维持当前宽松立场不变	直接删除	直接删除	直接删除

来源：Fed、国金证券研究所

2、鲍威尔说了什么？重申抗通胀决心，强化“软着陆”信心，否定加息75bp

新闻发布会上，美联储主席鲍威尔重申抗通胀为首要任务，否定经济衰退风险，有信心实现“软着陆”的目标。对于通胀，鲍威尔将美国当下的通胀问题，定调为“史上最严重的通胀冲击”。对于如何治理通胀，鲍威尔重申美联储对供给端无能为力，更多采用加息操作等从需求端为通胀“降温”。同时，鲍威尔引用了软着陆的成功历史经验，表示将尽力在不引发失业率大幅上升的前提下抑制劳动力市场需求，降低薪资和通胀压力，从而实现“软着陆”的目标。

图表4：美联储主席鲍威尔重申抗通胀为首要任务，否定经济衰退风险，有信心实现“软着陆”



来源：Wind、国金证券研究所

鲍威尔称将在接下来几次会议上继续加息50bp，加息75bp的情形尚不在考虑范围内，先达到中性利率（2.5%左右）再考虑加息终点。对于市场最关心的加息路径问题，鲍威尔表示委员会普遍认为将在接下来几次会议上加息50bp。鲍威尔否认加息75bp的必要性，表示将尽力在高度动荡的环境中减少不确定性。至于加息终点，鲍威尔认为目前距离中性利率（2.5%左右）依然遥远，将在达到该目标时决定加息至多高。

图表5：鲍威尔称接下来继续加息50bp，暂未考虑加息75bp的情形，先达到中性利率再考虑加息终点

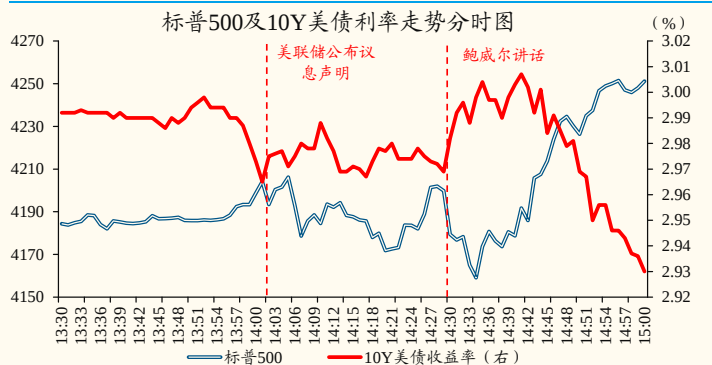
2021年7月以来鲍威尔讲话							
FOMC会议时间	2021/7/28	2021/9/22	2021/11/3	2021/12/15	2022/1/26	2022/3/16	2022/5/4
美国实体经济情况	取得进展	取得进展	取得实质性进展	继续增强	继续增强	继续增强	有所放缓
劳动力市场	继续增强	继续增强	继续增强	进一步改善	进一步改善	增长强劲	增长强劲
失业率				大幅下降	大幅下降	大幅下降	大幅下降
通胀现状	通胀暂时上升	通胀暂时居高不下	通胀暂时高企，部分行业价格大涨	通胀继续上升	通胀继续上升	通胀居高不下	通胀居高不下
疫情	新一波变异病毒可能使劳动力市场承压，但预计不会造成严重冲击	部分受疫情影响大的行业复苏有所放缓	疫苗接种取得进展，疫情趋缓	新型变异病毒使得经济前景的风险依旧存在	新型变异病毒使得经济前景的风险依旧存在	未提及	中国疫情爆发将对全球供应链造成扰动，抬升通胀风险
俄乌冲突						俄乌冲突将在短期抬升通胀，对经济活动造成扰动	俄乌冲突将在短期抬升通胀，对经济活动造成扰动
加息节奏			现在还不是加息的时候，Taper的时机对加息没有直接信号意义	Taper和加息之间会比你上个周期更短，可能在实现充分就业前加息	美国经济状况已符合政策目标，将很快上调联邦基金利率	将根据经济情况，进一步加快加息节奏	将在未来的数次会议中加息50BP
缩表细节					缩表幅度将会“很大”，加息之后将会很快开始缩表	将会以一种“很熟悉”的方式进行缩表，但节奏将会快很多	6月1日开始缩表，并在三个月内提高缩表上限至每月950亿美元

来源：Fed、国金证券研究所

3、市场表现及展望？美股“深V”反弹，但或对通胀及加息的持续性定价不足

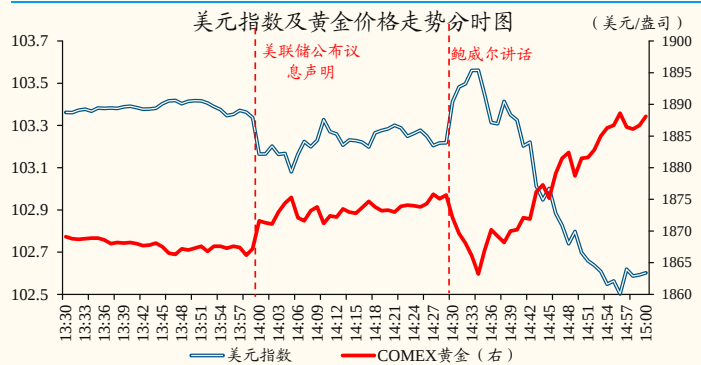
鲍威尔的温和措辞，缓解了市场担忧并提振了信心，美股上演V型反转，10Y美债利率大幅上行。相比3月，美联储在5月议息声明中用更大量的笔墨去描述通胀问题的严峻性，叠加超预期的缩表安排，共同营造出的紧缩氛围令美股一度下挫、10Y美债利率上行。不过，在鲍威尔强化了“软着陆”信心、打消了加息75bp的顾虑之后，风险偏好获得明显提振，美股强力反弹，三大指数纷纷收涨，10Y美债利率转为震荡走势。

图表6：美股及10Y美债利率走势



来源：Wind、国金证券研究所

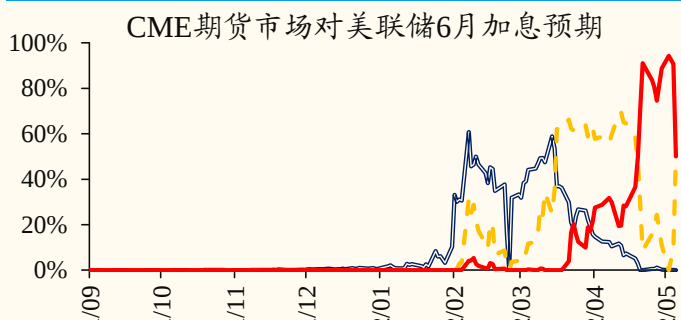
图表7：美元指数及黄金价格走势



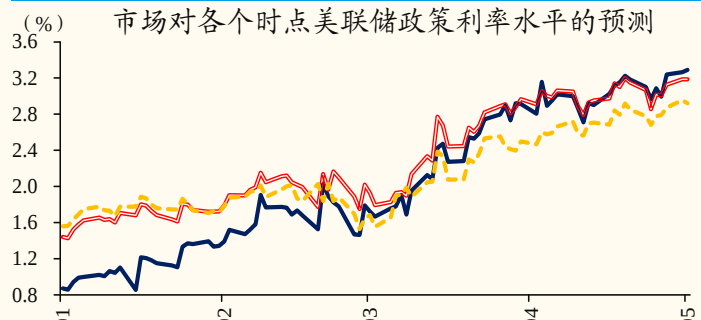
来源：Wind、国金证券研究所

美联储紧缩叙事最“恐怖”的阶段看似告一段落，但背后的“乌云”并未消散。目前来看，市场对美联储短期加息预期有所降温，也预计加息将止步于2023年，看似阶段性利空出尽。但通胀读数见顶后回落速度尚不明朗，且能源转型、疫情对就业生态的冲击、俄乌冲突影响等部分短期冲击，正在演变为中长期通胀风险，可能会影响加息路径的终点。尽管有着1994年的成功经验，但考虑到眼下与当时基本面及市场估值的巨大差异，美联储能否如愿在不影响经济增长及就业景气的前提下将通胀打压至目标水平，存在极大的不确定性。

图表8：市场预期美联储6月加息75bp概率下降



图表9：市场预期美联储加息将止步于2023年



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_41164

