宏观点评

鹰派的顶点——美联储 5 月议息会议点评

作者
分析师 熊园
执业证书编号：S0680518050004
邮箱：xiongyuan@gszq.com
分析师 刘新宇
执业证书编号：S0680521030002
邮箱：liuxinyu@gszq.com

相关研究

1、《三大视角看美国经济衰退风险》2022-4-20
2、《美国通胀大概率已触顶，美联储最鹰时刻可能已过》2022-4-13
3、《美联储加息：历史对比、未来推演、市场影响》2022-3-17
4、《美联储 3 月会议前瞻与中长期展望——兼评 2 月非农》2022-3-6
5、《以史为鉴，本轮美联储缩表的节奏推演与影响》2022-1-7

事件：北京时间 5 月 5 日凌晨 2 点，美联储公布 5 月 FOMC 会议决议。

核心结论：美联储 5 月会议加息 50bp、宣布 6 月开始缩表，但鹰派程度低于预期；会议过后，利率期货隐含的年内剩余加息次数小幅回落。重申前期观点，美联储最鹰时刻可能已过，伴随美国经济放缓和通胀回落，下半年美联储鹰派程度大概率减弱，市场加息预期也将有所降温，并且本轮加息可能在明年初停止。

1、美联储如期加息 50bp，并宣布 6 月启动缩表。

>加息节奏：美联储决定将联邦基金目标利率上调 50bp 至 0.75%-1.0%，符合市场预期，这是自 2000 年 5 月以来首次加息超过 25bp。鲍威尔称，基准预期是接下来两次会议均会加息 50bp，之后可能每次加息 25bp，一次加息 75bp 不在考虑范围；预计中性利率将在 2-3%之间，将尽快加息至中性利率水平，之后视情况而定。

>缩表计划：本次会议公布了缩表具体计划，将从 6 月 1 日开始缩表，以减少本金再投资的方式进行，初始缩债规模为每月 300 亿国债、175 亿 MBS，3 个月后达到每月 600 亿国债、350 亿 MBS 的上限。与 2017 年缩表相比，本次缩表的初始规模明显更高，且提高至上限的时间明显更快。整体来看，本次缩表的初始规模与我们前期报告《美联储 3 月会议前瞻与中长期展望——兼评 2 月非农》中的测算结果十分接近，纽约联储调查显示，市场在 3 月初就已预期到缩表可能从 6 月开始，并且初始缩债规模可能达到每月 300 亿国债、150 亿 MBS。因此，本次缩表计划基本符合预期。

>其他重要信息：本次会议声明中提及了一季度经济放缓，但对经济整体维持乐观，同时新增了“中国的疫情封锁措施可能加剧供应链中断。委员会高度关注通胀风险”。鲍威尔称，没有迹象表明经济接近衰退，货币政策收紧有望使经济软着陆；当前通胀水平过高，一些证据表明核心 PCE 通胀已经触顶，但希望观察更多数据；将努力避免在高度不确定的环境中增加更多的不确定性。

2、FOMC 前后大类资产表现和加息预期变化：

>会议基调：整体来看，本次会议鹰派程度低于预期。会议前市场曾预期 6 月会议有接近 50%的概率会加息 75bp，但本次鲍威尔的表态无疑排除了这一可能性。此外，鲍威尔虽然继续强调要大力打压通胀，但也指出通胀可能已经触顶，并且用更多时间解释了经济软着陆的可能性，反映出美联储已开始在经济与通胀之间进行权衡。

>资产表现：FOMC 声明公布后，主要资产价格小幅震荡，但鲍威尔发布会开始后，美股和黄金涨幅迅速扩大，10Y 美债收益率和美元指数快速跳水。

>加息预期变化：本次 FOMC 会议后，市场对美联储加息的预期小幅降温。目前市场预期 6 月和 7 月分别加息 50bp，已基本取消了加息 75bp 的可能性，年内剩余加息次数预期也由会议前的 8.2 次降至 7.8 次（一次对应 25bp）。

3、重申前期观点：美联储最鹰时刻可能已过，后续加息预期有望逐步降温。

>美国通胀与经济展望：维持前期判断，美国 3 月 CPI 同比 8.5%大概率已触顶，4 月可能持平或小降，5 月之后会加速回落，年底预计降至 4.5%左右。美国经济最早可能在 23 年底或 24 年初衰退，在此之前，经济放缓程度会逐渐加剧。（详见《美国通胀大概率已触顶，美联储最鹰时刻可能已过》、《三大视角看美国经济衰退风险》）

>美联储加息节奏展望：前期报告中我们曾多次指出，鉴于美国通胀在 5 月之后才会明显回落，因此短期内美联储仍将维持鹰派，但大概率不会更加鹰派；5 月之后，随着经济放缓和通胀回落，美联储鹰派程度大概率减弱，市场加息预期也将有所降温，预计全年实际加息幅度将低于目前的市场预期。此外，从期限利差、PMI 规律、经济衰退风险等因素综合来看，美联储本轮加息可能在明年初停止。

>大类资产展望：综合我们对美国经济、通胀、美联储货币政策的判断，美股的调整可能已接近尾声，下半年有望迎来修复，并且纳指有望重新跑赢标普 500，关注俄乌冲突的扰动；10Y 美债收益率短期内预计高位震荡，下半年大概率重新下行；美联储转鸽虽然会对美元指数形成利空，但由于俄乌冲突对欧洲经济冲击更大，预计美元指数仍将保持强势；伴随通胀回落、实际利率上行、美元强势，黄金大概率下跌。

风险提示：美国通胀持续超预期，美联储政策立场超预期鹰派，俄乌冲突超预期演化。

图表 1：近 3 次 FOMC 声明对比（红色表示表述变化）

	2022 年 1 月 FOMC 声明	2022 年 3 月 FOMC 声明	2022 年 5 月 FOMC 声明
利率	维持 0-0.25%不变。**由于通胀远高于 2%的目标并且劳动力市场强劲，预计将很快加息。**	**加息 25bp 至 0.25-0.5%，并预计持续加息是合适的。Bullard 投反对票，主张加息 50bp。**	**加息 50bp 至 0.75-1.0%，**并预计持续加息是合适的。
购债	**将继续减少购债规模，在 3 月初结束购债。**	**预计将在接下来的某次会议上开始减持国债与 MBS。**	**6 月 1 日开始缩表，初始缩债规模为每月 300 亿国债、175 亿 MBS，3 个月后将提高至每月 600 亿国债、350 亿 MBS 的上限。**
经济	经济活动和就业指标继续加强。近几个月，受疫情影响最严重的部门有所改善，**但受到近期疫情大幅反弹的影响。**就业增长稳健，失业率大幅下降。经济路径继续取决于疫情状况，疫苗推进和供应瓶颈缓解预计将继续促进经济和就业，同时降低通胀。经济前景面临的风险仍然存在，包括新变种病毒。	经济活动和就业指标继续加强。**（删掉了疫情相关表述）**近几个月就业增长**强劲**，失业率大幅下降。**俄乌冲突正在造成巨大的人力和经济困难，对美国经济的影响高度不确定，短期内可能加剧通胀压力并对经济活动造成压力。**	**尽管第一季度整体经济活动略有下降，但家庭支出和企业固定投资依然强劲。**近几个月就业增长强劲，失业率大幅下降。俄乌冲突正在造成巨大的人力和经济困难，对美国经济的影响高度不确定，相关事件**正在**加剧通胀压力，并可能对经济活动造成压力。
通胀	与疫情和重新开放相关的供需失衡继续导致通胀上升。	通胀继续上升，反映了疫情导致的供需失衡、能源价格上涨和**更广泛的物价压力。随着政策立场适当加强，预计通胀将回到 2%的目标。**	通胀继续上升，反映了疫情导致的供需失衡、能源价格上涨和更广泛的物价压力。随着政策立场适当加强，预计通胀将回到 2%的目标。**中国的疫情封锁措施可能加剧供应链中断，委员会高度关注通胀风险。**
金融状况	金融状况保持宽松，部分反映了支持经济的政策措施以及信贷向美国家庭和企业的流动。	**未有相关表述**	**未有相关表述**

资料来源：FED，国盛证券研究所

图表 2：本轮缩表与 2017 年缩表的对比

	2017 年缩表	本轮缩表
公布时间	2017/6/14	2022/5/5
缩表方式	减少本金再投资	减少本金再投资
初始规模	每月 60 亿国债、40 亿 MBS	每月 300 亿国债、175 亿 MBS
缩表上限	每月 300 亿国债、200 亿 MBS	每月 600 亿国债、350 亿 MBS
缩表节奏	每 3 个月上调，12 个月后达到上限	3 个月后直接达到上限
实施过程	从 2017 年 10 月开始缩表，2018 年 10 月达到上限，2019 年 5 月放慢缩表，2019 年 8 月停止缩表，比之前预计的停止时间提前 2 个月。	从 2022 年 6 月开始缩表，停止时间尚未确定，鲍威尔之前曾经表示缩表可能持续大约 3 年。

资料来源：FED，国盛证券研究所

图表 3：纽约联储 3 月初调查显示的市场缩表预期

市场参与者对国债缩减规模的预期

Net Change in U.S. Treasury Securities ($ billions)

	Mid-Mar. to end-Mar. 2022	Apr. 2022	May 2022	Jun. 2022	Jul. 2022	Aug. 2022	Sep. 2022
25th Pctl	0	0	0	-30	-50	-60	-60
Median	0	0	0	0	-20	-40	-44
75th Pctl	0	0	0	0	-10	-20	-24

Net Change in U.S. Treasury Securities ($ billions)

	2022 Q4	2023 Q1	2023 Q2	2023 Q3	2023 Q4
25th Pctl	-180	-180	-180	-180	-180
Median	-144	-150	-150	-150	-150
75th Pctl	-120	-135	-135	-135	-135

Net Change in U.S. Treasury Securities ($ billions)

	2024 Q1	2024 Q2	2024 Q3	2024 Q4	2025 Q1	2025 Q2	2025 Q3	2025 Q4
25th Pctl	-180	-180	-180	-150	-150	-129	-120	-120
Median	-135	-150	-140	-115	-100	-90	-80	-75
75th Pctl	-100	-100	-100	-100	-50	0	0	0

市场参与者对MBS缩减规模的预期

Net Change in Agency MBS ($ billions)

	Mid-Mar. to end-Mar. 2022	Apr. 2022	May 2022	Jun. 2022	Jul. 2022	Aug. 2022	Sep. 2022
25th Pctl	0	0	0	-15	-25	-30	-30
Median	0	0	0	0	-15	-20	-20
75th Pctl	0	0	0	0	-5	-10	-15

Net Change in Agency MBS ($ billions)

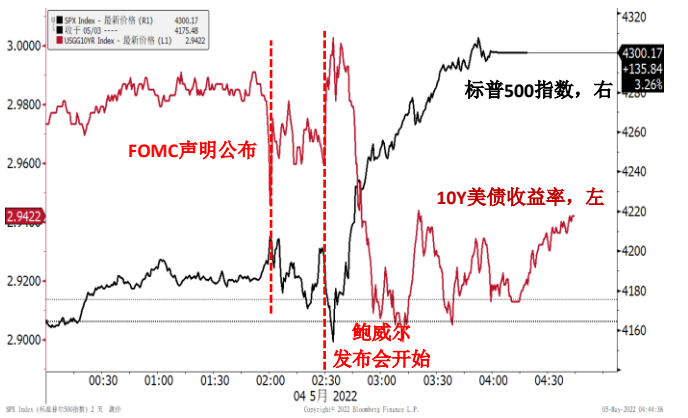
	2022 Q4	2023 Q1	2023 Q2	2023 Q3	2023 Q4
25th Pctl	-90	-90	-100	-100	-90
Median	-72	-84	-84	-90	-90
75th Pctl	-60	-60	-60	-60	-60

Net Change in Agency MBS ($ billions)

	2024 Q1	2024 Q2	2024 Q3	2024 Q4	2025 Q1	2025 Q2	2025 Q3	2025 Q4
25th Pctl	-90	-90	-90	-90	-80	-75	-75	-75
Median	-75	-75	-75	-60	-60	-57	-54	-30
75th Pctl	-60	-60	-60	-30	-10	0	0	0

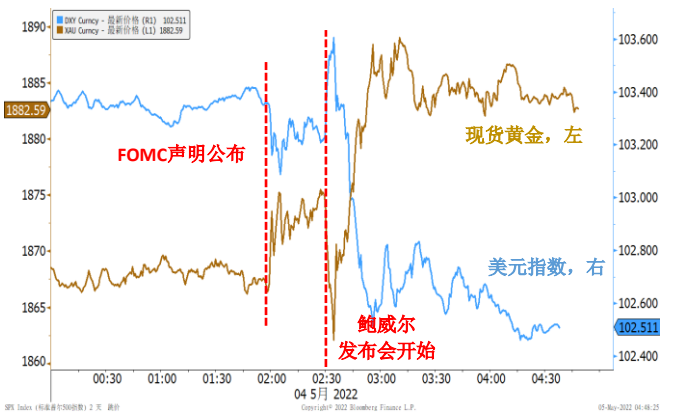
资料来源：纽约联储，国盛证券研究所

图表 4：FOMC 决议公布前后，美股和美债表现



资料来源：Bloomberg，国盛证券研究所

图表 5：FOMC 决议公布前后，美元和黄金表现



资料来源：Bloomberg，国盛证券研究所

图表 6：FOMC 决议公布前后，市场对美联储加息预期的变化

联邦基金利率期货隐含的美联储加息次数

次

注：一次对应25bp

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_41180