专题研究

海外宏观—专题报告

报告日期： 2022 年 05 月 04 日

触及中性利率前紧缩预期仍可能强化

——美联储 5 月议息会议传递的信号

分析师：李超
执业证书编号：S1230520030002
邮箱：lichao1@stocke.com.cn

联系人：林成炜
执业证书编号：S1230120080050
邮箱：linchengwei@stocke.com.cn

相关报告

报告撰写人： 李超

报告导读/核心观点

本月联储加息 50BP 并宣布将于 6 月启动缩表，初始速度 475 亿美元/月，耗时 3 个月时间速度触及 950 亿美元/月的封顶速度。通胀方面，美联储认为除俄乌危机外中国疫情将增加供应链不确定性，短期通胀预期未出现明显改善。综合考虑联储表态以及政策利率回归至中性水平以上的诉求，我们认为后续政策潜在路径为：6、7、9 月加息 50BP，从而使得联邦基金目标利率的区间上限在 Q3 触及 2.5%并超过中性利率；如果未来俄乌冲突激化导致制裁升级，通胀预期回落速度可能不及预期，我们认为在政策利率触及中性水平以前不能完全排除后续议息会议加息 75BP 的可能性；触及中性利率后加息进程将渐进弱化甚至不加息，主要原因是中期选举投票（11 月）可能对加息形成扰动。缩表方面，缩表速度逐步提升至 950 亿美元之后将匀速持续至年底。

❑ **美联储本月加息 50BP 并淡化未来加息 75BP 预期，6 月缩表将正式启动**

利率区间方面，美联储将基准利率区间上调至 0.5%-1.0%区间，加息 50BP，符合我们前期判断和市场预期。逆回购利率与超额准备金利率（IOER）作为利率走廊也整体上调 50BP，符合预期，同样与鲍威尔此前表态一致。同时，本次议息会议指出“未来持续的加息将是合适的操作”。会后声明中，鲍威尔进一步指出未来的几次议息会议“可能还将考虑加息 50BP，但加息 75BP 并非当前委员会积极考虑的事项”，阶段性降低了市场对于未来加息 75BP 的预期。

缩表方面，美联储本月发布《缩表计划》。美联储正式宣布将于 6 月 1 日起启动缩表，初始速度为 475 亿美元/月（300 亿国债+175 亿 MBS），往后速度将在 3 个月后提升至 950 亿美元/月（对应 600 亿国债+350 亿 MBS）。缩表方式为减少国债到期的再投资规模，即自然缩表，不涉及主动抛售。

缩表终点方面，美联储并未给出定量的指引，而是指出当“准备金规模降至合意水平时缩表将会停止。”对于合意水平，联储也并未给出官定的评价标准，我们认为未来需根据美国的流动性状况、财政融资需要以及白宫干预等多项因素对缩表终点进行综合判断，短期来看缩表预计将覆盖 2022 年的剩余时间。

❑ **美联储认为中国疫情将增加供应链不确定性，短期通胀预期尚未出现明显改善**

对于通胀风险方面，本月会议声明中，美联储认为当前供应链不确定性和通胀风险来源有所增加。除了俄乌危机对通胀产生上行风险外，本月声明中认为我国对疫情的管控措施同样增加了供应链不确定性。此外进一步强调联储对通胀风险高度关注。

对于实际通胀本身，鲍威尔认为当前通胀水平过高但未来通胀进一步上行压力将逐步趋缓，核心 PCE 正在筑顶，并没有观测到工资-价格螺旋式上升的明显压力。

对于通胀预期，鲍威尔指出短期通胀预期仍然非常高，暂时没有出现明显变化；

整体来看，本次议息会议联储的态度较市场预期更为鸽派，尤其是加息方面阶段性降低了市场对未来议息会议加息 75BP 的预期。截止报告时 10 年期美债收益率从 3%以上回落至 2.9%，美元从会议声明发布前的 103.5 回落至 102.8；道指和纳指在会议期间涨幅持续扩大并触及 2%以上。

❑ **双目标联储相较经济更关注就业，短期 GDP 下行就业坚挺暂不掣肘紧缩步伐**

美国 Q1 GDP 同比增速 3.6%，环比增速-1.4%，均低于市场预期。展望未来，我们认为全年美国 GDP 同比增速仍将继续面临逐季下行压力（详细请参考前期报告），企业端，本轮补库周期渐进尾声资本开支动力衰减。消费端来看，耐用品消费过去两年被高额财政刺激大幅透支需求；服务型消费已逼近疫前水平，进一步向上修复空间收窄。类滞胀压力下，虽然 GDP 同比增速承压，但美联储双目标制决定其在“滞”上更关注就业而非经济增长。虽然短期经济承压，但经济衰退与失业率上行存在时滞效应，在当前就业市场尚且良好的背景下（预计美国失业率将在下半年筑底上升），经济转弱并不会立刻成为联储加息缩表的掣肘，短期之内联储的超预期紧缩并无明显掣肘；但下半年起需持续观测失业率的变化，可能逐步筑底往上需重点观测白宫和美联储对失业率回升的政策反应。

❑ **预计 6、7、9 月加息 50BP 至中性水平，中性利率前不排除加息 75BP 可能**

综合考虑本次联储表态以及政策利率回归至中性水平（当前中性利率水平为 2.4%）

以上的诉求，**我们认为联储后续政策的潜在路径为：6、7、9 月加息 50BP，从而使得联邦基金目标利率的区间上限在 Q3 触及 2.5%并超过中性利率；如果未来俄乌冲突激化导致制裁升级，通胀预期回落速度可能不及预期，我们认为在政策利率触及中性水平以前不能完全排除后续议息会议加息 75BP 的可能性。触及中性利率后加息进程将渐进弱化甚至不加息，主要原因是中期选举投票（11 月）可能对加息形成扰动。缩表方面，缩表速度逐步提升至 950 亿美元之后将匀速持续至年底。**上述节奏将助于联储实现多重目标：

加息方面，短期之内快速加息有助于通胀预期尽快回落，且美联储可以迅速在 Q3 将政策利率提升至中性利率及以上，从而为后续尤其是中选前货币政策立场的调整留有时间空间。从鲍威尔任期内的决策经验看，白宫的行政意图经常阶段性成为美联储的重要干预因素。下半年通胀压力逐步下行、失业率逐渐抬头的背景下，拜登政府可能在中选压力下有宽货币诉求。但从短期来看，如果未来俄乌冲突激化导致制裁升级，通胀预期回落速度可能不及预期，我们认为不能完全排除后续议息会议加息 75BP 的可能性。

缩表方面，一是可以延缓美债长短端利率倒挂风险，二是缩表可以减少货币供应量也是压低需求和通胀的方式之一，需要指出的是缩表在控通胀和压制需求方面仅仅是作为加息的辅助手段，美联储调整政策立场的主要手段仍是加息（今年发布的货币正常化原则中明确指出）。

- **美债收益率和美元 Q3 仍可能上行，美股短期下行风险缓释**

美债方面，我们维持 10 年期美债收益率 Q3 可能进一步向 3.5%上行的观点。相较我们前期观点虽然短期联储加息节奏小幅平坦化，但如果未来局部通胀上行风险点出现恶化，不排除紧缩预期进一步增强并推动利率向上的可能性（从去年末至今，伴随通胀持续升温，美联储对于历次会议后对于紧缩预期的引导也处于持续增强的过程），10 年美债收益率受紧缩预期驱动可能在 Q3 加息缩表的并行时期最高上行至 3.5%，其中实际利率可能进一步突破 0.5%向 1%迈进（实际利率在 2018 年的加息缩表并行时期最高曾突破 1%）以上，通胀预期可能逐步向 2%的联储合意方向回落。**美元指数方面，**预计短期仍可能进一步上行至 105 附近。**美股方面，**短期紧缩预期小幅回落后下行风险缓释，但未来仍需警惕紧缩超预期对估值端的冲击（不能完全排除后续议息会议加息 75BP 的可能性）。

风险提示：由于美股对企业盈利多度担忧，导致美股崩盘，形成系统性风险担忧，诱发主权债务危机；中国经济超预期下行可能导致美联储加息缩表改变进程。

证券研究报告

1. 重要图表

表 1：美联储官员近期关于中性利率的表述

日期	官员	具体表述
3 月 30 日	堪萨斯联储乔治	美国的中性利率约为 2.5%，美联储在评估加息对经济的影响时，应当以这个利率为目标。
4 月 12 日	美联储理事布雷纳德	美联储今年将迅速将利率提升至中性利率水平。美联储正在通过加息以及缩表有条不紊地收紧货币政策，能够在不破坏劳动力市场的同时降低通胀。
4 月 13 日	美联储理事沃勒	中性利率在 2%-2.25%之间。希望美联储在今年下半年之前将利率提升至接近中性利率的水平，并尽快达到中性利率。
4 月 14 日	纽约联储威廉姆斯	中性利率在 2% - 2.5%之间。加快联邦基金利率向更正常的水平靠拢并推进资产负债表缩表是有意义的。为了遏制高通胀，美联储可能需要将利率提升至高于中性利率的水平，但经济能够承受这种短期利率，并保持增长。

4 月 18 日	圣路斯联储 布拉德	联邦公开市场委员会的首要目标应该是尽快达到约 2.4%的中性利率，并最早在第三季度将利率提升至中性利率以上，同时对通胀施加进一步的下行压力。
4 月 19 日	亚特兰大联储 博斯蒂克	迅速将利率提升至中性利率很重要，但美联储不应加息过快，以免抑制经济增长。中性利率可能在 2%-2.5%之间，到 2022 年年底，美联储可能加息至 1.75%。
4 月 19 日	芝加哥联储 埃文斯	美联储可能会在年底前将利率的目标区间上调至 2.25%-2.5%，如果通胀仍然居高不下，则可能需要进一步加息。利率将在 12 月达到中性利率水平。
4 月 21 日	美联储主席 鲍威尔	在适当的情况下，美联储可能会将利率提升至高于中性利率的水平，以遏制高通胀。
4 月 22 日	克利夫兰联储 梅斯特	希望利率在年底前达到 2.5%的中性利率水平。一旦处于中性利率水平，美联储将可以更好地评估经济。

资料来源：Wind，公开资料整理，浙商证券研究所

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_41185