

总量研究

美联储持续鹰派、剑指通胀

——2022年5月美联储议息会议纪要点评

要点

事件：

美联储5月25日（当地时间）公布了2022年5月FOMC议息会议纪要。纪要显示，大部分与会者同意，在接下来的几次会议中，各加息50bp是合适的，与5月会议声明内容一致。此外，美联储工作人员小幅上调通胀预测，2022年和2023年PCE价格指数分别为4.3%和2.5%。截至5月25日收盘，10年期美债收益率下行1bp至2.75%；标普500指数涨0.95%；道琼斯工业指数涨1.51%；纳斯达克指数涨1.51%。

核心观点：

5月美联储议息会议纪要显示，美联储抗击通胀决心不变，6月和7月议息会议大概率会各加息50bp，与市场预期相符。通胀方面，食品和核心服务价格仍是下半年通胀走势的主要观测项。我们认为，基准情形下，下半年通胀同比缓慢回落，激进的加息预期或已到上限，对美债收益率不构成强支撑。

6月和7月分别加息50bp，符合市场预期

5月议息会议纪要显示，所有FOMC与会者再次肯定了需要采取必要的措施来控制通胀、维持价格稳定的承诺和决心。因此，FOMC应迅速提高联邦基金利率的目标范围，并且缩减美联储资产负债表。大部分与会者认为，在接下来的几次会议中，每次加息50bp应该是合适的。纪要内容与鲍威尔在5月4日新闻发布会中的表述相符。

5月会议纪要透露，因供应链紧缩问题持续、进口价格以及薪资水平的上升，美联储工作人员小幅上调通胀预测，2022年和2023年PCE价格指数将为4.3%和2.5%（3月议息会议中的通胀预测为4%和2.3%）。

现阶段，市场预期美国基准利率在年末将上行至2.5%-2.75%，高于美联储3月时发布的中性利率水平（2.4%），反映市场对加息路径比较激进的预期。向前看，我们认为，基准情形下，下半年通胀同比缓慢回落，加息预期维持稳定。

高通胀不利于经济前景，美债收益率维持区间震荡

5月以来，10年期美债收益率的下行，主要源于对美联储控制通胀的信心修复以及对美债需求的抬升。向前看，我们认为，对美国经济衰退的交易仍未结束。美国经济的三大动能，消费、补库和投资都开始有所放缓，高通胀持续抬升企业成本、挤压居民消费。因此，经济衰退的交易大概率还未结束，美债需求短期内维持韧性，抑制美债收益率上行。

通胀方面，下半年，通胀环比的贡献将主要来自于食品和核心服务通胀。基准情形下，预计下半年通胀环比缓慢回落，CPI同比增速在年末落至6.4%，激进的加息预期或已到上限，对美债收益率不构成强支撑。悲观情形下，供应链紧缩和劳动力短缺问题持续，通胀回落速度慢于预期，预计CPI同比增速将在2季度维持在8%左右水平，或将进一步增强加息预期，提振美债收益率。

风险提示：通胀超预期致美联储收紧政策；通胀超预期导致美国经济快速下行。

作者

分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002

010-56513108

gaoruidong@ebsecn.com

联系人：陈嘉荔

021-52523828

chenjiali@ebsecn.com

相关研报

美联储与财政部，如何配合穿越危机——美联储观察系列八兼光大宏观周报（2022-04-23）

通胀不息，加息不止，缩表将近——2022年3月美国CPI数据点评（2022-04-13）

缩表将近，加息不止——2022年3月美联储议息会议纪要点评（2022-04-07）

美国非农维持强劲，加息前置势在必行——2022年3月美国新增非农数据点评（2022-04-02）

近期美债收益率跳升的三大原因——《美联储观察》系列第七篇（2022-03-27）

中美四次交锋：中方呼吁和平，美方关心利益——《大国博弈》系列第十八篇（2022-03-22）

下调经济预期，美联储最鹰时刻已过——2022年3月美联储议息会议点评（2022-03-17）

俄乌冲突推升油价，美联储如何抉择？——2022年2月美国CPI数据点评（2022-03-11）

目 录

一、	6 月和 7 月分别加息 50bp 符合预期	3
二、	高通胀不利于经济前景，美债收益率维持区间震荡	4
三、	风险提示	7

图目录

图 1:	5 月 1 日至 5 月 24 日，通胀预期下行，实际收益率上行	4
图 2:	2022 财年 Q2 投标人主要以直接和间接投标人获配比例上升，显示实际需求较强	5
图 3:	自 2022 年 3 月起，居民月度额外储蓄落入负值	6
图 4:	截至 4 月，美国零售环比增速连续第三个月回落	6
图 5:	制造商库存已处于历史高位	6
图 6:	补库领先指标都已触顶回落，显示补库持续性不强	6
图 7:	基准情形下，2022 年全年通胀水平约在 7.6%	7
图 8:	基准情形下，2022 年全年核心 CPI 约在 5.9%	7

一、6月和7月分别加息50bp符合预期

美联储抗击通胀决心不变

5月议息会议纪要显示,所有FOMC与会者再次肯定了需要采取必要的措施来控制通胀、维持价格稳定的承诺和决心。因此,FOMC应迅速提高联邦基金利率的目标范围,并且缩减美联储资产负债表。大部分与会者认为,在接下来的几次会议中,每次加息50bp应该是合适的。纪要内容与鲍威尔主席在5月4日新闻发布会中的表述相符。

“(FOMC participants) reaffirmed their strong commitment and determination to take the measures necessary to restore price stability”。

“(Most participants) judged that 50 basis point increases in the target range would likely be appropriate at the next couple of meetings.

另外,纪要透露,FOMC委员会与市场的沟通,有效地调整了市场对于美联储未来政策走向的预期,使得市场预期与美联储对政策前景的评估保持一致。可以看到,5月17日,美联储主席鲍威尔在华尔街日报的访谈中再次提到,美联储需要看到通胀实质性的回落,而不是小幅的变动,并且,美联储很有可能在6月和7月的会议中,各加息50bp。

This is not a time for tremendously nuanced readings of inflation...We need to see inflation coming down in a convincing way. Until we do, we'll keep going.”

PCE价格指数在2022年和2023年分别上修至4.3%和2.5%

每一次议息会议中,美联储工作人员(Fed staff)都会阐述其对经济的分析和展望。5月会议纪要透露,因供应链紧缩问题持续、进口价格以及薪资水平的上升,美联储工作人员小幅上修通胀预测,2022年和2023年PCE价格指数分别上调至4.3%和2.5%(3月议息会议中的预测值为4%和2.3%)。

美联储官员对通胀的看法与工作人员的预期较为一致,并且,纪要显示,一些(some)与会者强调,持久的高通胀可能会导致长期通胀预期脱锚,进而导致控制通胀变得更加困难。

“(some participants) emphasized that persistently high inflation heightened the risk that longer-term inflation expectations could become unanchored; in the case, the task of returning inflation to 2% would be more difficult.”

因此,现阶段,控制通胀仍是美联储的首要任务,而市场对美联储紧缩路径的预期,也将基于通胀的表现。若通胀的变化持续超预期,则将进一步增强美联储加息预期。

现阶段,市场预期美国基准利率在年末将达到2.5%-2.75%,高于美联储3月时发布的中性利率水平(2.4%),反映了市场对加息路径比较激进的预期。向前看,我们认为,基准情形下,下半年通胀同比缓慢回落,加息预期维持稳定。

缩表将于 6 月 1 日启动，符合市场预期

FOMC 决定在 6 月 1 日开始，减少其持有的国债、机构债务以及 MBS，缩表路径将依据《缩减美联储资产负债表规模计划》。其中，FOMC 将通过调整 SOMA 账户（系统公开市场账户）中持有的、本金偿付后的再投资金额来进行缩表（adjusting the amounts reinvested of principal payments received from securities held in the SOMA）。

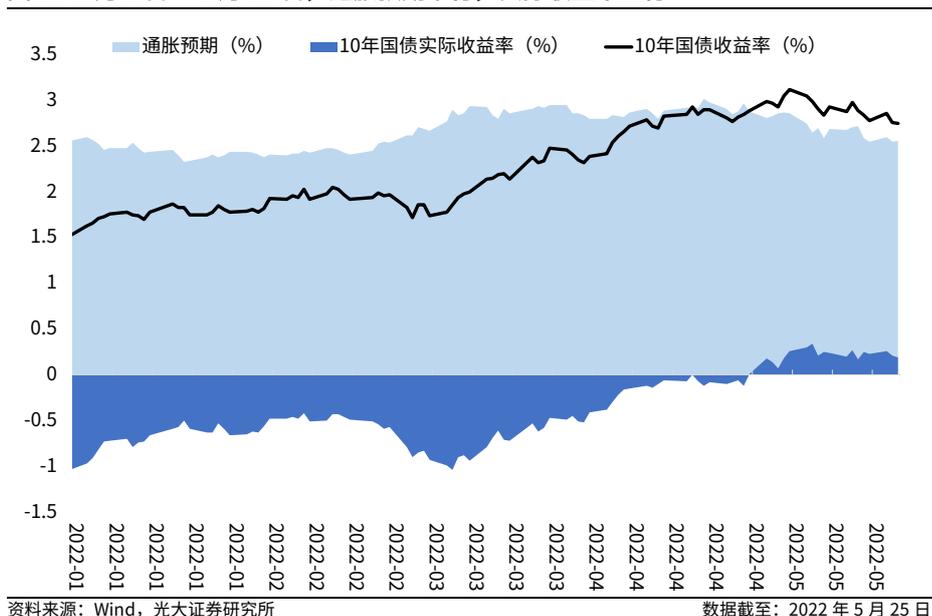
国债方面，最初每月的缩减上限为 300 亿美元，三个月后（9 月开始）将增加到每月 600 亿美元，如果当月到期的债券规模低于所设定的月度上限，缩表将包括短期美债（bills）。机构债务和 MBS 方面，最初每月缩减的上限为 175 亿美元，3 个月后将增加到每月 350 亿美元。我们预计，缩表开启后的第一年，缩减规模最多可达 9975 亿美元。

二、高通胀不利于经济前景，美债收益率维持区间震荡

5 月以来，10 年期美债收益率的下行，主要源于对美联储控制通胀的信心修复以及对美债需求的抬升。通过对 10 年期美债收益率的拆分，可以看到，5 月 1 日至 5 月 25 日，10 年期美债收益率下行 24bp，其中，盈亏平衡通胀率下行 25bp，实际收益率上行 1bp。也就是说，10 年期美债收益率的下行，一方面是源于通胀预期的下行，即市场对美联储控制通胀的信心在修复；另一方面，美股市场对经济衰退的交易，叠加美债较高的收益率，导致资金向美债倾斜，抑制美债收益率上行。

向前看，我们认为，美债收益率因市场对美债需求较强，在短期内仍有小幅下行空间，但中长期看，美联储货币政策维持紧缩状态，叠加通胀压力仍然较高，预计美债收益率维持 2.6%-3.2% 区间震荡。

图 1：5 月 1 日至 5 月 24 日，通胀预期下行，实际收益率上行



美国 2022 年财年 2 季度，美债需求相较于 1 季度有较强的反弹。美国财政部在 5 月 4 日公布了季度再融资公告，公告中包含了美债在 2 季度的投标人情况。可以看到，相较于 1 季度，2 季度总体付息国债的投标人分配到的份额中，一级交易商占比有所下降，而直接投标人分配到的份额从 18%上行到 18.7%，间接投标人分配到的份额从 59.9%上行到 64.6%。一级交易商是法定的拍卖参与者，法律规定，任何未被消化的份额都须由一级交易商买入。因此，一级交易商在投标人分配中占比过高通常被视为负面消息，因为这意味着实际需求疲软。

直接投标者指任何非一级交易商的金融机构直接参与拍卖，包括养老基金、对冲基金、保险公司、银行、政府等；间接投标者则包括通过中介机构，间接购买的投标人，包括外国央行和国际货币当局。而直接和间接投标者的需求是显示实际需求的指标，因此这两者较高的获配比例也是需求旺盛的体现。那如何理解美债需求走强的现象呢？

图 2：2022 财年 Q2 投标人主要以直接和间接投标人获配比例上升，显示实际需求较强

一级交易商 (%)	一级交易商		直接投标人		间接投标人	
	2022Q1	2022Q2	2022Q1	2022Q2	2022Q1	2022Q2
2年国债	26.9	20.0	18.0	17.7	55.0	62.4
3年国债	30.4	23.1	18.3	15.0	51.2	61.9
5年国债	21.6	16.1	16.0	18.2	62.4	65.7
7年国债	18.3	12.5	20.8	25.0	60.9	62.5
10年国债	13.3	12.5	16.4	16.9	70.3	70.5
20年国债	18.3	14.5	18.5	21.0	63.2	64.5
30年国债	19.5	14.8	17.1	17.1	63.5	68.0
总体国债	22.1	16.8	18.0	18.7	59.9	64.6

资料来源：美国财政部，光大证券研究所 注：2022 财年 Q1 包含 2 月至 4 月数据；2022 财年 Q2 包含 5 月至 7 月数据。

一方面，市场对美国经济衰退的预期，导致资金正在逐步从美股撤出，转向美债；另一方面，美债收益率现在远高于 S&P 股息率。截至 5 月 24 日，10 年美债收益率为 2.76%，S&P500 股息率为 1.57%，利差近 120bp，使得美债较美股来说，极具吸引力。

向前看，我们认为，对美国经济衰退的交易仍未结束。美国经济的三大动能，消费、补库和投资都开始有所放缓。高通胀持续抬升企业成本、挤压居民消费。因

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_42340

