

宏观点评

2022年5月26日

美联储坚定加息，但鹰群中有鸽

美联储会议纪要点评

核心内容：

- **未来两次加息均为 50bps：** 大多数票委认为 6、7 月 FOMC 会议分别加息 50bps 较为合适。美联储调整了 3 月份公布的 PCE 通胀预期，2022 年预期维持 4.3% 不变，2023 年由 3 月公布的 2.7% 调整为 2.5%，2024 年由 2.3% 调整为 2.1%。美联储一直声称将依照相关经济数据做出决定，所以近期市场的震荡可能使美联储官员对 9 月份继续大幅加息三思。另外美联储多数官员倾向于 6、7 月连续加息可能也在为后期政策调整留出空间。
- **美联储对经济仍然乐观：** 对经济的乐观源于消费和固定资产投资数据的上行以及劳动市场的紧凑。从环比增速拆分来看，消费将 GDP 环比向上拉动了 2.09%，且服务消费旺盛；主要的拖累项是净出口的-3.23%，而净出口的下滑主要是源于进口的大幅上涨，这侧面印证了美国内需的旺盛。4 月失业率为 3.6%，新增非农就业人数也维持在 40 万以上，可以说已经完全实现了美联储的就业最大化目标。
- **控制通胀是货币政策的首要任务：** 美联储认为持续高企的通胀反映了持续的供需不平衡、高能源价格和更广泛的价格压力，同时俄乌冲突和中国的防疫政策也可能增加物价压力；通胀已经远超其 2% 的长期目标，并开始侵蚀美国家庭的实际收入和财富并影响未来的生产和投资计划。如同鲍威尔所强调，控制通胀已经成为货币政策的首要任务。
- **劳动市场供不应求：** 劳动市场中存在供需不平衡，需求远超供给，美联储在商界的联系人表示雇佣并留住劳工变得越来越困难。就业增长依然强劲，失业率达到了 50 年来的低点，离职率和职位空缺很高，同时名义工资在快速上行。通胀可能威胁就业最大化，而劳动市场的紧凑又在恶化通胀，所以加息抑制通胀是主旋律。
- **市鸽派声音需要等待：** 无论是当前 0.75%-1% 的政策利率还是 10 年国债所反映的市场预期都与泰勒规则下限的 3.5% 目标相差较远，通胀控制仍意味着迅速追赶目标利率。所以当前美联储 9 月继续紧缩的可能性仍然不小，但如果金融市场和经济数据在之前出现大的震荡，鹰群内的鸽声会变大从而影响美联储的加息决定。

分析师

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515030003

特别感谢：

于金潼

5月25日公布的本月FOMC会议纪要并没有许多超预期的内容，大部分已经在鲍威尔等美联储官员的前瞻性引导中披露，重点内容如下：

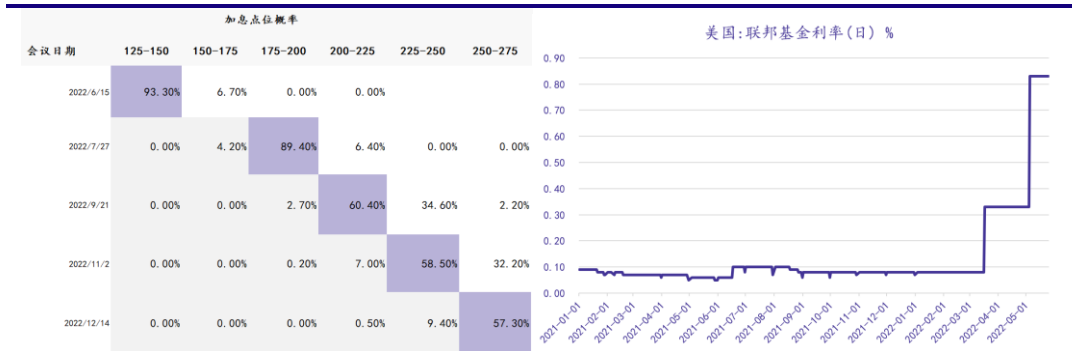
一、未来两次加息均为 50bps

联邦利率期货对5月加息预期为50bps，问卷显示接下来两次会议预期加息均为50bps，明年中期的预期目标利率中值上升125bps至3.13%。国债和长期私人债务利率上行，30年定期房贷利率超过5%，为10年来新高。市场数据和问卷显示通胀将在接下来几年回落，但市场对美联储为将通胀控制在2%而超预期紧缩较为警惕。货币市场利率上行，这导致市场对超短期投资需求增多，隔夜逆回购(ON RRP)的使用显著上行，但长期可能随缩表回落。

由于鲍威尔和其他委员前期的讲话以及缩表计划的披露，6月份加息50bps已经被市场充分预期，7月也有前瞻性指引，不确定性主要集中在9月份的FOMC会议。根据CME利用期货市场数据计算的加息预期，市场当前认为6、7月份加息50bps确定性很高，而9月份可能继续加息25bps。

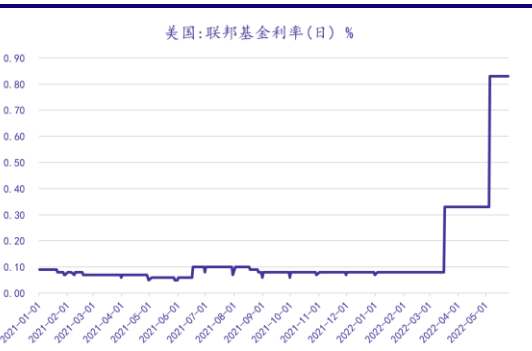
5月会议的参与者立场整体偏鹰派，但值得注意的是美联储调整了3月份公布的PCE通胀预期，2022年预期维持4.3%不变，2023年由3月公布的2.7%调整为2.5%，2024年由2.3%调整为2.1%。虽然美联储声称调整计入了工资和进口价格上涨等因素，但未来通胀预期的下调，结合亚特兰大联储博斯蒂克在本周表示应当注意加息的速度并评估对经济的影响，暗示美联储内部鸽派声音浮现；此前一直十分鹰派的圣路易斯联储布拉德也在5月20日表示考虑在控制住通胀后于2023和2024降息，态度略微缓和。美联储一直声称将依照相关经济数据做出决定，所以近期市场的震荡可能使美联储官员对9月份继续大幅加息三思。另外美联储多数官员倾向于6、7月连续加息可能也在为后期政策调整留出空间。

图 1: CME 加息预期 (%)



资料来源: CME Fedwatch, 中国银河证券研究院整理

图 2: 联邦基金利率上行 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

二、美联储对经济仍然乐观

美联储认为美国 2022 年一季度环比负增长主要是由于净出口和库存投资下滑，而私人最终需求旺盛。劳动参与率 3 月份上行，空缺岗位增加，雇佣成本指数增长快于从前。实际个人消费支出和住房投资保持增长，商业固定资产投资增速在一季度迅速上涨。随着 2、5、10 年国债收益率上行，房贷固定利率也相应的上涨，会在一定程度压制美国经济，但仍然需要时间。商业、工业和房地产贷款以及信用卡贷款增长良好。家庭和商业杠杆率温和。

表 1: 美联储 FOMC 会议重点:

2022-03 FOMC 会议重点	2022-05 FOMC 会议重点
<p>经济和就业状况</p> <p>1. 经济活动和就业指标持续增强; 新增岗位近几个月保持强势, 失业率显著下降; 经济预测显示 FOMC 委员对坚实经济增长有信心</p> <p>2. Omicron 变种传播迅速, 但在一个月中确诊病例已经大幅减少, 造成的经济影响温和且短暂</p> <p>3. 俄乌冲突为美国经济前景带来巨大不确定性, 但其影响主要包括加剧通胀上行压力和拖累经济活动</p>	<p>1. 虽然一季度整体经济活动因进出口和库存下滑而小幅下行, 家庭消费和企业固定资产投资保持强劲; 新增岗位近几个月保持强势, 失业率显著下降, 劳动市场当前供给不足</p> <p>2. 中国由于疫情进行的局部封锁可能会加剧供给侧问题</p> <p>3. 俄乌冲突为美国经济前景带来巨大不确定性, 主要包括加剧通胀上行压力和拖累经济活动</p>
<p>通胀</p> <p>1. 通胀超过 2% 的长期目标</p> <p>2. 总需求强劲但供给端限制了生产; 由于国内外疫情等因素扰动, 对供给端的干扰比预计的影响更大、时间更久</p> <p>3. 俄乌冲突导致大宗商品价格, 尤其是原油和其他能源价格上涨, 也将增大通胀压力</p>	<p>1. 通胀已经过高 (much too high), 维持强劲的就市场首先需控制通胀</p> <p>2. 供给端的干扰比预计的影响更大、时间更久; 俄乌冲突导致的原油和商品涨价以及中国因疫情进行的封锁将加剧通胀压力</p> <p>3. 劳动市场供需不平衡, 其紧张状况和工资上涨将持续一段时间</p>
<p>货币政策</p> <p>1. 联邦基金利率增加 25bps 至 0.25%-0.5%</p> <p>2. 对 2022 年底的合适利率, FOMC 预测的中位数是 1.9%; 对未来两年利率的预测中位数为 2.8%</p> <p>3. FOMC 将在下次会议上宣布开始缩表的时间和计划 (预计上限为 600 亿国债+350 亿 MBS)</p>	<p>1. 联邦基金利率增加 50bps 至 0.75%-1%, 目标区间内继续上调利率是合适的</p> <p>2. 6 月 1 日起开始缩表, 起始规模为 300 亿国债+175 亿 MBS, 并在三个月后 (9 月) 增加到 600 亿国债+300 亿 MBS</p> <p>3. 一次性加息 75bps 暂时不在考虑范围内, 未来几次会议更可能考虑 50bps 的加息, 货币政策仍取决于相关数据</p> <p>4. 美联储当前首要注意力集中在将通胀重新带回 2% 的目标</p>

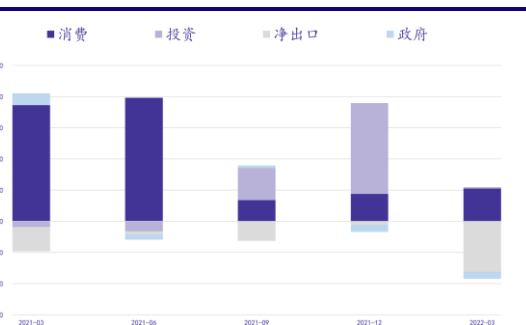
资料来源: Fed, 中国银河证券研究院整理

美联储对经济的乐观源于消费和固定资产投资数据的上行以及劳动市场的紧凑。虽然一季度 GDP 环比下行 1.5%, 但从环比增速拆分来看, 消费将 GDP 环比向上拉动了 2.09%, 且服务消费旺盛; 主要的拖累项是净出口的-3.23%, 同时投资环比拉动为 0.1%, 低于 21 年四季度的 5.82%, 政府支出则由于财政刺激的减少而下行。净出口的下滑主要是源于进口的大幅上涨 (不变价折年环比增 12.4%), 这侧面印证了美国内需的旺盛。投资虽然整体增速放缓, 但主要是受到存货的拖累, 固定资产投资对 GDP 环比增速拉动实际为 1.18%。综合来看, 消费和投资表现良好, 经济短期下行压力不大。关乎民生的劳动市场也十分紧凑, 4 月失业率为 3.6%, 新增非农就业人数也维持在 40 万以上, 可以说已经完全实现了美联储的就业最大化目标。

图 3: ECR1 领先指标仍然较高



图 4: 美国一季度 GDP 环比增速拉动拆分 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

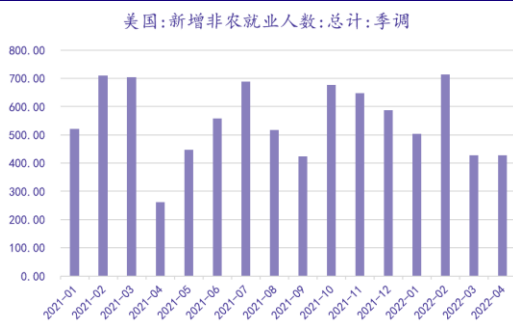
三、控制通胀是货币政策的首要任务

物价方面，美联储认为持续高企的通胀反映了持续的供需不平衡、高能源价格和更广泛的价格压力，同时俄乌冲突和中国的防疫政策也可能增加物价压力。另一方面，供应链问题的逐渐缓解以及疫情相关的财政政策的退出有利于在中期减缓通胀压力。美联储承认通胀已经远超其 2% 的长期目标，并开始侵蚀美国家庭的实际收入和财富并影响未来的生产和投资计划，市场对通胀的预期也在不断上行。综合海外和劳动市场的情况，一些与会者认为现在判断通胀已经见顶回落为时尚早。如同鲍威尔所强调，控制通胀已经成为货币政策的首要任务。

四、劳动市场供不应求

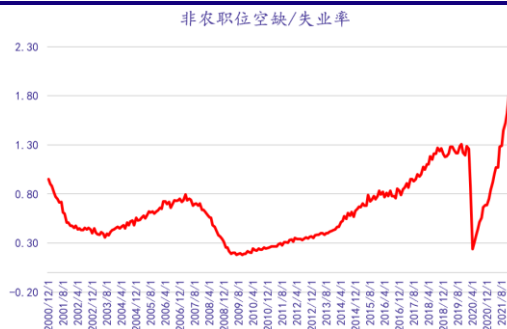
劳动市场中存在供需不平衡，需求远超供给，美联储在商界的联系人们表示雇佣并留住劳工变得越来越困难。就业增长依然强劲，失业率达到了 50 年来的低点，离职率和职位空缺很高，同时名义工资在快速上行。大多与会者认为劳动市场的紧凑的名义工资的上涨将持续一段时间。如同之前所讨论的，就业市场火热的可能也在为通胀添砖加瓦，由于当前最大就业条件已经满足，美联储的核心关注点就是通胀。

图 5：新增非农就业人数强劲（千人）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 6：美国就业市场已经十分紧凑



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

五、鸽派的声音需要等待，这是衰退和通胀的赛跑

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_42568



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>