



宏观研究

【粤开宏观】四十年一遇的通胀和加息周期：美联储 5 月议息会议点评

2022 年 05 月 05 日

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001
电话：010-83755580
邮箱：luozhiheng@y kzq.com

分析师：方堃

执业编号：S0300521050001
电话：010-83755575
邮箱：fangkun@y kzq.com

近期报告

《【粤开宏观】疫情影响未充分显现，二季度经济或面临更大下行压力》2022-04-18

《【粤开宏观】财政已明显发力，疫情对财政的冲击将在二季度体现：一季度财政数据点评》2022-04-21

《【粤开宏观】人民币汇率快速贬值 特征、原因、展望与央行干预》2022-04-26

《【粤开宏观】逐句解读 429 中央政治局会议》2022-04-29

《【粤开宏观】冰封的土地市场和土地财政：解冻需调整房地产调控举措》2022-05-02

事件

当地时间 5 月 4 日，美联储公布利率决议，即日起加息 50bp，同时宣布自 6 月起开始缩减资产负债表，基本在市场预期之内。鲍威尔讲话提振市场，纳指、标普 500 指数收涨超 3%，10 年期美债利率最高回落 10bp，美元指数回落。

摘要

1、政策决议：5 月议息会议首次加息 50bp，大幅加息主要是由于通胀超预期和劳动力市场强劲。6 月开始每个月缩表 475 亿美元，9 月开始每个月缩表 950 亿美元，缩表主要是为了配合加息提高实体融资成本，抑制总需求和通胀预期。

2、会议声明：本次会议声明基调平稳，加息和缩表选择基本符合预期，新增经济风险和供应链风险的表述。关于经济风险的篇幅有所增多，一是淡化美国经济衰退风险，二是新增俄乌冲突和中国疫情对全球供应链风险，三是强调高度关注通货膨胀风险，显示经济的不确定性增加，意味着美联储未来的政策还将保持灵活性，美联储未来紧缩的节奏可能会跟随经济数据调整。

3、答记者问：鲍威尔答记者问整体基调鹰派不及预期，安抚了对经济放缓和通胀失控的担忧，强化了对未来经济增长的信心，弱化了美联储紧缩对经济的负面影响。

5 月议息会议前金融市场波动加剧，10 年期美债收益率突破 3%、美股出现连续调整。鲍威尔讲话打消市场对滞胀的担忧，排除加息 75bp，提振了市场风险偏好，体现在股债双强，美元走弱。美股从基本平盘开始大幅反弹，美债 10 年期利率一度从 3.0% 下行至 2.91%，美元指数回落。

4、尽管短期加息和缩表靴子落地，但我们认为美国高通胀压力仍将贯穿全年，史无前例的加息周期还将成为金融市场波动的来源，美债利率还将在实际利率的推动下继续上行。

高通胀正在加速全球加息周期，全球低通胀、低利率时代或将远去。过去支撑全球低通胀的和平红利、经济全球化红利、人口红利、环境成本红利等因素正逐步消退，未来政治军事格局、劳动力短缺、逆全球化、碳中和四大长期因素将支持通胀中枢抬升，利率水平也将随之抬升。

10 年期美债利率或将继续向上突破。一是技术上仍有上行动能。当前美债 10 年期利率已经连续上行，突破了 1990 年以来的趋势线上轨。二是实际利率推动美债利率上行。美债 10 年期实际利率有望回升 1% 以上，在通胀预期相对平稳的前提下，有望拉动美债利率继续上行。三是政策上美联储启动缩表，市场上长期美债的需求将减少，缩表将加快长端利率上行。



风险提示：俄乌冲突加剧经济滞胀风险；美联储紧缩引发流动性危机

目 录

一、政策决议：5月加息 50bp，6月启动缩表，每月缩减上限 475 亿，三个月后翻倍.....	4
二、会议声明：风险增多，加息 50bp 或将常态化，缩表速度更快.....	5
三、答记者问：打消滞胀担忧，排除加息 75bp，金融市场大幅反弹.....	7
四、全球低通胀、低利率时代或将远去，美债利率或将上行突破 3.5%.....	8

图表目录

图表 1：美联储自 2000 年 5 月以来首次加息 50bp.....	4
图表 2：预计美联储 2022 年缩表 5225 亿美元，2023 年缩表 1.14 万亿美元.....	5
图表 3：2022 年 5 月和 3 月会议声明比较.....	5
图表 4：当前缩表与 2017-19 年缩表的比较.....	6
图表 5：鲍威尔答记者问后主要大类资产表现.....	7
图表 6：美联储历次加息周期与经济衰退没有必然关联.....	8
图表 7：美国 CPI 中枢预计难以回归常态.....	9
图表 8：发达市场国债利率 3 月开始大幅上行.....	9
图表 9：美债实际利率拉动名义利率上行.....	10



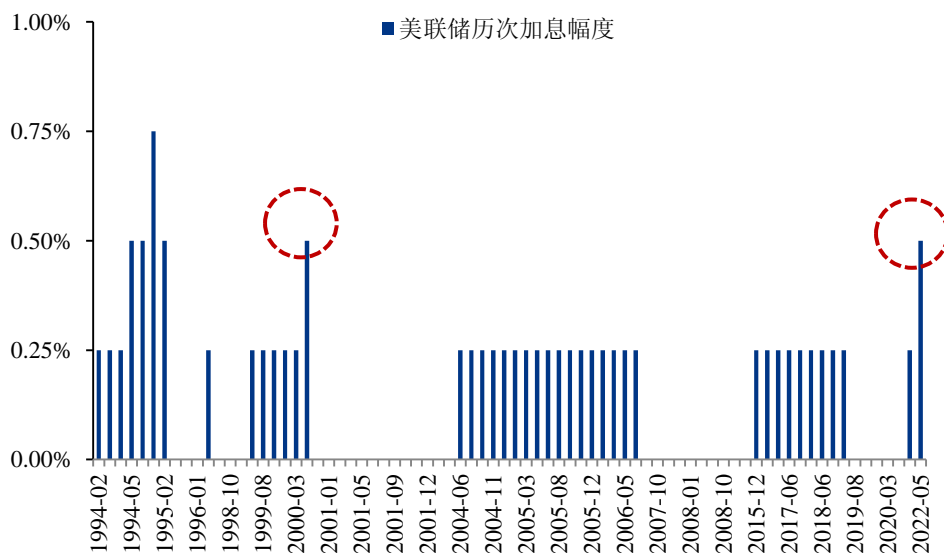
一、政策决议：5月加息50bp，6月启动缩表，每月缩减上限475亿，三个月后翻倍

5月会议的政策决议聚焦在加息幅度和缩表的实施路径，基本在市场预期之内。

5月加息50bp，未来还会快速加息。美联储宣布将联邦基金利率目标区间由0.25-0.5%升至0.75-1.0%，加息幅度达50bp，是2000年5月以来首度一次加息50bp，也是2006年以来首次连续两次会议加息。

美联储加息50bp是由于当前美联储充分就业目标基本实现、通胀则远超目标。一是3月美国CPI同比8.5%，再创1982年以来的新高，国际原油价格维持运行在100美元上方，核心通胀超预期；二是3月非农就业数据十分强劲，劳动力参与率继续抬升，失业率下行至3.6%，接近疫情前的3.5%。

图表1：美联储自2000年5月以来首次加息50bp



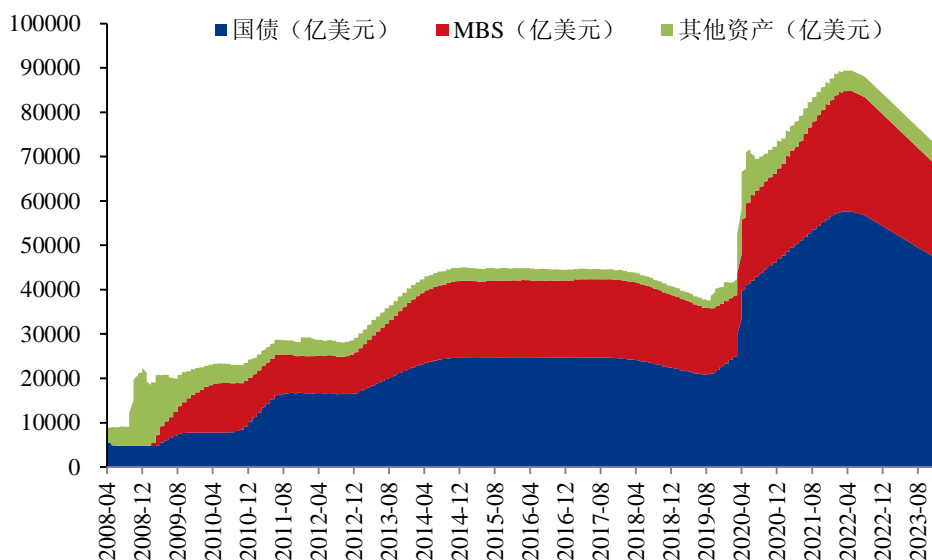
资料来源：美联储、粤开证券研究院

6月开启缩表，逐步加速。缩表速度的限额设置为每个月减持950亿美元，包括600亿美元美债和350亿美元MBS。缩表设置三个月的过渡期，即6-8月缩表的速度减半，每个月减持475亿美元，9月开始正常速度缩表。

加息缩表同步推进，一是当前通胀高企，需要加息和缩表配合来有效提高实体融资成本，抑制总需求和通胀预期；二是当前过剩流动性较为充裕，为缩表可能造成的冲击提供了缓冲。目前美联储隔夜逆回购账户还有近1.6万亿美元的规模，反映出金融体系内还存在大量过剩流动性，因此加快缩表短期内不会对流动性造成太大扰动。



图表2：预计美联储 2022 年缩表 5225 亿美元，2023 年缩表 1.14 万亿美元



资料来源：美联储、粤开证券研究院

二、会议声明：风险增多，加息 50bp 或将常态化，缩表速度更快

本次会议声明基调平稳，加息和缩表选择基本符合预期，新增经济风险和供应链风险的表述。

1、关于经济风险，声明的篇幅有所增多，显示经济的不确定性增加，意味着美联储未来的政策还将保持灵活性，未来紧缩节奏可能会跟随经济数据调整。

一是淡化美国经济衰退风险，虽然一季度 GDP 环比下滑，但是美联储强调家庭消费和企业投资依然强劲（strong）。

二是新增全球供应链风险。声明新增中国疫情对全球供应链的影响，给全球供应链带来新的扰动。对俄乌冲突描述删除“在短期内”，表明俄乌冲突有长期化的倾向，地缘冲突局势与衍生的贸易制裁会给经济带来持续不确定性。

三是强调高度关注通胀风险，“highly attentive to inflation risks”。影响通胀的不确定因素增多，防止通胀根深蒂固的难度增大，抗通胀是美联储最为重要的目标。

2、关于加息，票委一致同意加息 50bp，持续加息立场不变。近期多位美联储票委的表态偏鹰派，讨论了加息 75bp 的可能。本次会议加息幅度 50bp，连最为鹰派的票委布拉德，也投了赞成票。这反映出一方面美联储大幅加息抗通胀的决心，另一方面还要兼顾经济面临的不确定性，避免加息过快给市场带来恐慌，扰乱市场主体的预期。美联储未来加息路径的立场未变，本次声明沿用了上次会议声明中“持续加息是合适的”的表述，加息 50bp 或将常态化。

图表3：2022 年 5 月和 3 月会议声明比较

	2022 年 3 月会议声明	2022 年 5 月会议声明
利率	随着货币政策立场的适当收紧，预计通胀将回到 2% 的政策目标，劳动力市场将保持强劲。将联邦基金利率的目标区间提高至	随着货币政策立场的适当收紧，预计通胀将回到 2% 的政策目标，劳动力市场将保持强劲。将联邦基金利率的目标区间提高至



	2022年3月会议声明	2022年5月会议声明
	0.25-0.5%，并预计继续加息是适当的	0.75-1.0%，并预计继续加息是适当的
缩表	预计在即将召开的会议上开始减少其持有的国债、机构债务以及MBS	6月开始，按缩表计划减少美联储持有的国债、机构债务以及MBS
经济	经济活动指标和就业指标持续增强，近几个月就业的增加一直很强劲，失业率大幅下降。	尽管整体经济在第一季度略有下降，但家庭消费支出和就业，企业固定资产投资依然强劲。近几个月就业的增加一直很强劲，失业率大幅下降。
风险	俄乌冲突正在造成巨大的人道与经济困难。这对美国经济的影响非常不确定，但在短期内，相关事件可能会对通胀造成额外的上升压力，并对经济活动产生影响。	俄乌冲突正在造成巨大的人道与经济困难。这对美国经济的影响非常不确定。俄乌冲突和相关事件可能会对通胀造成额外的上升压力，并可能对经济活动产生影响。此外，中国新冠病毒相关的封锁可能会加剧供应链中断。委员会高度关注通货膨胀风险。
投票	布拉德反对，认为应该加息50bp	一致同意

资料来源：美联储、粤开证券研究院

3、关于缩表，明确了从6月初开始减持国债和MBS。与上一轮缩表周期相比，两轮缩表均采用被动缩表方式，均设置量化上限指标，都是分阶段实施的可预期的路径。根据美联储与会议声明一同发布的缩表计划，本轮缩表还具有三个明显的特征。

一是本轮缩表更早启动。2022年6月启动缩表距离3月首次加息仅仅间隔一次会议；2017年启动缩表距离首次加息间隔近两年。

二是本轮缩表路径更快。本轮缩表将在三个月内从每月475亿美元增加到950亿美元；而上次缩表历经一整年时间才达到每月500亿美元的最大缩表速度，2017年四季度缩表100亿美元开始，之后每季度增加100亿美元，直到2018年10月达到最高速度。

三是本轮缩表资产降幅更大。按照当前缩表计划，2022年美联储资产负债表缩减规模将超过5200亿美元，2023年削减规模达到1.1万亿美元以上。上一轮缩表美联储资产负债表规模减少了约6500亿美元，历经两年，从4.5万亿美元降至略高于3.8万亿美元。

图表4：当前缩表与2017-19年缩表的比较

	2022年缩表	2017-19年缩表
缩表起点	资产负债表：8.9万亿美元 国债持仓：5.8万亿美元 MBS持仓：2.7万亿美元	资产负债表：4.5万亿美元； 国债持仓：2.47万亿美元 MBS持仓：1.75万亿美元
初始缩表	每月缩减国债300亿美元； MBS 175亿美元	每月缩减国债60亿美元 MBS 40亿美元
提速过程	2022年6月：每月减持475亿美元 隔三个月增加一倍 最高达到每月减持950亿美元	2017年10月：每月减持100亿美元 每三个月扩大100亿美元 2018年10月：每月减持500亿美元

资料来源：美联储、粤开证券研究院



三、答记者问：打消滞胀担忧，排除加息 75bp，金融市场大幅反弹

5 月议息会议前金融市场波动加剧，10 年期美债收益率突破 3%、美股出现连续调整。一方面货币紧缩预期持续加码，PCE 通胀再创新高；另一方面一季度 GDP、制造业 PMI 等经济数据不及预期，市场有一定的滞胀担忧。

鲍威尔答记者问整体基调鹰派不及预期，安抚了市场对经济放缓和通胀失控的担忧，强化了对未来经济增长的信心，弱化了美联储紧缩对经济的负面影响。

鲍威尔讲话提振了市场风险偏好，体现在股债双强，美元走弱。 美股从基本平盘开始大幅反弹，美债 10 年期利率一度从 3.0% 下行至 2.91%，美元指数回落。

图表5：鲍威尔答记者问后主要大类资产表现



资料来源：wind、粤开证券研究院

一是定义“合适的”加息幅度，接下来几次会议将选择加息 50bp，基本排除加息 75bp 的可能。 鲍威尔开篇定调通胀已经“太高了”，但并未采取加息 75bp 的激进政策，接下来几次会议台面上的政策选项加息 50bp，这缓解了市场对紧缩的担忧。尽管近期多位 FOMC 票委谈及加息 75bp，但 5 月落地的依然是加息 50bp，表明当前经济与金融条件是合乎美联储预期的，接下来 6 月、7 月议息会议只要通胀不再超预期，那么加息 50bp 就是“合适的”。关于市场关注的加息的终点，鲍威尔给出了中性利率 2-3% 的模糊区间，强调中性利率是美联储的估计值，目前距离中性利率还很远，将在达成中性利率之后再决定加息的终点。

二是淡化经济放缓压力，对经济软着陆保持乐观。 记者最先问及当前的经济和就业形势，未来连续加息是否会导致经济下行。首先，鲍威尔明确当前经济形势的信心，一季度经济增长风险不足虑，主要可能是财政补贴退坡的影响，目前没有任何迹象表明经济接近衰退。然后，美联储淡化未来加息的负面影响，考虑到居民和企业仍有现金和超额储蓄，金融状况较为稳健，并且劳动力市场供不应求，美国经济增长仍有韧性，鲍威尔认为具备实现经济软着陆的好机会，即在避免衰退的同时恢复物价稳定。历史上 1983 年、1994 年开始的两轮加息周期也没有出现经济衰退。

三是预判未来通胀走势及其对加息的影响。 有记者问及通胀预期是否会加剧通胀风险，鲍威尔称当前短期通胀预期上行较快，而中长期通胀预期相对平稳，接近 2014 年的水平，而且并没有看到工资-价格螺旋式上升，美联储加息可以防止通胀预期脱锚的风险。还有记者问及通胀短期可能见顶，这是否会影响到美联储加息的幅度和次数。鲍威



尔称，一个月的数据变化并不会改变政策，核心 PCE 达到峰值后，通胀可能会平稳下来（flatten out），但不会马上回落（drop），持续加息 50bp 是可行的。而一旦通胀回落并逐渐可控，美联储也不会立即停止加息，可能会由加息 50bp 切换到加息 25bp，留下了观察数据的空间，根据经济数据变化再调整政策。

四是缩表的不确定性。鲍威尔被问及缩表的开始日期和实施速度，鲍威尔表示缩表的主要目的还是降低通胀，缩表开始的日期只是一个普通选择，缩表对经济和市场的不确定性更大。

图表6：美联储历次加息周期与经济衰退没有必然关联

首次加息时点	加息起点%	最终加息时点	加息终点%	累计加息%	经济衰退时点
1983/03/31	8.50	1984/08/09	11.50	3.00	NA
1988/03/29	6.50	1989/05/16	9.81	3.31	1990/07
1994/02/04	3.00	1995/02/01	6.00	3.00	NA
1999/06/30	4.75	2000/05/16	6.50	1.75	2001/03
2004/06/30	1.00	2006/06/29	5.25	4.25	2007/12
2015/12/16	0.00-0.25	2018/12/19	2.25-2.50	2.25	2020/02

资料来源：美联储、粤开证券研究院

四、全球低通胀、低利率时代或将远去，美债利率或将上行突破 3.5%

尽管短期加息和缩表靴子落地，但我们认为美国高通胀压力仍将贯穿全年，史无前例的加息周期还将成为金融市场波动的来源，美债利率还将在实际利率的推动下继续上行。

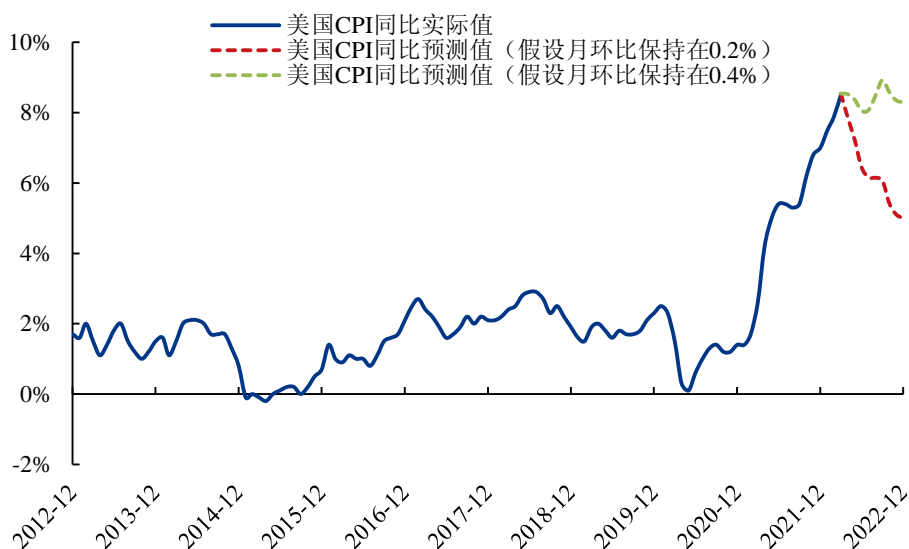
1、美国通胀数据二季度或见顶，但是通胀中枢仍将高于疫情前，高通胀将导致美联储加息周期持续，全球低通胀、低利率时代或将远去。

美国当前通胀周期的特征是商品和服务价格全面上涨。本轮周期中，虽然初期涨价仅限于能源、汽车等耐用品，但后期供应链瓶颈和海运拥堵日益严峻，商品通胀更加广泛，并且服务消费价格也出现抬升。

国内外因素拉动美国通胀。一是国际油价持续上涨，贸易逆差加剧美国通胀压力。2022 年 3 月美国贸易逆差达到创纪录的 1098 亿美元，进口价格指数同比 12.5%，全球大宗商品涨价抬高生产成本，正在通过贸易渠道加大美国国内通胀压力。二是美国国内劳动力供不应求，叠加供应链瓶颈，汽车、家电等耐用消费品价格也出现大涨。三是随着经济复苏和疫苗推广，出行、娱乐、等服务线下消费需求复苏，服务业价格出现上涨。未来假设美国 CPI 月环比保持在 0.2%，到年末美国 CPI 同比将回落至 5%，仍然显著高于疫情前。



图表7：美国 CPI 中枢预计难以回归常态

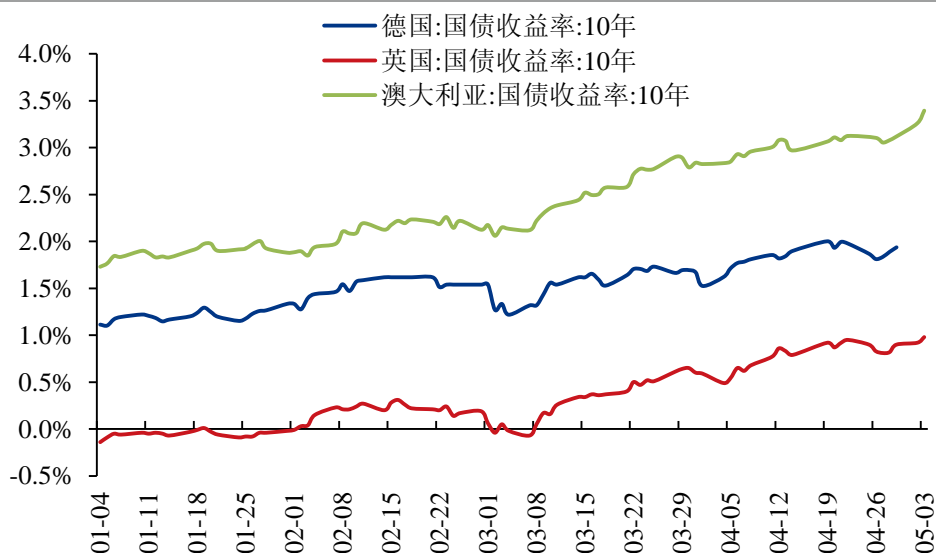


资料来源：美联储、粤开证券研究院

高通胀正在加速全球加息周期。美联储紧缩带动全球加息周期，美债收益率带动全球利率上行，全球金融市场波动加剧。3月以来，欧央行、澳央行迫于通胀压力均纷纷转向鹰派，英国、德国、澳大利亚10年期国债利率累计上行40bp、71bp、100bp。

全球低通胀、低利率时代或将远去。过去支撑全球低通胀的和平红利、经济全球化红利、人口红利、环境成本红利等因素正逐步消退，未来政治军事格局、劳动力短缺、逆全球化、碳中和四大长期因素将支持通胀中枢抬升，利率水平也将随之抬升。

图表8：发达市场国债利率3月开始大幅上行



资料来源：美联储、粤开证券研究院

2、10年期美债利率或将继续向上突破3.5%。

一是技术上仍有上行动能。当前美债10年期利率已经连续上行，突破了1990年以来的趋势线上轨，短期仍有动能。

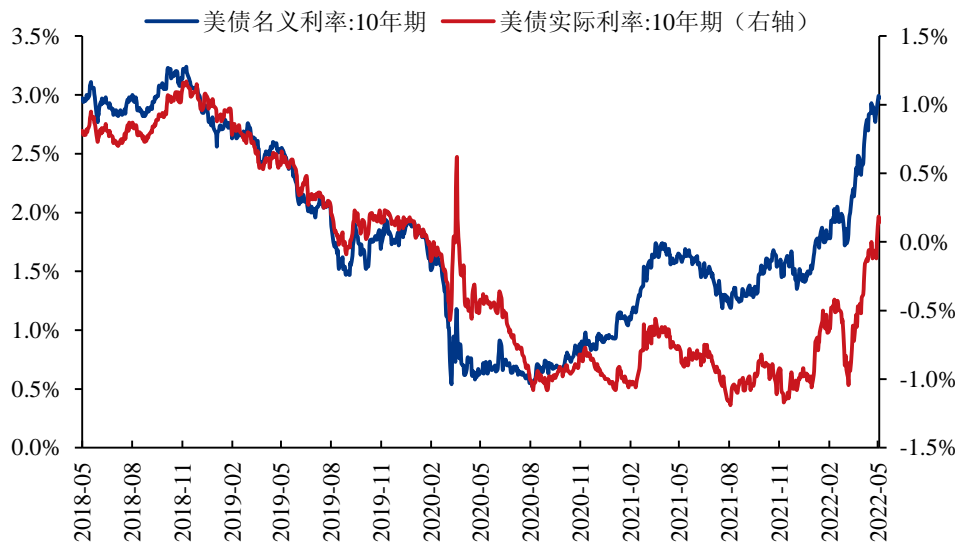
二是实际利率推动美债利率上行。2022年3月以来，加息预期持续升温，实际利率



成为拉动美债名义利率的主要动力。3月11日至5月2日，美债10年期名义利率从2%快速上行突破3%，而10年期实际利率则由-1%快速回升至0上方。结合上一轮加息周期经验，美债10年期实际利率有望回升1%以上，在通胀预期相对平稳的前提下，有望拉动美债利率继续上行。

三是政策上美联储启动缩表，市场上长期美债的需求将减少，缩表将加快长端利率上行。目前美联储持有的美债规模达5.76万亿美元，其中长期债券占比高。美联储启动缩表，将降低到期再投资的美债规模，这将导致市场上长期债券的需求减少，继续推高长期利率。

图表9：美债实际利率拉动名义利率上行



资料来源：美联储、粤开证券研究院



分析师简介

罗志恒，2020年11月加入粤开证券，现任首席经济学家兼研究院院长，证书编号：S0300520110001。

方堃，FRM，2021年4月加入粤开证券，现任宏观分析师，证书编号：S0300521050001。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“粤开证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

广州经济技术开发区科学大道 60 号开发区控股中心 21-23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：www.ykzq.com