

## 缩表落地，美联储“明鹰实鸽”——5月 FOMC 会议点评

报告日期: 2022-05-05

分析师: 何宁

执业证书号: S0010521100001

电话: 15900918091

邮箱: hening@hazq.com

### 相关报告

- 1.《华安证券\_宏观研究\_宏观专题\_转型、回归与再平衡——2022年宏观经济展望》2021-11-01
- 2.《华安证券\_宏观研究\_宏观点评\_“鹰”声嘹亮—美联储1月议息会议点评》2022-01-27
- 3.《华安证券\_宏观研究\_宏观点评\_俄乌冲突:全球通胀“黑天鹅”?》2022-02-24
- 4.《华安证券\_宏观研究\_宏观点评\_荆棘丛生的加息之路—美国3月FOMC会议点评》2022-03-17
- 5.《华安证券\_宏观研究\_宏观点评\_持续持续改善的就业,更快加息的联储—美国3月非农数据点评》2022-04-02
- 6.《华安证券\_宏观研究\_宏观专题\_美国会再迎来“沃尔克时刻”么?—美联储本轮加息路径及影响推演》2022-04-12
- 7.《华安证券\_宏观研究\_宏观点评\_地缘冲突下的通胀加速—美国3月CPI数据点评》2022-04-13
- 8.《华安证券\_宏观研究\_宏观点评\_衰退开始了吗?—美国一季度GDP数据点评》2022-04-29

### 主要观点:

- **事件:** 北京时间5月5日凌晨2点,美联储公布5月FOMC会议声明,宣布加息50bp,并发布了缩减资产负债表细则,将于6月1日开始正式缩表。
- **声明要点:**
  1. **美联储认为美国经济当前动能仍较强,就业市场强劲,通胀风险依旧居高不下。**

1) 美国经济表现上,声明中认为美国一季度GDP增长虽然略有下降,但是家庭支出和企业固定支出仍然保持强劲,与上月相比删除了经济活动和继续走强的表述,说明美国经济当前虽然动能较强,但是边际上已经开始走弱。

2) 就业与通胀方面,声明中表示美国劳动力市场持续恢复,失业率大幅下降。通胀风险依旧较高,除了3月份声明中已有的新冠疫情、能源价格上涨和更广泛的价格压力相关的供需失衡,俄乌冲突会给美国经济带来高度不确定性之外,此次声明中还提到了中国本土疫情反复导致的供应链中断加剧可能会对美国造成额外的通胀上行压力,并表示美联储高度关注通胀上行风险。
  2. **加息方面:** 美联储宣布加息50bp,将联邦基金目标利率区间上调至0.75%—1%。
  3. **缩表方面:** 此次会议上发布了详细的缩减美联储资产负债表计划(Plans for Reducing the Size of the Federal Reserve's Balance Sheet),并将于6月1日开始正式缩减其资产负债表。
    - 1) 缩表节奏上,初始规模为每月缩减300亿美元国债以及175亿美元MBS,然后将在3个月时间内达到设定的每月缩减600亿美元国债与350亿美元MBS的上限规模;
    - 2) 缩表规模上,美联储并未明确说明此轮缩表总体将会到什么程度,但是表示会将证券持有量维持在有效实施货币政策所需的数量上,并大体给了几方面判断:一是为确保平稳过渡,美联储打算在准备金余额略高于其判断为充足准备金水平时放慢并停止缩减资产负债表;二是缩表结束之后,准备金余额可能会继续下降一段时间,这反映的是美联储其他负债的增长,直到美联储判断准备金余额处于充足水平;三是美联储将根据需要管理证券持有量,以保持充足的储备;最后美联储表示会根据经济和金融发展调整其缩小资产负债表规模的方法的任何细节。
- **加息与缩表幅度符合市场预期,短期内预计美联储将保持较为强硬姿态,长期来看不确定性较多,经济面临一定的下行压力,后续紧缩力度或将有所减缓:**
  1. **美联储此次加息50bp总体符合市场预期,6、7月份会议可能保持相同的加息幅度。**当前美国经济面临的主要问题是通胀高企,根据3月份数据,美国3月份CPI与核心CPI分别同比增加8.5%与6.5%,再创新高。美联储关注的PCE与核心PCE分别同比增加6.6%与5.2%,远超过美联储设

定的通胀目标。此外，美国劳动力市场较为火热，新增非农就业人数保持高位，失业率不断下降，3月已经降至3.6%的低点。紧张的劳动力供需市场带动美国工资不断上涨，最新的雇佣成本指数（ECI）同比增加6.4%，其中的薪资部分同比增加6.6%，显示当前“工资—通胀螺旋”仍在继续演绎。去年11月时ECI的上涨促使美联储决定开启Taper，当前ECI的进一步走高，将会坚定美联储短期采取较为强硬的紧缩政策的决心。因此后续来看，短期内美国通胀虽然可能正在筑顶，但是由于服务消费的逐渐恢复，以及地缘政治因素的不确定性犹存，美国通胀水平很难快速回落（可参见报告《地缘冲突下的通胀加速—美国3月CPI数据点评》），叠加劳动力市场强劲，经济增长动能仍足，美联储在短期内大概率保持较为强硬的紧缩姿态，6、7月份会议上可能也将加息50bp。

**2. 缩表幅度相较于上一轮有明显提速，短期内将会保持较强缩减力度，长期来看不确定性较多。**此次会议对于接下来的缩表进行了详细安排，每月开始缩减300亿美元国债以及175亿美元MBS，最终上限为每月缩减600亿美元国债以及350亿美元MBS，并在3个月内达到上限，根据3月FOMC会议纪要，本轮缩表还会考虑主动出售MBS。此次缩表节奏相较于上一轮有明显提速，上一轮缩表时花了12个月才达到上限，整体速度相对较为温和。但现在美联储面临高通胀压力，且明确表示加息与缩表之间存在替代关系，因此短期来看美联储缩表速度较快，以阻止通胀继续走高。长期来看，美联储缩表面临较多不确定性，一方面美联储内部暂时未就缩表规模达成一致，此次缩表计划仅表示缩表总体规模的标准为合适的充足准备金水平，这要求其必须要随时根据经济和金融发展趋势来进行判断；另一方面在不断的加息缩表之下，美国经济可能会在明年面临较大的下行压力，届时美联储可能需要放缓缩表速度，以支持经济发展。

**3. 美国经济虽然短期无衰退压力，但中长期来看，面临一定的下行压力，届时美联储将会减缓紧缩力度。**一季度美国GDP虽然负增长，但是主要是因为净出口、私人库存投资以及政府开支环比减少，个人消费、私人投资等主要部分仍保持增长，美国经济短期无衰退隐忧。但伴随着美联储不断加息以及高通胀对于居民实际收入的侵蚀，美国经济的内需以及投资可能会逐步走低，全年保持有韧性的下降，明年年中经济增长可能出现一定程度的下降。（可参见报告《衰退开始了吗？—美国一季度GDP数据点评》）。届时，美联储将会减缓相应的紧缩力度。

● 发布会上鲍威尔排除更大幅度加息可能，美股、黄金先跌后涨，美债、美元先涨后跌。后续来看，预计美股短涨长跌，美债有望迎来拐点，美元短期内将保持高位，黄金、原油短稳长跌。

发布会上，鲍威尔虽然表示当前美国通胀水平太高（much too high），但明确表示不会考虑75bp的加息，可能在接下来的两次会议上各加息50bp，且一旦通胀稍有回落，美联储将重回季度加息。这意味着美联储接下来不会进行更大幅度的加息。劳动力市场方面，鲍威尔认为就业人数增长会放缓，但劳动参与率会逐步提升，从而达到一个新的供需平衡。经济前景上，鲍威尔认为当前美国经济保持强劲，有很好机会在实现价格稳定的同时避免经济衰退，并且也不会出现高失业率。发布会后，美股由跌转涨，截至收盘，道琼斯指数上涨2.81%，纳斯达克指数上涨3.19%，标普500指数上涨2.99%；十年期美债、美元指数转跌，黄金价格上涨。

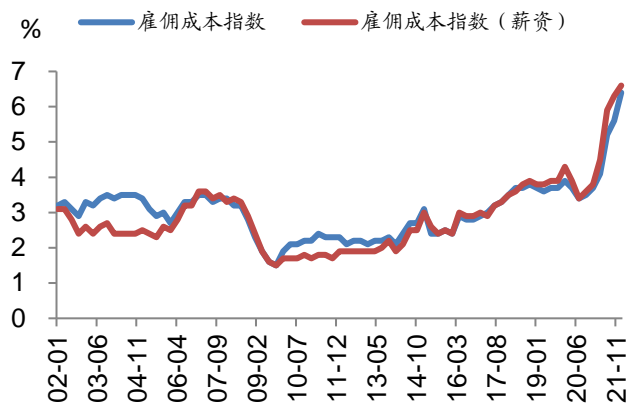
展望后续，我们认为当前资本市场已经基本消化了美联储的紧缩政策，投

资者恐慌情绪有所缓解，短期利好美股，后续美股表现取决于美国经济基本面情况，在美国经济增长边际趋缓的背景下，美股长期来看有一定的下行压力。美债方面，美国通胀预计将于近期筑顶，一旦通胀下行，美债利率有望迎来拐点。美元方面，随着加息缩表的不断推进，将会带动美元回流，从而对美元形成一定支撑，短期内美元仍将保持高位。黄金方面，短期内黄金价格或将保持平稳，但随着通胀逐步回落以及全球经济复苏趋缓，黄金价格大概率逐步下降。原油方面，短期内由于俄乌冲突等不确定性，原油价格可能保持震荡，中长期来看，在全球经济增长趋缓作用下，原油供需将趋于平衡，原油价格也将迎来下跌。

#### ● 风险提示

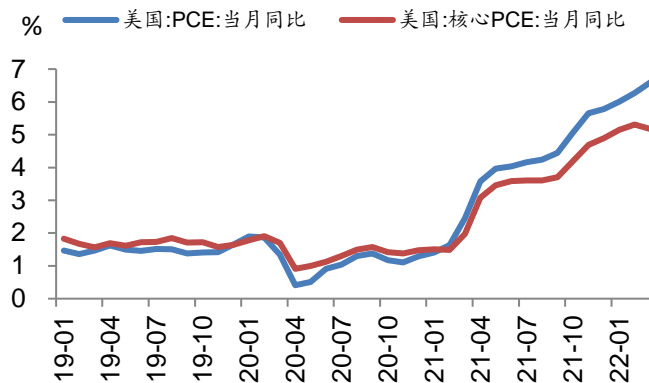
国际局势紧张引发通胀超预期，新冠疫情形势大幅恶化。

图表 1 美国雇佣成本指数上涨较快



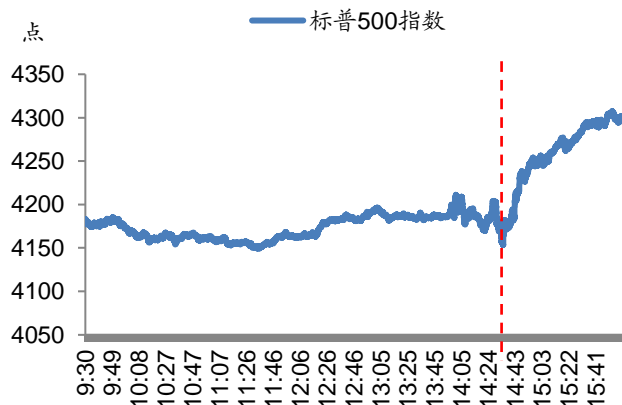
资料来源：FRED，华安证券研究所

图表 2 美国 PCE 上涨较快



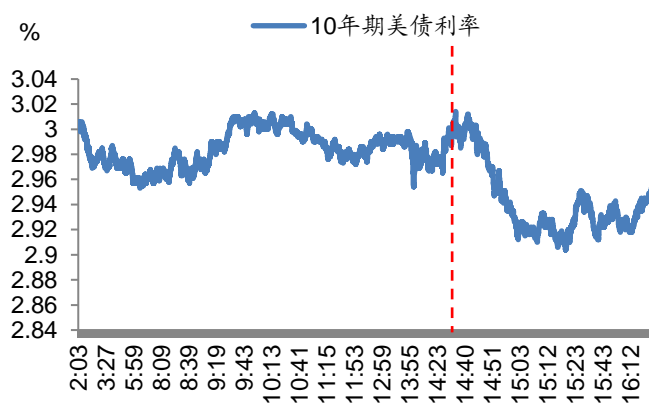
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 3 发布会后美股由跌转涨



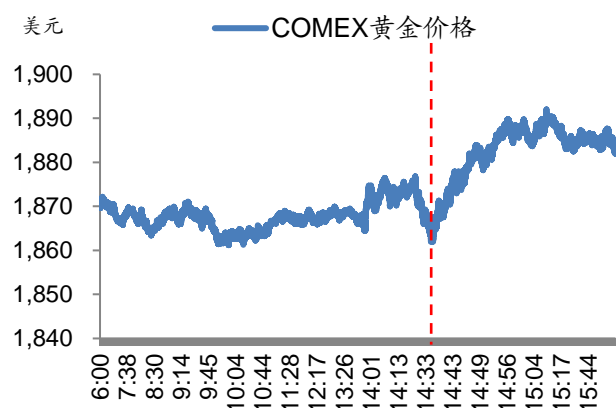
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 4 发布会后 10 年期美债利率转跌



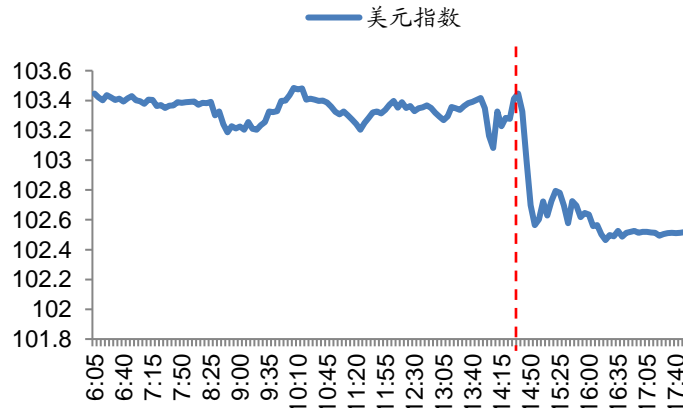
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 5 发布会后黄金价格微涨



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 6 发布会后美元指数下行



资料来源：Wind，华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

**分析师：**何宁，华安证券宏观首席分析师，中国社会科学院经济学博士（定向在读），华东师范大学经济学硕士。2018-2021 年就职于国盛证券研究所宏观团队，2019 年新财富入围（第六），2020 年、2021 年新财富、水晶球、新浪金麒麟最佳分析师团队核心成员。

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。