

## 不够鹰派的加息

## ——5月美联储会议点评

### 报告摘要

证券分析师：尤春野

电话：021-58502206

E-MAIL: youcy@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190522030002

**美联储如期加息缩表。**北京时间5月5日凌晨，美联储公布5月会议决议。FOMC 票委一致决定加息 50bp，将联邦基金基准利率提升至 0.75%-1%。同时美联储公布缩表计划。鲍威尔新闻发布会后，美元及美债收益率大幅下跌，美股与黄金大涨。资产价格变动表明市场将本次会议决议及新闻发布会内容解读为偏鸽。

**本次会议传达出哪些偏鸽信号？**虽然本次加息是2000年5月以来首次一次性加息 50bp，同时缩表，但由于此前美联储众多官员对市场预期的引导非常充分，所以这一行动并未超出市场预期。而会议决议及鲍威尔的新闻发布会上透露出了一些“不够鹰派”的信号。首先，鲍威尔排除了未来一次性加息 75bp 的可能性。在会议之前，CME 利率期货定价的6月份加息 75bp 的概率超过 95%，而本次新闻发布会上鲍威尔表示“75个基点的加息并不值得考虑”，暂时否定了这一可能性，表示未来两次会议上可能各加息 50bp，这一节奏较市场此前定价的更慢。其次，虽然美联储确认控制通胀是当前首要任务，但鲍威尔的表述仍偏向于强调短期的通胀冲击，淡化长期的通胀风险。这意味着如果短期通胀确认见顶，那么在长期通胀预期不高的前提假设下，美联储即有理由发生态度的转向。再次，所有与会者一致同意加息 50bp，包括大鹰派布拉德都没有提议加息更高的幅度，表明美联储加息的节奏较为稳健，无意给市场“鹰派的惊喜”。

**加息有望止步于四季度。**我们认为美联储最鹰派的时段在二季度。三季度加息步伐就可能放缓，四季度有望停止加息。首先，美国通胀有望在二季度见顶，理由有三：第一，地缘政治冲突带来的上游原材料价格的冲击在3月份集中释放，4月份以来已经有所缓和。第二，通胀能否持续很久的一个重要的观察点在于是否向服务价格充分扩散，服务价格一旦抬升，则价格上涨的惯性往往更强。目前来看与上世纪70年代和90年代初的通胀相比，本轮通胀还是集中体现在商品领域，服务价格涨幅相对不算高，遏制通胀的难度也要小一些。第三，与70年代大通胀时期不同的是，90年代后期很多国家都开始实行通货膨胀目标制。根据伯南克等人的大量研究，通货膨胀目标制对抑制通胀预期、控制通胀较为有效，有利于美联储阻止通胀预期无节制上升。其次，美联储目前以控制通胀为首要目标，但不意味着在通胀回归至2%的目标之前

完全无视经济状况。回顾被当前美联储奉为圭臬的沃尔克执掌美联储之时，也是在通胀开始回落之后就兼顾经济，并非一味加息。现如今美国经济增速放缓已成事实，我们预计四季度美国经济压力会更加显现，届时通胀大概率处于下行通道，美联储可能因此转向鸽派，停止加息。

**美元及美债收益率上升空间有限。**市场对美联储的鹰派动作已经有充分定价，未来美联储很难再有超预期的紧缩，今日市场的表现就印证了这一点。所以美联储紧缩给美元和美债收益率带来的上行动力将趋弱。我们认为美元指数再上升的空间不大。近期美元指数快速上升，一方面是由于俄乌冲突对欧洲经济造成的冲击更大，欧元兑美元大幅贬值；另一方面是日本通胀较低，日央行维持极宽松货币政策，日元兑美元大幅贬值。但决定美元强弱的根本在于美国经济，美国经济的长期前景并不好，这决定了美元上涨的动力不足，反而很容易受到欧元反弹所带来的压制。我们认为10年期美债收益率已经接近顶部区域。一方面，美国10年期国债收益率较为依赖于美国经济状况，目前来看未来美国经济走弱的概率大于持续强劲的概率，不利于长债收益率上行。另一方面，缩表对美国10年期国债收益率的推动作用已经大部分 price in。通过对美债收益率的拆解，我们认为上一轮美联储缩表对美债收益率的推动作用在缩表开始之后就不是很明显了，类比来看我们认为本轮缩表对美债收益率的作用可能未必如市场预期的大。

**风险提示：**美国通胀超预期上升。

## 目录

1. 美联储如期加息缩表.....	5
2. 本次会议传达出哪些偏鸽信号? .....	5
3. 加息有望止步于四季度.....	5
4. 美元及美债收益率上升空间有限.....	7

## 图表目录

图表 1: 服务价格涨幅不算高.....	6
图表 2: 长期通胀预期不高.....	6
图表 3: 沃尔克在位时期也是兼顾经济, 并非一味加息.....	6
图表 4: 美元与欧元的相对强弱取决于经济的相对强弱.....	7

## 1. 美联储如期加息缩表

北京时间5月5日凌晨，美联储公布5月会议决议。FOMC票委一致决定加息50bp，将联邦基金基准利率提升至0.75%-1%。同时美联储公布缩表计划：从6月1日开始，每月缩减300亿美元国债及175亿美元MBS，三个月后每月缩减额度增加到600亿美元和350亿美元。鲍威尔新闻发布会后，美元及美债收益率大幅下跌，美股与黄金大涨。资产价格变动表明市场将本次会议决议及新闻发布会内容解读为偏鸽。

## 2. 本次会议传达出哪些偏鸽信号？

虽然本次加息是2000年5月以来首次一次性加息50bp，同时缩表，但由于此前美联储众多官员对市场预期的引导非常充分，所以这一行动并未超出市场预期。而会议决议及鲍威尔的新闻发布会上透露出了一些“不够鹰派”的信号。

首先，鲍威尔排除了未来一次性加息75bp的可能性。在会议之前，CME利率期货定价的6月份加息75bp的概率超过95%，即市场几乎笃定美联储6月会议上会加息75bp。而本次新闻发布会上鲍威尔表示“75个基点的加息并不值得考虑”，暂时否定了这一可能性，表示未来两次会议上可能各加息50bp，这一节奏较市场此前定价的更慢。

其次，虽然美联储确认控制通胀是当前首要任务，但鲍威尔的表述仍偏向于强调短期的通胀冲击，淡化长期的通胀风险。鲍威尔表示“短期通胀预期相当高，没看到强力证据显示通胀预期有所变化。”“我们没有看到工资-价格螺旋式上升。”“长期价格预期‘合理地稳定’。”这意味着如果短期通胀确认见顶，那么在长期通胀预期不高的前提假设下，美联储即有理由发生态度的转向。

再次，所有与会者一致同意加息50bp，包括大鹰派布拉德都没有提议加息更高的幅度，表明美联储加息的节奏较为稳健，无意给市场“鹰派的惊喜”。

## 3. 加息有望止步于四季度

我们认为美联储最鹰派的时段在二季度。三季度加息步伐就可能放缓，四季度有望停止加息。

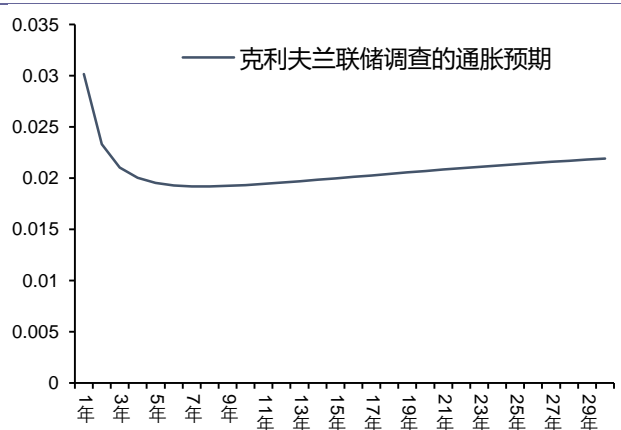
首先，美国通胀有望在二季度见顶，理由有三：第一，地缘政治冲突带来的上游原材料价格的冲击在3月份集中释放，4月份以来已经有所缓和。目前来看欧洲国家加大对俄贸易制裁力度的意愿不是很强烈。第二，通胀能否持续很久的一个重要的观察点在于是否向服务价格充分扩散，服务价格一旦抬升，则价格上涨的惯性往往更强。目前来看与上世纪70年代和90年代初的通胀相比，本轮通胀还是集中体现在商品领域，服务价格涨幅相对不算高，遏制通胀的难度也要小一些。第三，与70年代大通胀时期不同的是，90年代后期很多国家都开始实行通货膨胀目标制，比如美联储设定了2%的通胀目标，这对于维护美联储的信誉很重要。根据伯南克等人的大量研究，通货膨胀目标制对抑制通胀预期、控制通胀较为有效，有利于美联储阻止通胀预期无节制上升。克利夫兰联储的数据显示目前市场对短期通胀的预期很高，但长期通胀预期不高，不易出现通胀预期的自我实现。

图表 1: 服务价格涨幅不算高



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

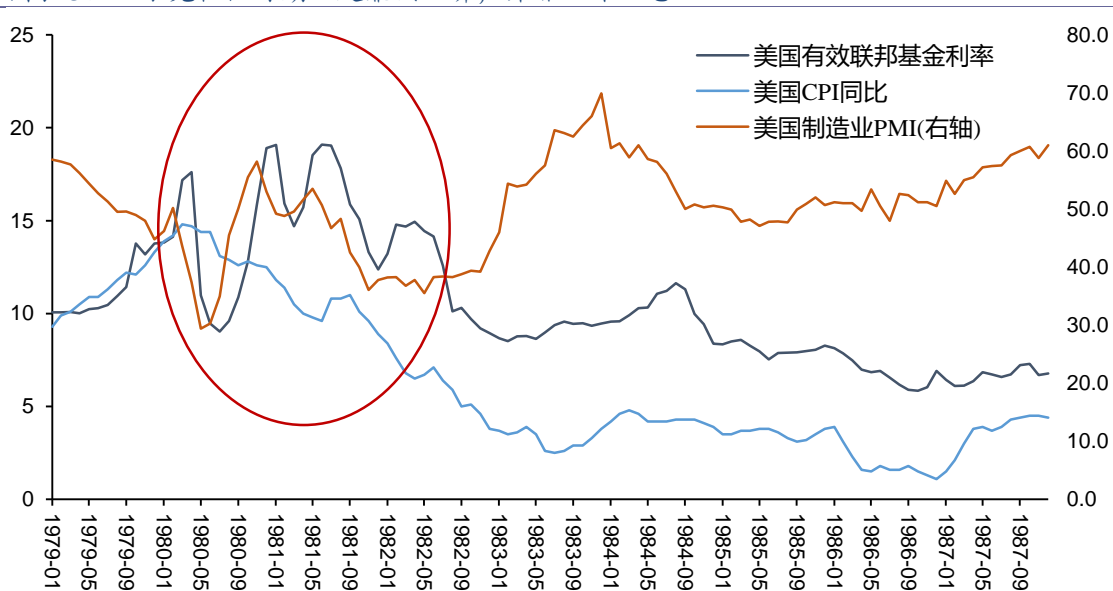
图表 2: 长期通胀预期不高



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

其次，美联储目前以控制通胀为首要目标，但不意味着在通胀回归至 2% 的目标之前完全无视经济状况。回顾被当前美联储奉为圭臬的沃尔克执掌美联储之时，也是在通胀开始回落之后就兼顾经济，并非一味加息。比如沃尔克在 1980 年、1981 年都曾在经济压力较大之时实施了降息，即使当时 CPI 同比仍在 10% 以上。现如今美国经济增速放缓已成事实，消费信心大幅下滑，房地产景气度断崖式下降，2 年期与 10 年期国债收益率一度倒挂，这些信号都表明美国经济面临着较大下行甚至衰退的风险。我们预计四季度美国经济压力会更加显现，届时通胀大概率处于下行通道，美联储可能因此转向鸽派，停止加息。

图表 3: 沃尔克在位时期也是兼顾经济，并非一味加息



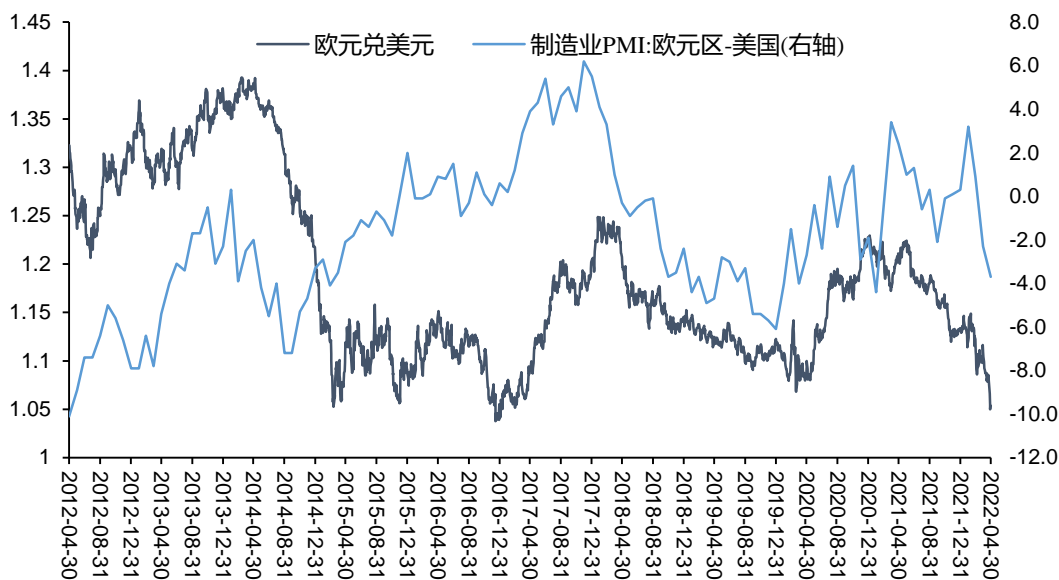
资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

## 4. 美元及美债收益率上升空间有限

市场对美联储的鹰派动作已经有充分定价，未来美联储很难再有超预期的紧缩，今日市场的表现就印证了这一点。所以美联储紧缩给美元和美债收益率带来的上行动力将趋弱。

我们认为美元指数再上升的空间不大。近期美元指数快速上升，一方面是由于俄乌冲突对欧洲经济造成的冲击更大，欧元兑美元大幅贬值；另一方面是日本通胀较低，日央行维持极宽松货币政策，日元兑美元大幅贬值。但决定美元强弱的根本在于美国经济，美国经济的长期前景并不好，这决定了美元上涨的动力不足，反而很容易受到欧元反弹所带来的压制。

图表 4：美元与欧元的相对强弱取决于经济的相对强弱



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

我们认为 10 年期美债收益率已经接近顶部区域。一方面，美国 10 年期国债收益率较为依赖于美国经济状况，目前来看未来美国经济走弱的概率大于持续强劲的概率，不利于长债收益率上行。另一方面，缩表对美国 10 年期国债收益率的推动作用已经大部分 price in。通过对美债收益率的拆解，我们认为上一轮美联储缩表对美债收益率的推动作用在缩表开始之后就不是很明显了，类比来看我们认为本轮缩表对美债收益率的作用可能未必如市场预期的大。所以 10 年期美债收益率再上升的动力不足，可能已经接近顶部区域。

**风险提示：**美国通胀超预期上升。

## 销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	刘莹	15152283256	liuyinga@tpyzq.com
华北销售	董英杰	15232179795	dongyj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售副总监	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售总助	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com





## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。