

美联储 5 月议息会议如市场预期加息 50BP，并宣布在 6 月 1 日正式开始缩表。由于鲍威尔在发布会中“唱淡”未来单次加息 75BP 的预期，市场鸽派情绪明显。美债利率基本全曲线回落，曲线牛陡。美股大幅反弹，美元指数回落明显。

➤ 5 月会议如期加息 50BP，缩表在 6 月开始。

5 月会议上无论是加息幅度还是缩表进程，都未超市场预期。

美联储宣布 5 月加息 50BP，这是 2000 年以来首次单次加息幅度超 25BP。虽然加息幅度较大，但由于在会议前各美联储官员均吹风 50BP 加息的可能性，因此本次加息完全在市场预期之内。

另一方面，美联储宣布在 6 月 1 日开始缩表。初始缩表速度为最高 475 亿美元/月（300 亿美债/月和 175 亿 MBS/月），并在 3 个月后加速为 950 亿美元/月（600 亿美债/月和 350 亿 MBS/月）。缩表的推出和具体机制基本和 1 月份公布的《缩表准则》以及 3 月会议纪要相符，更多讨论可以参考我们前期的缩表专题报告。

➤ 单次加息 75BP 预期落空，市场情绪显著回暖。

事实上，本次会议的加息幅度并非市场最为关注的问题，投资者更关心未来是否存在单次加息 75BP 的可能性。此前布拉德多次发言建议委员会单次加息 75BP，鲍威尔同样在讲话中提到过“加息前置”，因此加息 75BP 的可能性成为市场焦点。

鲍威尔于发布会“唱淡”未来单次加息 75BP 的预期。记者在发布会中向鲍威尔提问未来单次加息 75BP 的可能性。鲍威尔这次并没有“打太极”，而是较为明确地否定了 75BP 的加息。鲍威尔表示，委员会还未考虑单次加息 75BP(not actively considering)，未来几次会议上将考虑加息 50BP，即 6 月会议大概率加息 50BP。

鲍威尔的鸽派回答使资本市场迅速从“通胀恐慌”中逆转。在会议声明中，美联储提及了中国疫情封城可能对全球供应链造成影响，从而加剧美国通胀问题。同时，在发布会的开场讲话中，鲍威尔表示美国通胀“极度高企”(much too high)。资本市场闻声而动，发布会初期，美股和黄金大跌，美债利率和美元均快速拉升。但当鲍威尔关于单次加息 75BP 的回答结束后，美股迅速反弹，美债利率和美元均大幅回落。

➤ 未来政策关注重点：经济衰退、利率终点和缩表。

在美联储加速紧缩的周期，市场对于经济衰退的疑虑很难被打消，但当前美国经济讨论衰退仍为时尚早。鲍威尔在发布会中仍然对美国经济“软着陆”较为自信，原因仍然是健康的居民部门资产负债表和紧俏的劳动力市场。另一方面，美国 2022 年 1 季度实际 GDP 虽然环比负增长，但主要被库存和出口的异常值拖累。衡量内需的消费和私人部门投资（除库存变动）仍然强劲，当前讨论美国衰退仍为时尚早。

本次会议的鸽派发言不意味着加息周期的提前终结。3 月份，美国无论是 CPI 还是 PCE 通胀，均呈现出“核心通胀见顶，名义通胀超预期”的特点。同时，在发布会中，鲍威尔未强硬表示将加息到中性利率（2.5%，即加息 9 次）以上以打压通胀。因此，有人认为美联储的加息周期或因核心通胀见顶和经济下行而提前结束。我们认为，核心通胀见顶降低了单次大幅加息的可能性（如单次 75BP）。但见顶不意味着显著下行，在 PCE 核心通胀回到 2-2.5% 区间前，美联储不会停止加息。

缩表对流动性的冲击在未来可能对资本市场造成冲击。值得注意的是，当市场预期“冗余流动性”可以对冲缩表影响时，当前逆回购规模并未对冲财政部发债对准备金规模的降低。这意味着，缩表对美国流动性的冲击很可能未被充分定价。

➤ 风险提示：美联储加息节奏超预期；地缘政治风险；通胀失控风险。



分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

研究助理 谭浩弘

执业证书：S0100121110017

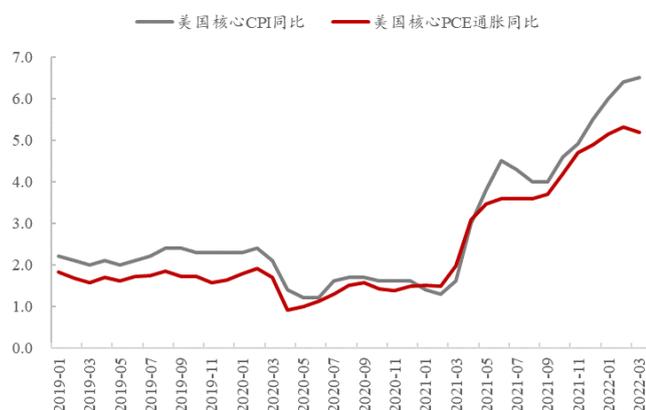
电话：18221912539

邮箱：tanhaohong@mszq.com

相关研究

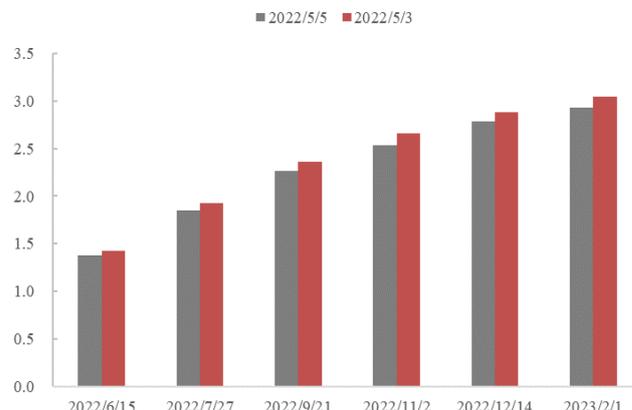
1. 美联储缩表的动机和时机——缩表系列（一）
2. 美联储缩表的起点和终点——缩表系列（二）

图 1：美国核心通胀同比呈现见顶迹象（%）



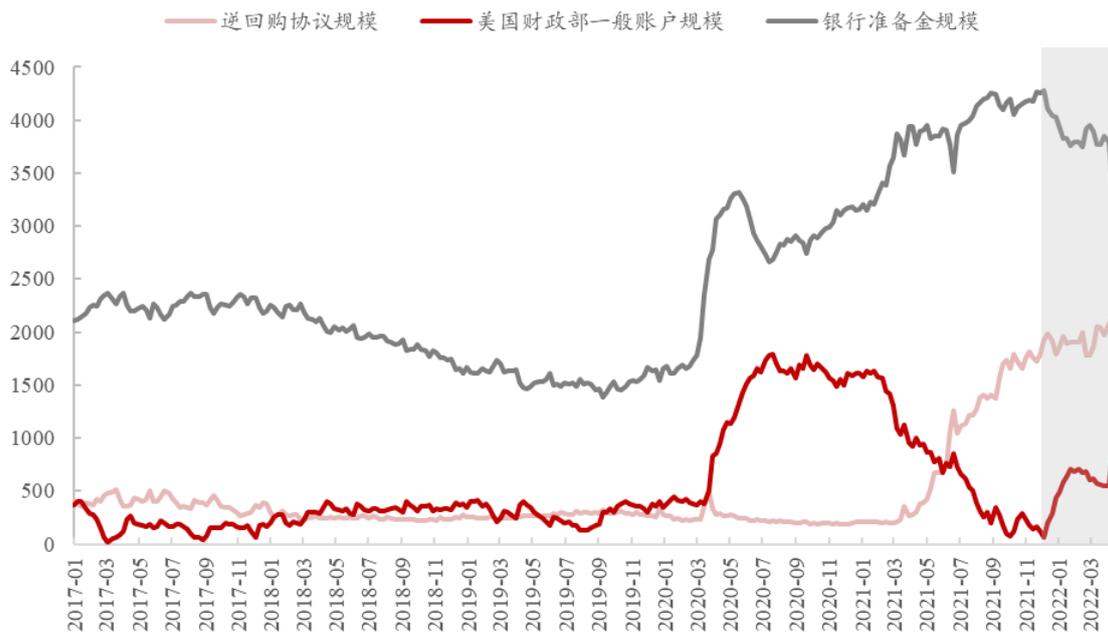
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 2：美国 OIS 掉期隐含加息预期会议后下降（%）



资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

图 3：当前逆回购规模并未对冲财政部发债对准备金规模的降低（单位：十亿美元）



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师承诺

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并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001