

2022年05月05日

华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

5月美联储议息会议点评： 如期的加息缩表，罕见的鹰中有鸽 事件

分析师：谭倩

执业证书编号：S1050521120005

邮箱：tanqian@cfsc.com.cn

联系人：纪翔

执业证书编号：S1050521110004

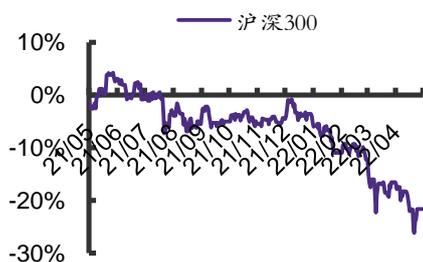
邮箱：jixiang@cfsc.com.cn

联系人：杨芹芹

执业证书编号：S1050121110002

邮箱：yangqq@cfsc.com.cn

最近一年大盘表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

《A股跌破3000点的冷思考》20220425

《本轮疫情：形势推演、冲击测算、政策展望》20220416

《当稳增长遇上高通胀：中国版

“FAANG”配置价值几何》20220408

北京时间5月5日凌晨2点，美联储公布FOMC会议决议：5月加息50BP至0.75-1.0%；6月开始缩表，初始缩减规模为每月300亿美元国债、175亿美元MBS，3个月后达到每月600亿美元国债、350亿美元MBS的上限。

投资要点

核心观点

1、5月美联储加息50BP，将联邦基金利率目标上调至至0.75%-1%，符合市场预期。将在后面几次会议上讨论加息50BP的可能性，但不考虑后续一次加息75BP，鹰中带鸽，并没有表现出市场想象之外的鹰派，有助于缓解市场担忧。

2、6月开始缩表，前3个月缩减规模为475亿美元，3个月后上限翻倍，增加至950亿美元，与上一轮缩表(2017-2019)相比，这次缩表的节奏更快，力度更大。

3、鲍威尔表达出了对美国经济“软着陆”的信心，即使遭受到了疫情的反复冲击，服务消费的恢复也体现出了美国经济活动的韧性，就业市场的强劲是美联储紧缩的一大支撑，不会因为打压通胀引发经济衰退，会在通胀和经济中平衡。

4、当前美联储的政策重心仍在抗通胀，高企的通胀是美联储紧缩的重要原因。考虑到这次通胀的原因比较复杂，俄乌冲突、疫情冲击和供应链的中断都可能使得通胀继续走高。鲍威尔表示需要一定时间来观察具体通胀降低的证据，并不会在到顶之后马上停止加息。

5、虽然美联储最鹰的时刻已经过去，但现在仍处于大幅加息和缩表前期，6月和7月仍有大幅加息50BP的可能，再加上俄乌局势升级带来的通胀压力，美联储紧缩冲击的影响还在，美债利率延续高位震荡，对高估值成长的压制还需关注。

6、由于国内疫情拐点已现，429政治局会议再度夯实政策底，外部美联储鹰中带鸽，A股市场情绪有所缓和，5月超跌反弹可期。但能否反转还有待观察，仍需关注稳增长成效、A股中报表现及后续的美联储紧缩节奏。

■ 风险提示

- (1) 疫情超预期恶化
- (2) 稳增长政策不及预期
- (3) 地缘冲突大规模爆发

1、加息大步推进：5月50BP符合预期，6月和7月仍有大幅加息的可能

5月议息会议中美联储决定加息50BP，将联邦基金利率目标上调至0.75%-1%。这次的议息会议是疫情后第一次线下会议，而“通胀过高”的开场白也直接定调了未来美联储的货币政策方向。鲍威尔认为美国当前经济和就业市场相当强劲，美国可以在大步加息的货币政策下实现经济软着陆。但同时也否认了75BP加息的可能性，整体来说这次美联储并没有表现出市场想象之外的鹰派，总体是符合市场预期的。从未来的加息路径来看，中性利率是美联储加息的上限目标，目前美联储预计在2%-3%之间。按照2.5%的中性情况来推算，美联储需要在接下来的6月加息50BP，7月及后续的FOMC会议加息25BP，才能在2023年初达到2.4%的利率水平。而要是按照3%的水平推算，美联储需要在接下来的6月和7月都加息50BP，加息大步推进。

2、缩表提速加量：6月启动缩表，3个月后上限翻倍

与上一轮缩表(2017-2019)相比，这次缩表的节奏更快，力度更大。过去多在加息后半程才开始缩表，从加息到缩表中间间隔2年。而这次3月份Taper结束就开始加息讨论缩表，仅仅过了两个月就公布缩表计划，在6月1日就正式开始缩表工作，节奏明显更快。而且由于美联储资产负债表在疫情后翻倍，所以这次缩表力度更大，上一轮缩表时起初每月缩减60亿美元国债及40亿美元MBS，在四个季度后才达到每月300亿美元国债及200亿美元MBS的缩减规模。而根据美联储公布的缩表计划，本次缩表的初始力度已经与上一次缩表的上限相当：每月300亿美元的国债和175亿美元MBS，共475亿美元规模；并将在3个月内逐渐将缩表规模提升到每月950亿美元，其中美国国债600亿美元，抵押贷款支持证券350亿美元。按此进度，美联储将在2022年缩减近5000亿美元的规模，并在2024年底将美联储资产负债表收缩到疫情前水平。从影响上来说，缩表作为数量工具，会直接给市场带来流动性的影响。上一轮缩表因为经历的时间长且规模较小，市场表现比较平稳，而这次在大幅加息和快速缩表同步进行，对资产价格的扰动依旧存在。

图表 1：本轮缩表节奏明显快于上次



资料来源：美联储官网，华鑫证券研究

3、美国经济暂无近忧：消费和投资等内生需求依旧强劲

鲍威尔表达出对美国经济软着陆的信心。一季度的美国经济数据环比下降1.4%，远低于市场1.1%的正增长预期，引发市场对美国经济衰退的担忧。但是结构性从分项来看，主要的拖累项在于进出口的贸易逆差、政府开支的减少以及库存投资的疲软。净出口拖累经济增长3.2个百分点，2022年一季度美国出现创纪录的贸易逆差：进口猛增17.7%的同时出口下降5.9%。3月份贸易逆差更是达到创纪录的1098亿美元。迫于通胀压力，美国启动对华加征关税复审程序，通过减少关税的方式来帮助抑制物价上涨。与此同时，供应链受到疫情和地缘冲突的双重冲击仍待恢复，美国净出口数据短期内很难得到根本性的改善。但从内需的角度来看，占比超过70%的消费项才是美国经济的支撑。一季度中私人消费支出增长2.7%，较去年四季度的2.5%有所上升，为GDP带来了1.8个百分点的贡献。消费主要的增长来自于汽车及相关零部件，较上季度增加10.4%。受限于油价的持续高位，一季度能源相关的消费大幅下降15%。而服务消费增长4.3%，即使遭受到了疫情的反复冲击，服务消费的强劲也体现出了美国经济活动的韧性，这也是美联储紧缩的底气所在。

4、待平衡的劳动市场：总量明显好转，结构失衡仍待关注

就业市场的稳固是美联储进行大步紧缩的另一个支撑。根据美国最新的非农数据，3月美国新增就业人口43.1万，一季度月均就业增长56.2万。3月失业率下跌0.2个百分点至3.6%，基本回到疫情前水平。1-3月，美国劳动参与率共计提升了0.5个百分点，已经恢复了疫情初期下跌幅度的三分之二。美国就业市场的恢复仍有结构性问题，特别是职位的空缺：美国劳工部JOLTS报告显示，3月份的职位空缺数升至1150万，较2月份的1130万继续上升，为历史新高。劳动市场总体是供不应求，鲍威尔承认当前劳动力市场存在一定的失衡。但是随着劳动人口的回归，劳动市场的供需关系将重新恢复平衡，同时也否认了工资-物价螺旋的存在。

5、最复杂的通胀时刻：关注俄乌冲突、疫情冲击和供应链的中断对通胀的影响

持续走高的通胀是美联储强硬加息的助推力。3月美国CPI同比8.5%，环比增加0.6%，核心CPI同比6.5%，环比增加0.1个百分点，继续维持40年来的高位。从结构上来说，3月份的通胀压力主要来自于食品和能源：其中汽油价格涨幅18.3%，拉动环比涨幅0.72个百分点，是环比上涨的主要贡献项；受到地区冲突的影响，国际粮价有所上升，3月美国食品价格涨幅环比1.5%。而去掉食品和能源价格的影响后，3月核心CPI环比上涨压力并不大。未来通胀是否走高充满不确定性：俄乌冲突、疫情冲击和供应链的中断都可能使得通胀继续走高。所以对于通胀是否到顶，鲍威尔表示需要一定时间来观察具体通胀降低的证据，并不会在到顶之后马上停止加息。

6、艰难的平衡：经济软着陆决定权不在美联储

这不是美联储第一次加息50BP。回顾历史，美联储每次加息50BP往往不是单独出现的，70年代后美联储有着多次执行单次加息超过50BP来达到遏制通胀的传统。格林斯潘习惯于快速出击将通胀扼杀在摇篮里。比如1994年的加息周期中，格林斯潘在1年时间多次加息50BP和75BP，联邦基金利率由期初的3%提升至6%。最终将CPI中枢控制在了3%以下。沃尔克则更多是重拳出击将高通胀打压下去：1984年3月15日，沃尔克单次加息幅度高达112.5BP，后面也多次加息75BP。美国经济能否软着陆取决于美联储能否快速控制住通胀。但与过去不同的是，这次通胀的并不是货币政策能解决的。鲍威尔在FOMC会议上承认美联储的政策工具只能影响到供应链的需求端，也首次提到了中国防疫政策对于美联储供应链压力和通胀的传递。这场经济与通胀的赛跑将取决于全球局势而不是美联储单独的加息进程。

7、鹰中带鸽的表态：鲍威尔介于沃尔克和格林斯潘之间

美联储对于通胀的认知经历了多个阶段的变化，从通胀暂时论到承认通胀的持续性，并在2021的年末最后一次议息会议上承认高通胀更多源自于供应链的中断。而在这过程中伴随着美国疫情后强劲的经济复苏和就业市场的不断恢复，缓解通胀成了美联储的货币政策主要目标，从官宣Taper到加速Taper再到加息，美联储的鹰声从2021年11月起就愈发嘹亮。但是一季度美国经济数据的下行让人们开始怀疑经济软着陆的可能性，通胀虽然依然是当前美联储货币政策的重心，但从鲍威尔答记者问的回答中可以看出，通胀已经不是美联储唯一的判断标准。如何避免经济硬着陆，恢复劳动力市场的供需平衡等也已经在决策逻辑中占据了一席之地。

鲍威尔相对中性一点，既不会强硬的坚持加息，也不会特别快的转向。鲍威尔在会议上公开承认自己不是沃尔克。在通胀和经济的选择中不会像沃尔克一样强硬的加息，牺牲经济来压制通胀。但他也不会很特别快的进行货币政策的转向。即便美国通胀数据见顶，鲍威尔表示也需要看到实质性的通胀减少才会相应的放松紧缩政策。我们认为目前的货币紧缩政策是有持续惯性的，6月和7月会继续维持相对鹰派的加息决定和快速的缩表计划。但一旦通胀开始实质性缓和或者美国经济不如以往一般强劲，我们或许就能看到美联储开始进行货币紧缩到货币宽松的转换。

8、加息复盘：较长周期的加息对于资产价格的长期趋势影响较小

加息对于大类资产的影响：美债>美股>商品>美元

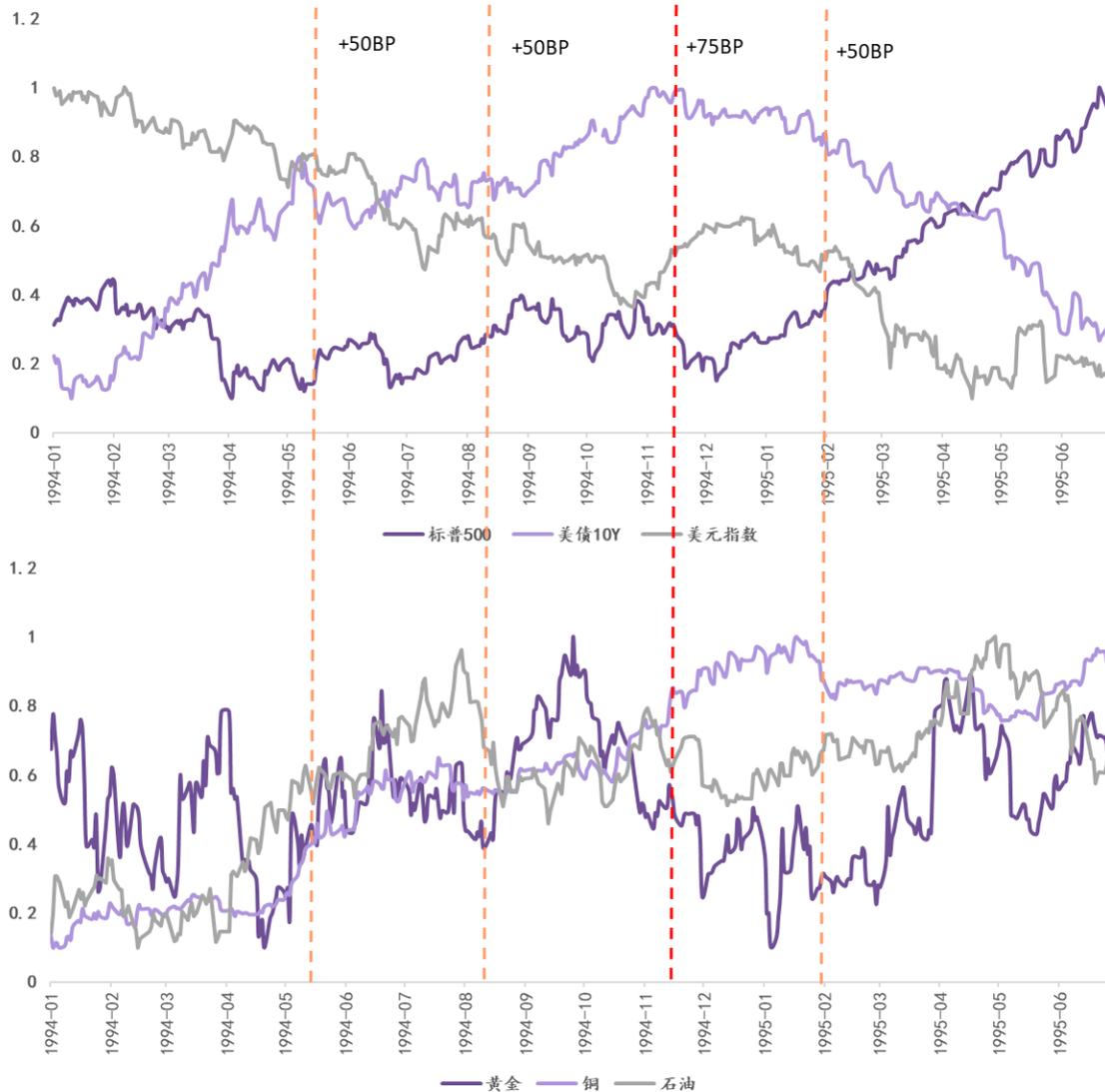
美联储大幅加息对于美股市场的影响仅限于短期冲击，不改股市长期上行的趋势。在1994-1995年内，美联储连续加息超过25BP，期间标普500指数震荡上行，仅在1994年11月加息75BP时，标普500在7个交易日内出现了-3.46%的跌幅。

连续快速的大幅加息明显推高十年期美债收益率。美债收益率受政策利率提升影响大幅上行，从1994年5月首次加息的7.047%上升至1995年2月的7.665%。

美元指数的下行趋势未受大幅加息影响。1985年至1995年处在美元弱周期的十年里，外资流向新兴市场，美元进入贬值通道，而在此期间的大幅加息也未能改变美元走弱的趋势。美元指数从1994年5月首次加息的93.31降至1995年2月的87.71。

商品市场更多与供需基本面相关，受加息的直接影响较小，在加息后期才会有一定的抑制作用。商品市场在1994年5月至8月大幅加息的前期，受供需逻辑支撑延续上行，在1994年11月至1995年2月加息的后程，铜和石油价格才出现斜率放缓的态势。

图表 2: 加息对于大类资产的影响: 美债>美股>商品>美元 (数据标准化处理)



资料来源: Wind 资讯, 华鑫证券研究

9、缩表复盘: 缩表的开启是资产价格变动的重要节点

缩表对于大类资产的影响: 美债>商品>美股>美元

缩表对于美股影响较小, 中美贸易战的冲击显著。2017年缩表预期到宣布缩表阶段, 标普500指数都到的影响较小, 但在2018年缩表开启叠加中美贸易摩擦升级, 美股在此期间震荡下行, 但在2019年中美贸易战阶段性缓和后, 标普500指数又重回上行通道。

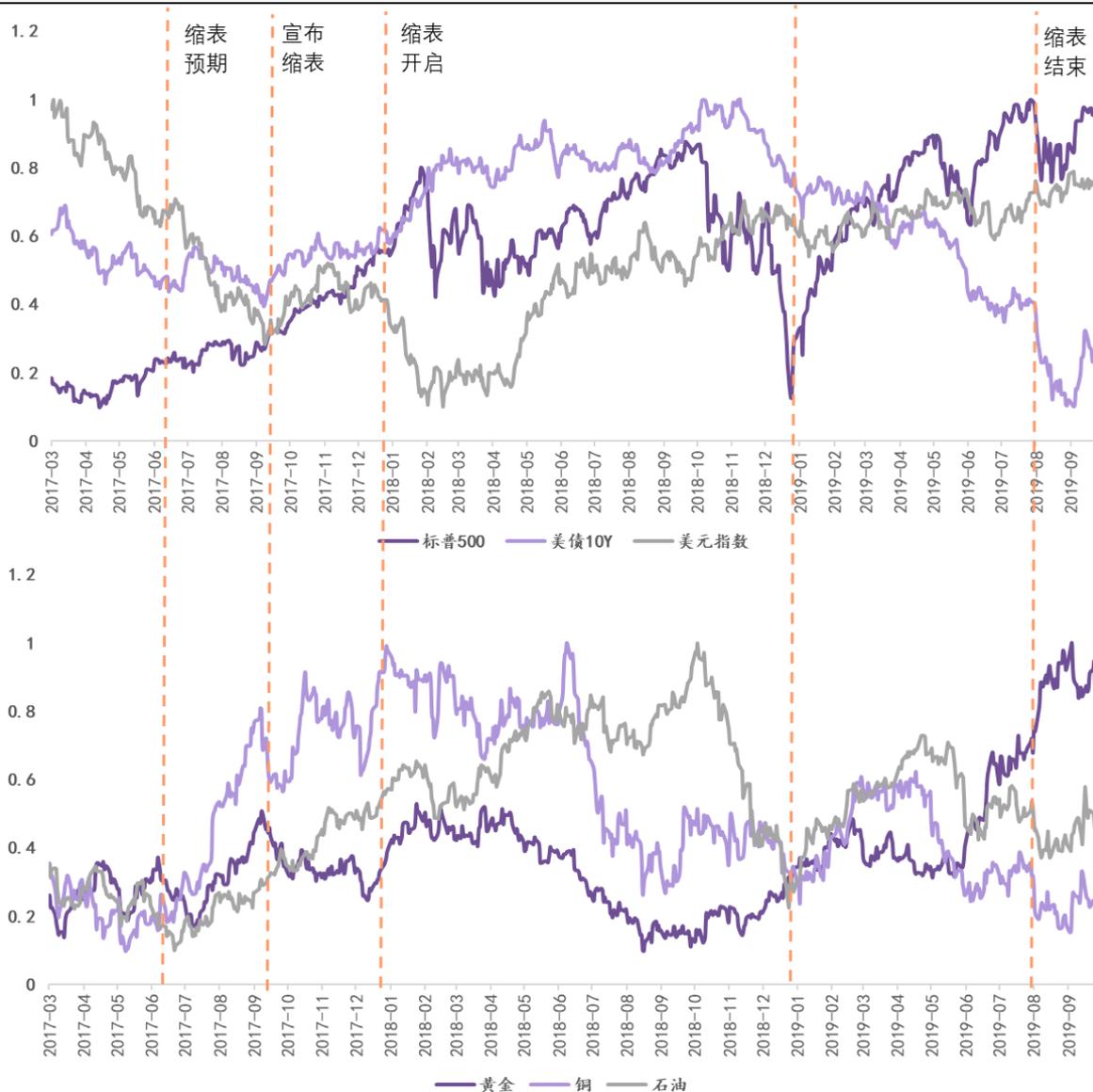
美债收益率在缩表前期上行, 后期受美国经济放缓拖累。十年期美债收益率从2017年宣布缩表开始上行, 2017年9月至2018年11月, 美债收益率从2.27%上升至3.24%。直

至2018年底，中美贸易摩擦的对于美国经济基本面的影响显性化，美国经济增长放缓拖累十年期美债收益率。

美元指数没有因缩表开启立即上行，反而是中美贸易战给予了美元强势支撑。美元指数在首次缩表开启时延续下行态势，直至2018年中，中美贸易摩擦升级，美元反而出现升值。

缩表中后期对于商品价格的压制显著。缩表的开启同样不会立即打压商品价格，而是到了2018年6月以后，商品价格才出现震荡回落的趋势，直至2018年底的第二次缩表，商品价格已经处在相对较低的水平。

图表 3：缩表对于大类资产的影响：美债>商品>美股>美元（数据标准化处理）



资料来源：Wind 资讯，华鑫证券研究

10、A股展望：靴子落地，谨慎乐观，反弹可期

短期情绪趋于缓和，但后续影响还在。5月议息会议结束后，美股三大指数由跌转涨，美债利率跳水，主要是这次加息缩表力度符合市场预期，并且打消了市场对后续加息75bp的担忧，鹰中带鸽，市场情绪有所缓和。但后续压力并未消除，从美联储表态来看，加息缩表处在初期，6月和7月大概率大幅加息50BP，再加上俄乌局势带来的通胀压力，目前正处于紧缩周期的初期，美联储重心仍在抗通胀，美债收益率仍有上行风险，对市场的影响还在。

十年期美债收益率还有一定的上行空间，预期将在3.2%的水平震荡。目前海外通胀维持高位震荡，叠加俄乌局势又起波澜，短期通胀压力仍然较大；美债实际利率延续上行，并未出现拐点，美国经济内生驱动力依旧强劲；从历史复盘来看，大幅加息的前期和宣布缩表至缩表开启的前期，美债收益率有较大上行动能，而此轮大幅加息刚刚落地，缩表也才进入宣布阶段。结合以上三点分析，我们认为十年期美债收益率仍有上行空间，并将维持高位震荡的格局。

5月A股超跌反弹可期，但反转还需观察。国内疫情拐点已现，429政治局会议再度夯实政策底；外部美联储紧缩符合预期，鹰中带鸽。内外环境趋于改善，有助于提振市场信心，超跌反弹值得期待。但内部经济还在探底，A股盈利依旧承压，经济底和盈利底还未显现，稳增长成效还需要观察；外部美联储货币正常化还在初期，再加上俄乌冲突升级的扰动，对资产价格压力并未消除。整体来看，成长还有美债利率高位的压制和自身业绩的拖累，消费在后疫情时代的复苏也很难一蹴而就，周期中的地产修复还需要时间，在这样的背景下，市场情绪大概率还会反复，难言反转。

11、风险提示

- (1) 疫情超预期恶化
- (2) 稳增长政策不及预期
- (3) 地缘冲突大规模爆发

■ 宏观策略组简介

谭倩：11年研究经验，研究所所长、首席分析师。

杨芹芹：经济学硕士，2021年11月加盟华鑫证券研究所，对宏观策略和政策研究有长期跟踪经验。

纪翔：中科院大学硕士，2021年11月加盟华鑫研究所，长期从事宏观策略和政策研究。

李刘魁：金融学硕士，2021年11月加盟华鑫研究所，从事中观行业研究。

■ 证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

| | 投资建议 | 预期个股相对沪深300指数涨幅 |
|---|------|-----------------|
| 1 | 推荐 | >15% |
| 2 | 审慎推荐 | 5%---15% |
| 3 | 中性 | (-)5%--- (+)5% |
| 4 | 减持 | (-)15%---(-)5% |
| 5 | 回避 | <(-)15% |

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

行业投资评级说明：

| | 投资建议 | 预期行业相对沪深300指数涨幅 |
|---|------|-----------------|
| 1 | 增持 | 明显强于沪深300指数 |
| 2 | 中性 | 基本与沪深300指数持平 |
| 3 | 减持 | 明显弱于沪深300指数 |

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。