

年内紧缩步伐或完全计价，风险资产迎来反弹窗口

事件：

当地时间5月4日，美联储宣布上调基准利率50个基点至0.75%-1.00%区间，为2000年以来首次大幅加息50个基点，符合市场预期。同时在FOMC声明中显示，三个月内逐步提高缩表上限至每月950亿美元（美国国债为600亿美元，MBS为350亿美元）。

点评：

本次会议要点如下：**1、加息50bp符合市场预期**，FOMC的委员会后投票决定，将政策利率联邦基金利率的目标区间上调50个基点，升至0.75%到1.00%。**2、缩表靴子落地**。委员会打算在一段时间内以可预测的方式减少美联储的证券持有量，主要是通过调整从系统公开市场账户（SOMA）中持有的证券本金偿付后的再投资金额。对于国债，最初的上限将被设定为美元300亿美元，三个月后将增加到每月600亿美元。对于机构债务和MBS，最初的上限设定为每月175亿美元，三个月后将增加到每月350亿美元。**3、暗示下次会议将继续加息**。会议声明中关于加息的措辞：“为支持联储的充分就业和长期通胀目标，FOMC决定此次加息50个基点，并预计利率目标区间的持续提高将是适当的。”

会后鲍威尔新闻发布会要点：**1、表达当前通胀率过高**。鲍威尔在回答有关通胀问题时，两次提及“much too high”，表示现在劳动力市场及其紧张，通货膨胀率太高了。但是他也表示预计将开始看到通货膨胀趋于平缓。一些证据表明核心PCE达到峰值，需要看到通货膨胀得到控制。**2、暂时排除75BP幅度的加息**。委员会普遍认为在接下来的几次会议上应该是加息50个基点。75个基点的加息不是委员会正在积极考虑的问题。如果看预期的话，那么接下来的两次会议上，分别加息50个基点是选项。如果需要更高的利率，将毫不犹豫加息。FOMC估计中性利率在2%至3%之间。**3、首提经济软着陆**。鲍威尔认为未来就业市场的参与率会逐步提升，但就业人数增长会放缓，进而导致失业率出现小幅上涨。新进的劳动力供给以及放缓的经济将逐步降低职位空缺率，进而降低薪资和通胀压力，使得经济重新回到平衡状态，达到软着陆。

缩表靴子落地后，风险资产出现反弹。由于市场已经充分预期本次加息缩表，同时本次会议中并未有更加鹰派的信号释放，因此市场反应较为乐观。鲍威尔新闻发布会召开15分钟后，道指涨幅达到1%；直至收盘，美股持续上涨涨幅达到了3%，创下44年来美联储加息日的最佳表现。此外，海外大宗商品全线上涨，国际油价上涨接近5%，国际金价也于尾盘明显上行。美元指数下跌超过1%，10年美债收益率下行明显。

从资产相关性来看，缩表对金融资产冲击较为明显。上一轮缩表发生在2017年10月，距离2015年12月正式加息后约2年时间，其中美联储于2017年4月的会议纪要上释放了缩表信号，并于2017年6月议息会议上披露QE方案，最终于2017年10月议息会议正式宣布启动缩表，终止于2019年7月。缩表对资产价格的影响相对直接，**美联储资产负债表和金融资产相关性显著，和美股显著正相关性高达0.9，和美债利率负相关性高达-**

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289号

研究院

侯峻

从业资格号：F3024428

投资咨询号：Z0013950

研究员：

吴嘉颖 FICC组

☎ 021-60827995

✉ wujiaying@htfc.com

从业资格号：F3064604

投资咨询号：Z0017091

联系人

彭鑫 FICC组

☎ 010-64405663

✉ pengxin@htfc.com

从业资格号：F3066607

蔡劭立 FICC组

☎ 0755-23887993

✉ caishaoli@htfc.com

从业资格号：F3063489

投资咨询号：Z0014617

高聪 FICC组

☎ 021-60828524

✉ gaocong@htfc.com

从业资格号：F3063338

投资咨询号：Z0016648

0.849，和沪深300录得0.68的一定正相关。此外，2017年-2019年的缩表阶段，商品指数和美联储资产负债表的相关性为-0.29，商品板块中相关性较高的是谷物(-0.81)、农副产品(-0.68)、软商品(0.82)。

但复盘上轮缩表期间大类资产走势可以发现，在经济基本面驱动下，缩表的影响可能被削弱。2017年10月至2019年7月期间，道指与纳指维持涨幅，在20%左右；MSCI新兴市场指数小幅下跌3.8%；黄金与原油均呈现上涨趋势；CRB现货指数小幅下跌4.8%；10年美债收益率出现下跌，而2年美债收益率小幅上行。观察发现缩表落地短期对于金融资产的影响更大，但在持续缩表阶段，资产受经济受经济基本面驱动为主。

美国通胀进入筑顶平台期，下半年联储紧缩压力或有所缓解。3月美国PCE物价指数同比6.6%，核心PCE物价指数同比5.2%，续创40年新高。当前美国通胀已经从商品端延伸向粘性较强的服务端，以房租为代表的服务价格持续上行。从同比数据来看，我们认为3月美国通胀同比大概率见顶；但从环比看，由于目前供给缺口仍然较大，同时俄乌局势冲突下能源板块价格走高抬升通胀。因此通胀将持续筑顶一段时间，美联储在6月仍然处于追赶曲线对抗通胀的阶段。进入下半年后，在供给端有明显好转之前需要关注紧缩政策抬高通胀带来的经济负反馈。若需求降温速度过快、经济存在衰退迹象，美联储下半年紧缩压力将有所缓解。

美债10Y-2Y利差和10Y-3M利差走势分化，它折射出美国经济强现实、弱预期的特征，显示短期“经济下行”风险不大，但下半年压力陡增。当前，美债10Y-2Y利差和10Y-3M利差自2021年10月以来明显分化，我们认为这是市场对于2年内加息概率定价的走高导致2Y期限美债利率快速抬升，而10Y-3M利差并未明显下行显示市场流动性仍较为充裕、近期经济韧性犹存。因此，尽管此前10Y-2Y美债利差一度倒挂，但美国经济实质下行仍需更多佐证，短期发生大幅度经济下行概率相对较低。

总体来说，本次会议基本符合市场预期，年内连续加息市场叠加缩表已经充分定价。对于资产配置而言，靴子落地后且在6月议息会议前，有望迎来一波风险资产的反弹窗口期。而长期需要警惕美国经济衰退的定价，滞涨和衰退预期的冲击下，若美股见顶回落，则长端美债和黄金将出现增配，进而带来美债曲线倒挂的现象。从历史来看，2Y-10Y美债利率倒挂后半年内美联储将结束加息，结合通胀预测来看，下半年加息步伐或将有所放缓，年底是否直接结束还需要进一步观察。

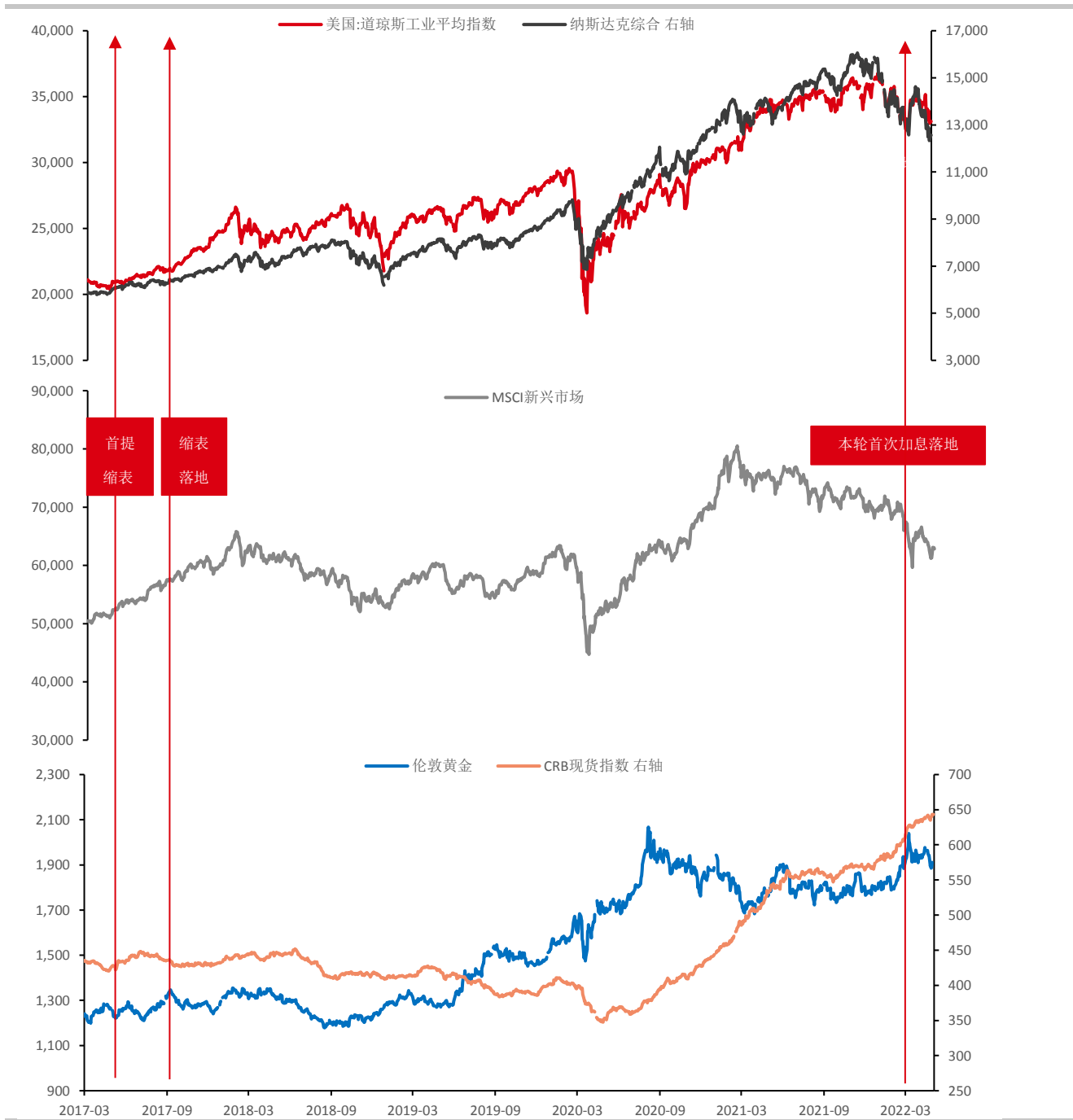
图 1: 近几次重要 FOMC 议息会议摘要

	2022 年 5 月会议	2022 年 3 月会议	2022 年 1 月会议	2021 年 12 月会议
经济活动	今年一季度有所下滑, 但家庭支出和企业固定投资仍然表现强劲。近几个月来, 就业岗位增长扎实, 失业率已经大幅下降。	经济活动和就业指标保持强劲	受大流行影响最严重的行业在最近几个月有所改善, 但受到了最近新冠病例急剧上升的影响。	在疫苗注射以及强有力政策支持的支持下, 经济活动与就业指标得以继续加强。受大流行病影响最严重的部门在最近几个月有所改善, 但持续受到疫情的影响。
通胀	通货膨胀水平仍然处于高位, 反映了与疫情有关的供需失衡、能源价格上涨以及更为广泛的价格压力。	通货膨胀仍然居高不下, 反映出与大流行、能源涨价及更广泛的涨价压力相关的供需失衡。	供需失衡导致通胀高企。与新冠肺炎疫情相关的供需失衡和经济的重新开放继续导致通胀水平上升。近几个月就业增长强劲, 失业率大幅下降。	近几个月来, 就业岗位的增加是稳固的, 失业率已实质性下降。与疫情和经济重新开放有关的供需失衡继续导致通胀水平上升。
对后续经济和通胀的观点	俄罗斯对乌克兰的入侵正在造成巨大的人道与经济困难。这对美国的经济影响是非常不确定的。入侵和相关事件正在对通货膨胀造成额外的上升压力, 对可能对经济活动产生影响。此外, 中国的疫情封控可能会加剧供应链的破坏。委员会高度关注着通胀风险。	俄乌冲突对美国的影响高度不确定, 或对通胀造成额外的上行压力。	疫苗接种进展、供应紧张的缓和将支撑增长、就业、降低通胀。	经济的发展路径继续取决于病毒的走向。疫苗接种的进展和供应限制的缓解预计将支持经济活动和就业的持续增长, 通货膨胀则将相应回落。经济前景的风险仍然存在, 包括来自新变种的风险。
利率和购债规模	委员会决定将联邦基金利率的目标区间提高到 0.75%-1%。并预计利率目标区间的持续提高将是适当的。此外, 委员会决定在 6 月 1 日开始减少其持有的国债、机构债务以及 MBS, 正如与本声明同时发布的《缩减美联储资产负债规模的计划》中所述。	FOMC 的委员会后投票决定, 将政策利率联邦基金利率的目标区间上调 25 个基点, 升至 0.25% 到 0.50%。	美联储将基准利率维持在 0%-0.25% 不变, 符合市场预期。每月资产购买规模将减少 300 亿美元 (维持不变)。资产购买将在 3 月初结束。美联储强调很快就会适当地提高联邦基金利率, 并表示将在加息后开始缩减资产负债表。	将联邦基金利率的目标范围保持在 0-0.25%。鉴于通货膨胀的发展和劳动力市场的进一步改善, 委员会决定开始放缓其每月净资产购买的步伐, 国债减少 200 亿美元, 对 MBS 则减少 100 亿美元。

数据来源: 华泰期货研究院根据公开信息整理

图 2: 上轮缩表周期下大类资产表现

单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 3： 上轮缩表周期下大类资产表现

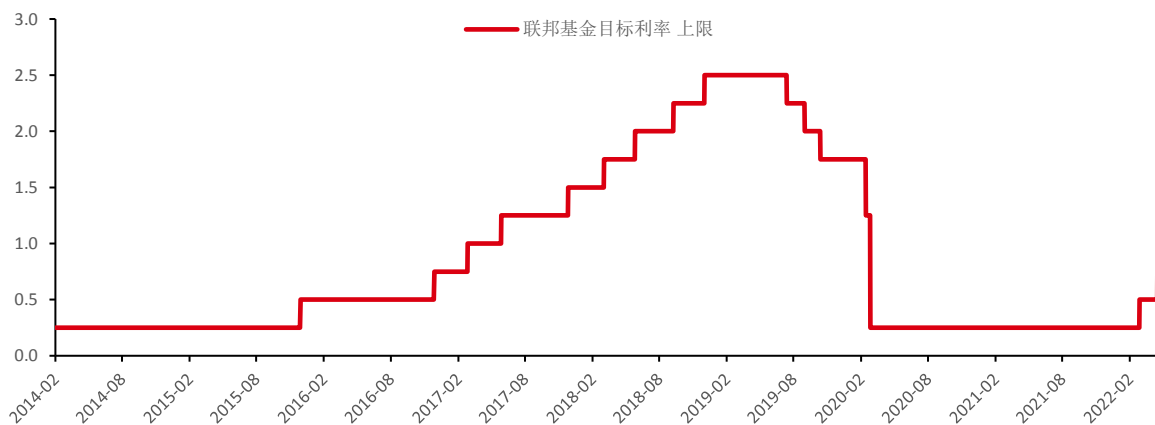
单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

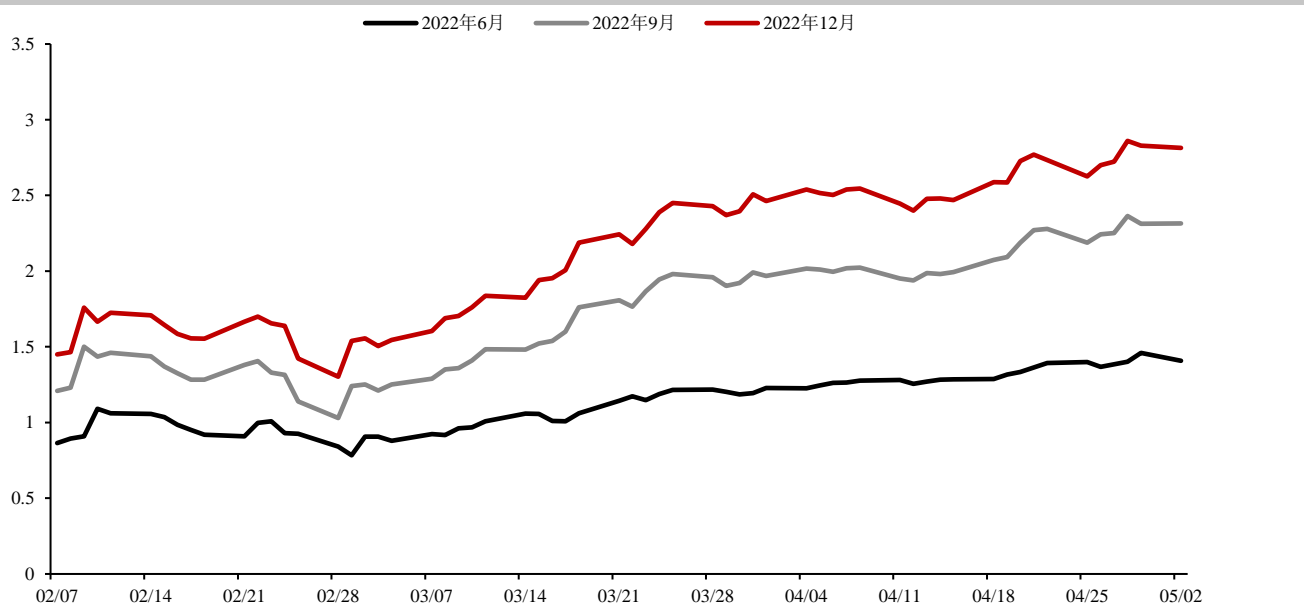
图 4： 美国联邦基金目标利率上限走势

单位：%



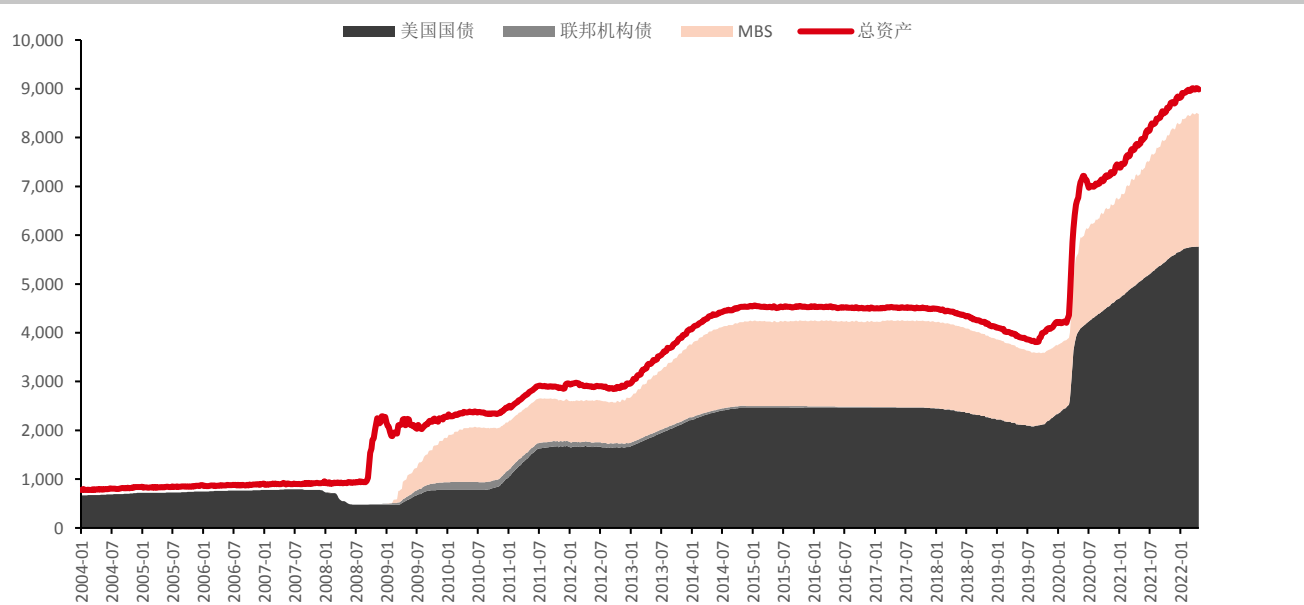
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 5: 美国联邦利率期货隐含政策利率 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 6: 美联储资产负债表总资产规模接近 9 万亿 单位: 十亿



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 7: 上轮缩表周期中大类资产表现

单位: %

2017.10 至 2019.7	道指	纳指	MSCI 新兴市场	伦敦黄金	原油	CRB 综指	美元指数	10 年美债*	2 年美债*
涨跌幅	16.4%	23.3%	-3.8%	11.7%	3.8%	-4.8%	3.7%	-32BP	25BP

数据来源: Wind 华泰期货研究院

*10 年与 2 年美债计算方式为收益率绝对值之差

图 8: 2007 年至今美联储资产负债表和各类资产的相关性

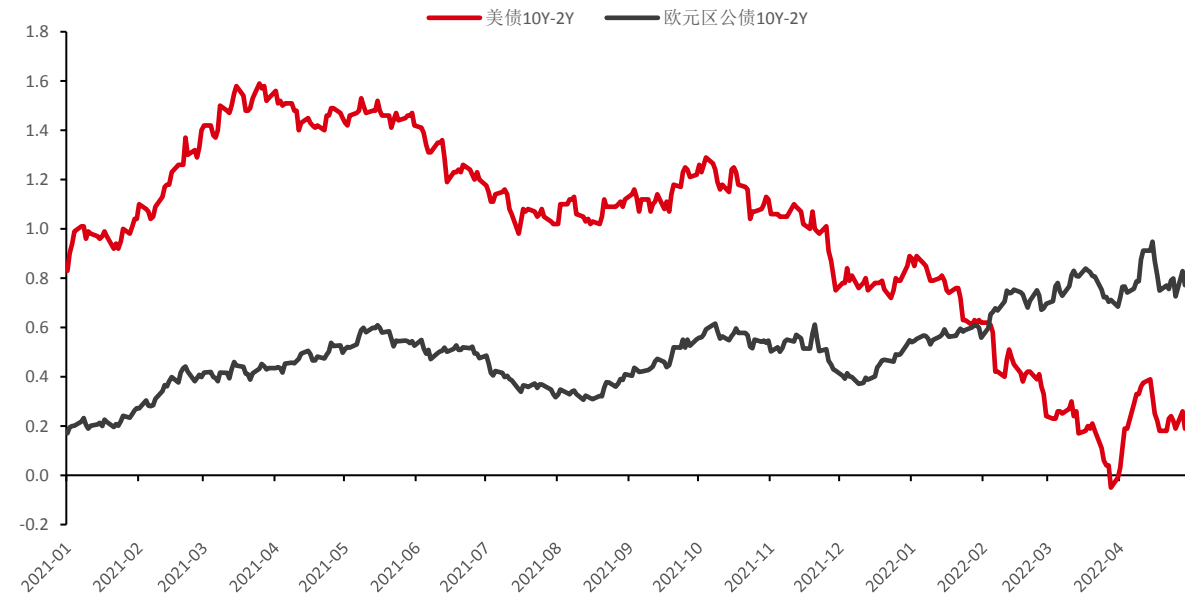
单位: %

	美元指数	纳指	沪深 300	CRB 综指	10Y 中债利率	10Y 美债利率
纳指	0.503864	1				
沪深 300	0.155775	0.697077	1			
CRB 综指	-0.32079	0.426803	0.593739	1		
10Y 中债利率	-0.67326	-0.47028	-0.33303	0.332823	1	
10Y 美债利率	-0.3375	-0.6707	-0.56828	-0.52562	0.618534	1
美联储资产负债表 规模	0.434983	0.903195	0.684515	0.567008	-0.49639	-0.84967

数据来源: Wind 华泰期货研究院

图9: 欧盟和美国国债利率情况

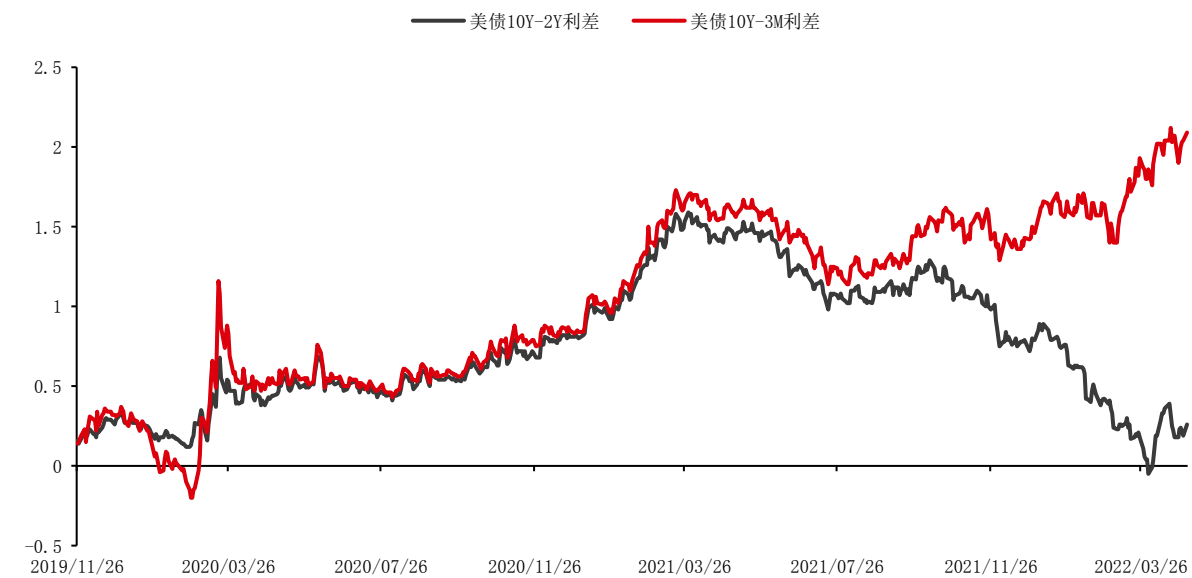
单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

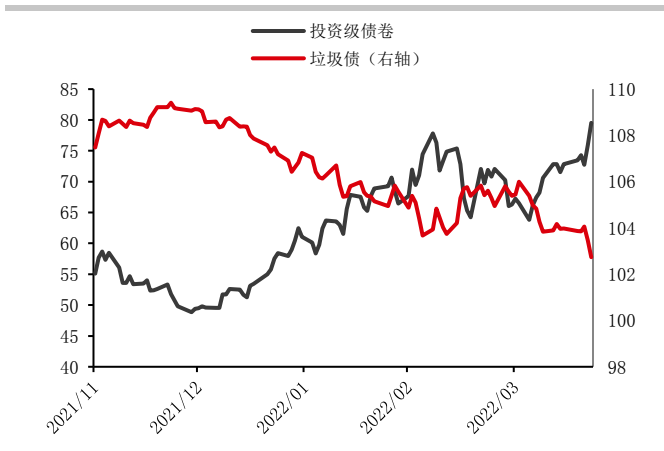
图10: 美债10Y-2Y利差和10Y-3M利差明显分化

单位: %



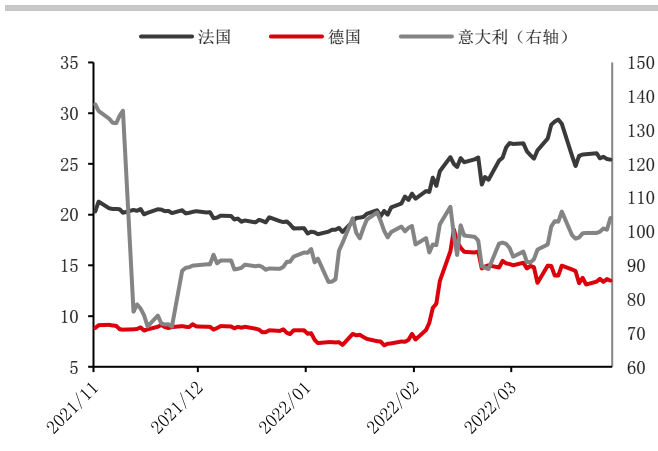
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 11: 美国信用债 CDS 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 12: 欧盟部分国家主权债 CDS 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 13: 美银美国 AAA 级企业债收益率 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 14: 美银美国 CCC 级企业债收益率 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 15: 美国往轮衰退周期下大类资产表现

单位: %

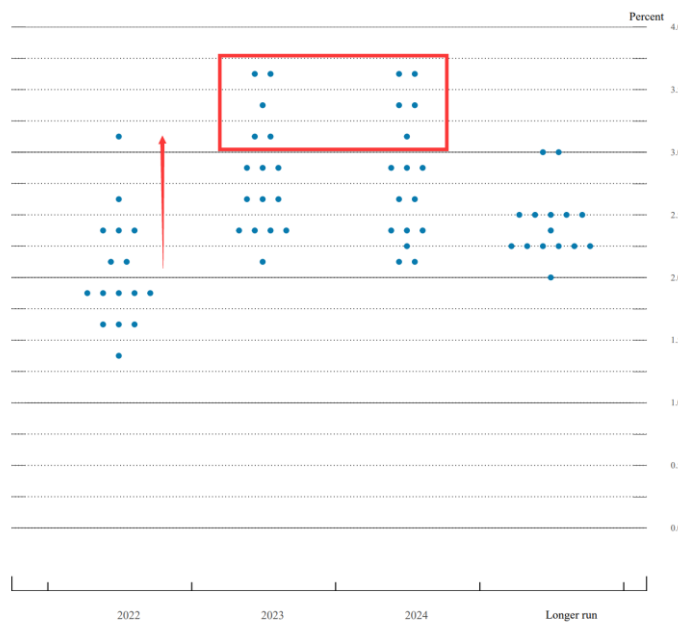
	美元指数	纳指	道指	10Y 美债利率绝对变化	CRB 综合	CRB 食品	CRB 油脂	CRB 家畜	CRB 金属	CRB 工业原料	CRB 纺织品	黄金	原油
2020/1-2020/4	1.70%	-13.84%	-2.86%	-0.87	-12.60%	-15.97%	-13.36%	-17.38%	-15.37%	-10.20%	-3.56%	7.48%	-56.41%
2014/10-2015/3	13.22%	2.22%	5.83%	-0.41	-9.57%	-12.85%	-17.31%	-19.06%	-17.21%	-7.23%	0.90%	1.95%	-35.71%
2011/12-2012/7	3.23%	7.00%	13.08%	-0.36	0.09%	5.58%	2.46%	6.49%	-5.92%	-3.54%	-7.29%	2.75%	-1.60%
2008/7-2008/12	10.89%	-22.87%	-32.19%	-1.74	-31.47%	-29.33%	-47.33%	-43.46%	-49.27%	-32.80%	-9.29%	-5.77%	-52.90%
1997/10-1998/12	-1.54%	23.37%	37.59%	-1.19	-21.05%	-21.29%	-21.17%	-34.52%	-25.57%	-20.87%	-12.05%	-7.69%	-47.40%
1989/5-1991/1	-20.45%	10.33%	-7.17%	-0.57	-8.72%	-8.29%	-9.78%	1.31%	-21.36%	-10.74%	1.39%	1.16%	13.72%
1980/11-1982/2	24.35%	-17.01%	-13.80%	1.31	-16.49%	-16.66%	-14.35%	-5.55%	-18.71%	-15.88%	-14.73%	-41.49%	-1.61%
平均涨跌幅	4.49%	-1.54%	0.07%	-0.55	-14.26%	-14.12%	-17.26%	-16.02%	-21.92%	-14.47%	-6.37%	-5.94%	-25.99%
上涨概率	71.43%	57.14%	42.86%	14.29%	14.29%	14.29%	14.29%	28.57%	0.00%	0.00%	28.57%	57.14%	14.29%

数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 16: 利率点阵图利率中枢明显上调

单位: %

Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



数据来源: Wind 华泰期货研究院

● 免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

● 公司总部

地址：广东省广州市越秀区东风东路761号丽丰大厦20层

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com