

宏观点评

2022年5月26日

美联储坚定加息，但鹰群中有鸽

美联储会议纪要点评

核心内容：

- **未来两次加息均为 50bps：** 大多数票委认为 6、7 月 FOMC 会议分别加息 50bps 较为合适。美联储调整了 3 月份公布的 PCE 通胀预期，2022 年预期维持 4.3% 不变，2023 年由 3 月公布的 2.7% 调整为 2.5%，2024 年由 2.3% 调整为 2.1%。美联储一直声称将依照相关经济数据做出决定，所以近期市场的震荡可能使美联储官员对 9 月份继续大幅加息三思。另外美联储多数官员倾向于 6、7 月连续加息可能也在为后期政策调整留出空间。
- **美联储对经济仍然乐观：** 对经济的乐观源于消费和固定资产投资数据的上行以及劳动市场的紧凑。从环比增速拆分来看，消费将 GDP 环比向上拉动了 2.09%，且服务消费旺盛；主要的拖累项是净出口的-3.23%，而净出口的下滑主要是源于进口的大幅上涨，这侧面印证了美国内需的旺盛。4 月失业率为 3.6%，新增非农就业人数也维持在 40 万以上，可以说已经完全实现了美联储的就业最大化目标。
- **控制通胀是货币政策的首要任务：** 美联储认为持续高企的通胀反映了持续的供需不平衡、高能源价格和更广泛的价格压力，同时俄乌冲突和中国的防疫政策也可能增加物价压力；通胀已经远超其 2% 的长期目标，并开始侵蚀美国家庭的实际收入和财富并影响未来的生产和投资计划。如同鲍威尔所强调，控制通胀已经成为货币政策的首要任务。
- **劳动市场供不应求：** 劳动市场中存在供需不平衡，需求远超供给，美联储在商界的联系人们表示雇佣并留住劳工变得越来越困难。就业增长依然强劲，失业率达到了 50 年来的低点，离职率和职位空缺很高，同时名义工资在快速上行。通胀可能威胁就业最大化，而劳动市场的紧凑又在恶化通胀，所以加息抑制通胀是主旋律。
- **市鸽派声音需要等待：** 无论是当前 0.75%-1% 的政策利率还是 10 年国债所反映的市场预期都与泰勒规则下限的 3.5% 目标相差较远，通胀控制仍意味着迅速追赶目标利率。所以当前美联储 9 月继续紧缩的可能性仍然不小，但如果金融市场和经济数据在之前出现大的震荡，鹰群内的鸽声会变大从而影响美联储的加息决定。

分析师

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515030003

特别感谢：

于金潼

5月25日公布的本月FOMC会议纪要并没有许多超预期的内容，大部分已经在鲍威尔等美联储官员的前瞻性引导中披露，重点内容如下：

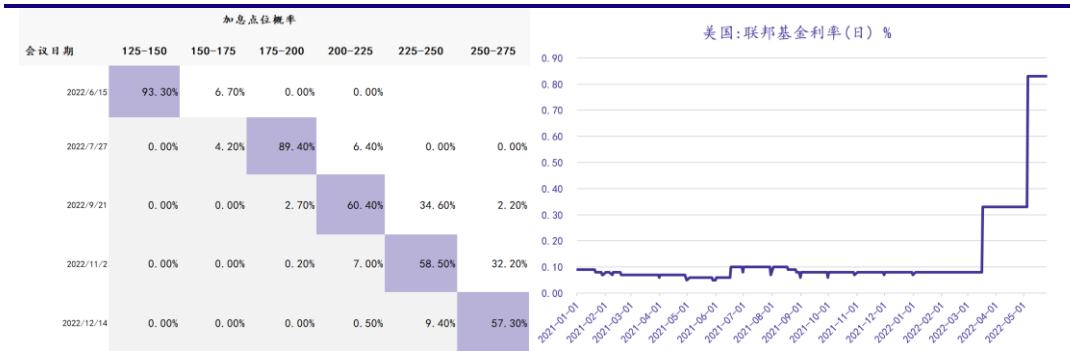
一、未来两次加息均为50bps

联邦利率期货对5月加息预期为50bps，问卷显示接下来两次会议预期加息均为50bps，明年中期的预期目标利率中值上升125bps至3.13%。国债和长期私人债务利率上行，30年定期房贷利率超过5%，为10年来新高。市场数据和问卷显示通胀将在接下来几年回落，但市场对美联储为将通胀控制在2%而超预期紧缩较为警惕。货币市场利率上行，这导致市场对超短期投资需求增多，隔夜逆回购(ON RRP)的使用显著上行，但长期可能随缩表回落。

由于鲍威尔和其他委员前期的讲话以及缩表计划的披露，6月份加息50bps已经被市场充分预期，7月也有前瞻性指引，不确定性主要集中在9月份的FOMC会议。根据CME利用期货市场数据计算的加息预期，市场当前认为6、7月份加息50bps确定性很高，而9月份可能继续加息25bps。

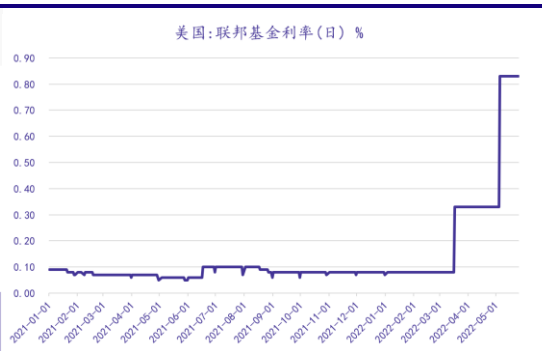
5月会议的参与者立场整体偏鹰派，但值得注意的是美联储调整了3月份公布的PCE通胀预期，2022年预期维持4.3%不变，2023年由3月公布的2.7%调整为2.5%，2024年由2.3%调整为2.1%。虽然美联储声称调整计入了工资和进口价格上涨等因素，但未来通胀预期的下调，结合亚特兰大联储博斯蒂克在本周表示应当注意加息的速度并评估对经济的影响，暗示美联储内部鸽派声音浮现；此前一直十分鹰派的圣路易斯联储布拉德也在5月20日表示考虑在控制住通胀后于2023和2024降息，态度略微缓和。美联储一直声称将依照相关经济数据做出决定，所以近期市场的震荡可能使美联储官员对9月份继续大幅加息三思。另外美联储多数官员倾向于6、7月连续加息可能也在为后期政策调整留出空间。

图1：CME加息预期(%)



资料来源：CME Fedwatch, 中国银河证券研究院整理

图2：联邦基金利率上行(%)



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院整理

二、美联储对经济仍然乐观

美联储认为美国2022年一季度环比负增长主要是由于净出口和库存投资下滑，而私人最终需求旺盛。劳动参与率3月份上行，空缺岗位增加，雇佣成本指数增长快于从前。实际个人消费支出和住房投资保持增长，商业固定资产投资增速在一季度迅速上涨。随着2、5、10年国债收益率上行，房贷固定利率也相应的上涨，会在一定程度压制美国经济，但仍然需要时间。商业、工业和房地产贷款以及信用卡贷款增长良好。家庭和商业杠杆率温和。

表 1: 美联储 FOMC 会议重点:

2022-03 FOMC 会议重点	2022-05 FOMC 会议重点
<p>经济和就业状况</p> <p>1. 经济活动和就业指标持续增强; 新增岗位近几个月保持强势, 失业率显著下降; 经济预测显示 FOMC 委员对坚实经济增长有信心</p> <p>2. Omicron 变种传播迅速, 但在一个月中确诊病例已经大幅减少, 造成的经济影响温和且短暂</p> <p>3. 俄乌冲突为美国经济前景带来巨大不确定性, 但其影响主要包括加剧通胀上行压力和拖累经济活动</p>	<p>1. <u>虽然一季度整体经济活动因进出口和库存下滑而小幅下行, 家庭消费和企业固定资产投资保持强劲</u>; 新增岗位近几个月保持强势, 失业率显著下降, <u>劳动市场当前供给不足</u></p> <p>2. <u>中国由于疫情进行的局部封锁可能会加剧供给侧问题</u></p> <p>3. 俄乌冲突为美国经济前景带来巨大不确定性, 主要包括加剧通胀上行压力和拖累经济活动</p>
<p>通胀</p> <p>1. 通胀超过 2% 的长期目标</p> <p>2. 总需求强劲但供给端限制了生产; 由于国内外疫情等因素扰动, 对供给端的干扰比预计的影响更大、时间更久</p> <p>3. 俄乌冲突导致大宗商品价格, 尤其是原油和其他能源价格上涨, 也将增大通胀压力</p>	<p>1. <u>通胀已经过高 (much too high), 维持强劲的就市场首先需控制通胀</u></p> <p>2. 供给端的干扰比预计的影响更大、时间更久; <u>俄乌冲突导致的原油和商品涨价以及中国因疫情进行的封锁将加剧通胀压力</u></p> <p>3. 劳动市场供需不平衡, 其紧张状况和工资上涨将持续一段时间</p>
<p>货币政策</p> <p>1. 联邦基金利率增加 25bps 至 0.25%-0.5%</p> <p>2. 对 2022 年底的合适利率, FOMC 预测的中位数是 1.9%; 对未来两年利率的预测中位数为 2.8%</p> <p>3. FOMC 将在下次会议上宣布开始缩表的时间和计划 (预计上限为 600 亿国债+350 亿 MBS)</p>	<p>1. <u>联邦基金利率增加 50bps 至 0.75%-1%</u>, 目标区间内继续上调利率是合适的</p> <p>2. <u>6 月 1 日起开始缩表, 起始规模为 300 亿国债+175 亿 MBS, 并在三个月后 (9 月) 增加到 600 亿国债+300 亿 MBS</u></p> <p>3. <u>一次性加息 75bps 暂时不在考虑范围内</u>, 未来几次会议更可能考虑 50bps 的加息, 货币政策仍取决于相关数据</p> <p>4. <u>美联储当前首要注意力集中在将通胀重新带回 2% 的目标</u></p>

资料来源: Fed, 中国银河证券研究院整理

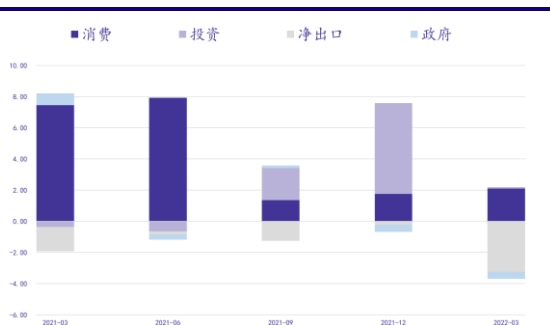
美联储对经济的乐观源于消费和固定资产投资数据的上行以及劳动市场的紧凑。虽然一季度 GDP 环比下行 1.5%, 但从环比增速拆分来看, 消费将 GDP 环比向上拉动了 2.09%, 且服务消费旺盛; 主要的拖累项是净出口的-3.23%, 同时投资环比拉动为 0.1%, 低于 21 年四季度的 5.82%, 政府支出则由于财政刺激的减少而下行。净出口的下滑主要是源于进口的大幅上涨 (不变价折年环比增 12.4%), 这侧面印证了美国内需的旺盛。投资虽然整体增速放缓, 但主要是受到存货的拖累, 固定资产投资对 GDP 环比增速拉动实际为 1.18%。综合来看, 消费和投资表现良好, 经济短期下行压力不大。关乎民生的劳动市场也十分紧凑, 4 月失业率仅为 3.6%, 新增非农就业人数也维持在 40 万以上, 可以说已经完全实现了美联储的就业最大化目标。

图 3: ECR1 领先指标仍然较高



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 4: 美国一季度 GDP 环比增速拉动拆分 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

三、控制通胀是货币政策的首要任务

物价方面，美联储认为持续高企的通胀反映了持续的供需不平衡、高能源价格和更广泛的价格压力，同时俄乌冲突和中国的防疫政策也可能增加物价压力。另一方面，供应链问题的逐渐缓解以及疫情相关的财政政策的退出有利于在中期减缓通胀压力。美联储承认通胀已经远超其 2% 的长期目标，并开始侵蚀美国家庭的实际收入和财富并影响未来的生产和投资计划，市场对通胀的预期也在不断上行。综合海外和劳动市场的情况，一些与会者认为现在判断通胀已经见顶回落为时尚早。如同鲍威尔所强调，控制通胀已经成为货币政策的首要任务。

四、劳动市场供不应求

劳动市场中存在供需不平衡，需求远超供给，美联储在商界的联系人们表示雇佣并留住劳工变得越来越困难。就业增长依然强劲，失业率达到了 50 年来的低点，离职率和职位空缺很高，同时名义工资在快速上行。大多与会者认为劳动市场的紧凑的名义工资的上涨将持续一段时间。如同之前所讨论的，就业市场火热的可能也在为通胀添砖加瓦，由于当前最大就业条件已经满足，美联储的核心关注点就是通胀。

图 5：新增非农就业人数强劲（千人）

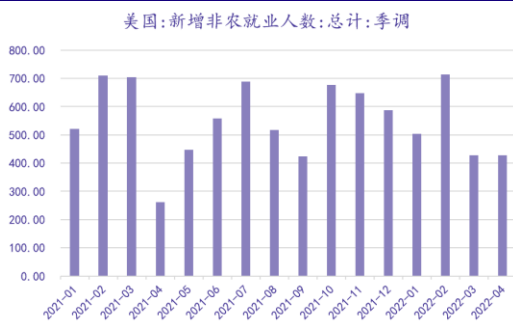


图 6：美国就业市场已经十分紧凑



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

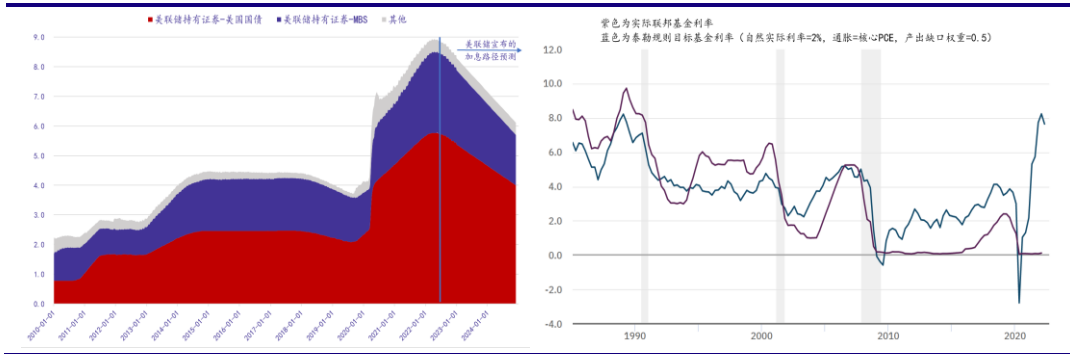
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

五、鸽派的声音需要等待，这是衰退和通胀的赛跑

当然，鸽派声音当前仍相当微弱，因为即使使用最低的达拉斯联储修正的 PCE 通胀增速和其他参数代入泰勒规则，目标政策利率的下限也已经在 3.5% 附近，而无论是当前 0.75%-1% 的政策利率还是 10 年国债所反映的市场预期都与该目标相差较远，通胀控制仍意味着迅速追赶目标利率。所以当前美联储 9 月继续紧缩的可能性仍然不小，但如果金融市场和经济数据在之前出现大的震荡，鹰群内的鸽声会变大从而影响美联储的加息决定。

图 7：美联储资产和缩表预期（万亿美元）

图 8：泰勒规则目标利率显示美联储已经远远落后 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Atlanta Fed, 中国银河证券研究院整理

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

许冬石：宏观经济分析师，英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券研究部，新财富宏观团队成员，主要从事数据分析和预测工作。2014年获得第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年获得第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出与其它本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn