

**美联储 FOMC 会议点评 (2024.5)**
**投资要点**

◆ **美联储 5 月 FOMC 会议因“近期通胀下行缺乏进展”而连续第六次决定维持联邦基金利率目标区间不变，并在缩表启动两年之后决定放缓减持国债速度、并将 MBS 超月度减持上限的到期本金改为再投资于国债，意在通过经济供需再平衡、提升房贷利差两条路径促进通胀向下收敛并维持经济相对高增。**当地时间 5 月 1 日，美联储在 2024 年第 3 次 FOMC 会议声明中，将“就业与通胀目标持续趋于更加平衡”的评估修改为“在过去一年中趋于更加平衡”，增加了“最近数月通胀下行缺乏进展 (lack of further progress)”的总结，由此如预期连续第 6 次决定将联邦基金利率维持在 5.25%-5.5%，并重申未来通胀走势仍是何时启动降息的关键变量，**展现了相当审慎的态度。**同时如鲍威尔此前预告，本次会议决定放缓缩表速度，而放缓的幅度稍超过市场预期。声明中明确“自 6 月起美联储美国国债月减持上限从 600 亿美元降至 250 亿美元”，维持 350 亿美元的 MBS 月减持上限不变，但决定将超出此上限的 MBS 到期本金再投资于国债而非此前两年的 MBS，这一改变将进一步加快美联储减持 MBS 相对于减持国债的速度，此举又很大程度代表一种宽松立场。看似两相矛盾，如何理解？

◆ **事实上，当前美国经济形势下，放缓缩表和维持高利率在促进通胀向下收敛的中长期目标意义上是高度一致的。第一层逻辑是“放缓缩表——稳定长期实际利率——促进投资和产出高增——缩窄需求缺口——降低通胀”。**首先，作为全球需大于供最为显著的国家，面临极大需求缺口的美国当前显然完全不是“滞胀”环境，这一点对于理解当前美联储的操作极为关键。鲍威尔在发布会上明确指出滞胀是“高个位数通胀和非常缓慢的经济增长”，美国 24Q1 实际 GDP 同比增长高达 3.0%，核心 PCEPI 同比低于 3%，确如鲍威尔所称“按任何标准都是相当坚实的增长”，“没有看到滞胀的迹象”。**这也意味着当前美国经济结构其实是供给即产出增长越快，需求缺口缩窄越快，通胀回落越快。而供给能否改善很大程度上取决于长端实际利率能否不再上行。**自 2022 年 5 月开始缩表至今，美联储总资产规模仅仅减少了 1.56 万亿美元，较此前两年扩表飙升的 4.65 万亿美元增持规模相比实际上是较为缓慢的，但 10Y TIPS 实际利率水平今年以来已经上行超 50BP 至 2.25%，美国一季度 GDP 中私人库存和净出口分项相对偏弱的表现也显示出工业生产亟需进一步推升的结构。本次放缓国债减持的幅度大于市场原先预期的幅度，并要求额外到期 MBS 本金再投资于国债，大幅放缓了国债减持的速度，预计将较为明显地对美国国债长期利率及预期形成向下的稳定作用，从而有助于中长期促进产出高增、缩窄需求缺口并降低通胀。**也应当看到这种路径很可能是在用“薪资通胀螺旋黏性”换取“通胀回落趋势确定性”，从而降息很难提前但加息已几无可能。**

◆ **第二层逻辑是通过降低美联储持有 MBS 的资产比重，维持房贷利率的限制性水平，遏制未来降息周期房地产市场二次过热，从房价和房租的角度平抑未来通胀。**鲍威尔在解答住房领域通胀仍高的问题时指出，租金传导“需要一些时间来体现”，“滞后时间将更长”。我们在此前报告中曾分析指出，本轮美联储货币紧缩对房价和房租形成的小幅抑制作用在近期的通胀数据中已经开始消退，这一点可能引发了美联储的警惕并在缩表调整过程中付诸行动。自 2022 年 5 月至今的本轮缩表，每月超出 350 亿美元缩减上限的 MBS 到期本金都是重新购入 MBS，这事实上对美国长期房贷利率与国债利率之间的利差形成了压制作用。本次缩表调整，不但 MBS 缩减速度不变，而且超出上限的到期本金还改为再投资于国债市场，将令 MBS 缩减速度不降反升，从而预计将在长期国债利率有所压降的同时提升抵押贷款利差，从而令房地产市场需求、房价和房租在未来的降息周期中进入“二次过热”的概率下降，由此也对核心通胀路径有望形成中长期的平抑效果。

◆ **考虑上述双层逻辑，我们仍提示关注 6 月美元指数上冲至 110 以上的可能性，但主要原因不是美联储年内无法降息（我们维持 9 月美联储首降的预测不变，预计全年降息 2 次），而是欧央行 6 月降息之后可能因自身经济已经真正陷入“滞胀”而不得不提出激进加速降息的中期路径。预计二季度人民币被动贬值压力仍然较大，宽松受限背景下财政发力是政策主导。**

◆ **风险提示：**美联储紧缩程度超预期风险。

分析师

秦泰

 SAC 执业证书编号：S0910523080002  
 qintai@huajinsec.cn

报告联系人

周欣然

zhouxinran@huajinsec.cn

**相关报告**

 利刃出鞘 暂藏锋芒——FOMC 会议点评  
 (2024.3) 2024.3.21

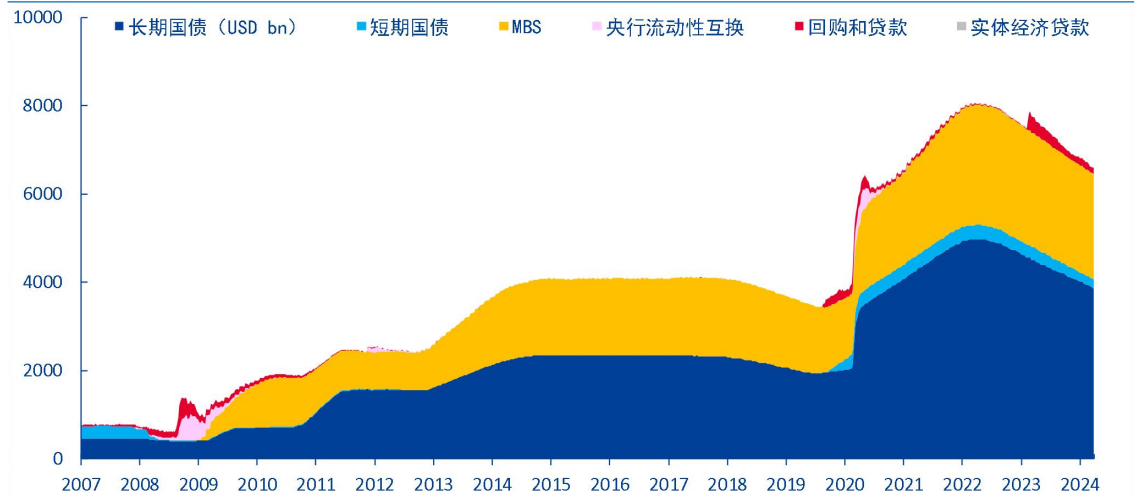
 美国经济已强弩之末？——24Q1 美国 GDP  
 点评 2024.4.25

 “二次通胀”山雨欲来——美国 CPI 点评  
 (2024.3) 2024.4.11

 靠前发力有效落实，避免经济前紧后松——  
 政治局会议解读 (2024.4) 2024.4.30

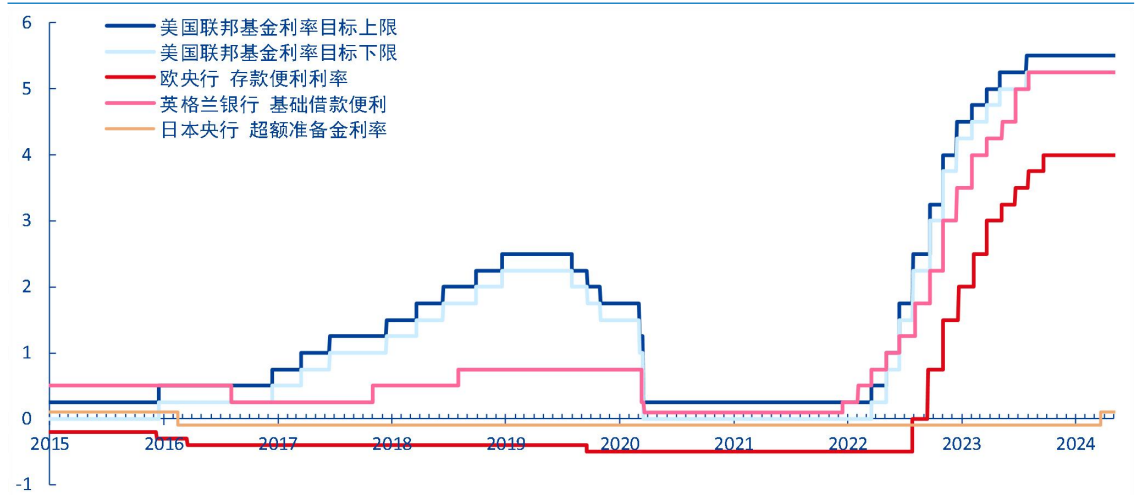
 再论央行买卖国债——华金宏观·双循环周  
 报 (第 55 期) 2024.4.27


图 1：美联储总资产规模及结构（USD bn）



资料来源：CEIC，华金证券研究所

图 2：发达经济体主要央行政策利率（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所

## 分析师声明

秦泰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

## 风险提示：

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。投资者对其投资行为负完全责任，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。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：[www.huajinsec.cn](http://www.huajinsec.cn)