

鲍威尔放偏鸽信号：加息不太可能

——美联储5月议息会议点评

事件：

美联储5月维持利率不变，符合市场会前的预期。目前情况看，就业市场仍不弱，通胀略高，美国经济仍具韧性。在通胀继续回落的情况下，我们认为年内仍可能降息。缩表6月将降速，需关注相关小银行风险。鲍威尔明确表示加息不太可能，市场理解美联储偏鸽，美股在新闻发布会开始后上涨，美债利率下行，美元指数走弱，黄金走强。

事件点评

➤ 维持利率不变符合预期

美联储5月会后宣布将政策利率的目标区间维持在5.25%-5.5%。本次维持利率不变符合市场预期，会议前CME期货市场的数据显示市场预期利率不变的概率接近100%。

➤ 加息不太可能尽管通胀进展有限

鲍威尔在新闻发布会上明确表示加息不太可能。5月声明最主要的变化是关于通胀的表述，增加了“最近几个月，委员会在实现2%通胀目标方面进展不足”。鲍威尔也说降息需要美联储对通胀持续下降有更强的信心。

➤ 缩表6月开始减速

本次声明中给出了缩表降速具体的计划和时间表。从6月开始缩表的速度将调整为250亿美元国债，350亿美元MBS，MBS超过上限的部分将再投资到国债中。从2022年6月起，美联储持有的证券开始逐月下降，到目前为止平均月减少668亿美元，2023年全年平均月减少767亿美元。截止到2024年3月，总缩表规模约为14703亿美元。2022年总共缩表3346亿美元，2023年缩表9199亿美元。

风险提示：美联储紧缩超预期，地缘政治风险超预期。

作者

分析师：樊磊

执业证书编号：S0590521120002

邮箱：fanl@glsc.com.cn

分析师：王博群

执业证书编号：S0590524010002

邮箱：wangboq@glsc.com.cn

相关报告

- 1、《逆周期调节政策和经济改革都值得期待：——4月政治局会议点评》2024.04.30
- 2、《经济如期重回复苏轨道：——2024年一季度及3月经济数据点评》2024.04.17

正文目录

1. 维持利率不变，降息预期进一步推后	3
1.1 不降息符合预期	3
1.2 加息不太可能	6
1.3 通胀略高，就业不弱	8
2. 缩表 6 月降速	10
2.1 缩表 6 月将减速	10
2.2 实际缩表的情况	11
3. 投票情况显示维持利率没有分歧	12
3.1 本轮周期	12
3.2 2008 年周期	13
4. 风险提示	14

图表目录

图表 1: 美联储开始降息概率 (%)	3
图表 2: 美国股市收盘的反应 (%)	4
图表 3: 美国国债利率收盘变化(基点)	4
图表 4: 联邦基金利率和国债利率 (%)	5
图表 5: 国债利率顶点领先联邦基金的月数	6
图表 6: 联邦基金和 10 年期国债利率 (%)	6
图表 7: 美联储 5 月会议总结	7
图表 8: 劳动力供给和劳动力需求 (百万人)	8
图表 9: 美国 PCE 通胀 (%)	9
图表 10: 70 年代和当下的对比 (%)	9
图表 11: 商品通胀的对比 (%)	10
图表 12: 服务通胀的对比 (%)	10
图表 13: 本轮缩表在 2024 年的节奏计划 (单位: 亿美元)	11
图表 14: 美联储本轮缩表的实际速度 (单位: 亿美元)	12
图表 15: 本轮周期加息的投票情况	13
图表 16: 上轮周期加息的投票情况	14

1. 维持利率不变，降息预期进一步推后

5月美联储维持利率不变，本轮利率继续维持在最高点，符合市场预期。鲍威尔在新闻发布会上明确表示加息不大可能。

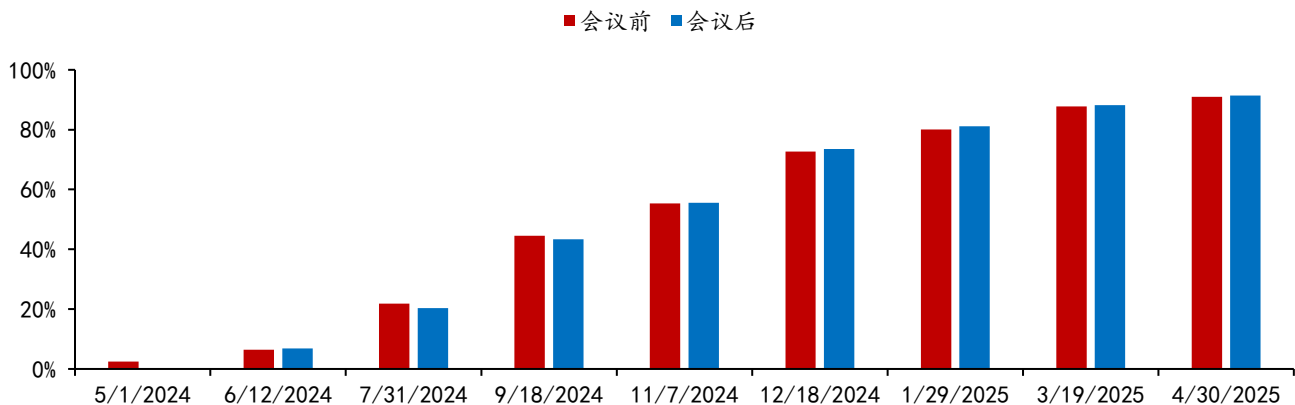
1.1 不降息符合预期

1.1.1 美联储在5月维持目前利率

美联储在5月决定维持当下利率，符合市场会前预期。会议前CME期货市场的数据显示市场预期降息的概率仅为3%，政策利率的目标区间维持在5.25%-5.5%。新闻发布会上鲍威尔不再强调今年的晚些时候将适合开始降息但同时也表示加息不太可能¹。

期货市场降息争议的可能时点已经进一步推后到12月，12月降息的概率略高于70%。我们认为目前来看美联储降息的节奏将主要取决于通胀的走势，只要通胀继续回落，美联储大概率还是会降息。

图表1：美联储开始降息概率(%)



资料来源：CME，国联证券研究所整理

¹ <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomcpresconf20240501.htm>

鲍威尔在 2023 年 6 月会议的新闻发布会上把本轮加息的问题分解为三个子问题，一是要以多快的速度加息，二终点的利率是多少，三在利率高点需要停留多久²。2023 年 6 月会议暂停加息意味着加息开始减速，第一个问题逐渐有了答案。12 月会议基本上给出了第二个问题的答案，利率已到本轮周期最高利率。2024 年 5 月会议开会前，市场一度担心美联储的下一次会议可能加息，鲍威尔的发言让加息预期显著下降。

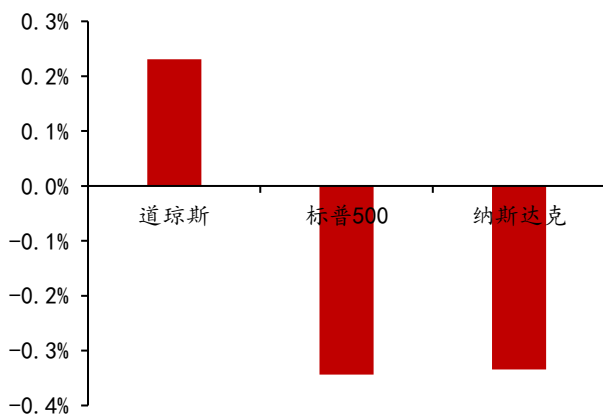
1.1.2 市场的反应：股市先涨后跌，债市利率下行

整体市场反应表明市场对美联储 5 月会议的解读偏鸽。2 年期美债收益率在新闻发布会开始后持续下行，利率一度降到 4.92%；10 年期美债收益率在新闻发布会开始后也显著下行，一度跌到超过 4.58% 然后又开始上行。美股在新闻发布会开始后显著上行，美元指数 DXY 走弱，跌到 105.7 附近。黄金上行，突破 2326 美元后又略有回落。

到收盘，三大股指走势都呈现先涨后跌。道琼斯勉强守住盘中上涨，上涨 0.23%，纳斯达克和标普都抹去了盘中的上涨，纳斯达克下跌 0.33%，标普下跌 0.34%。

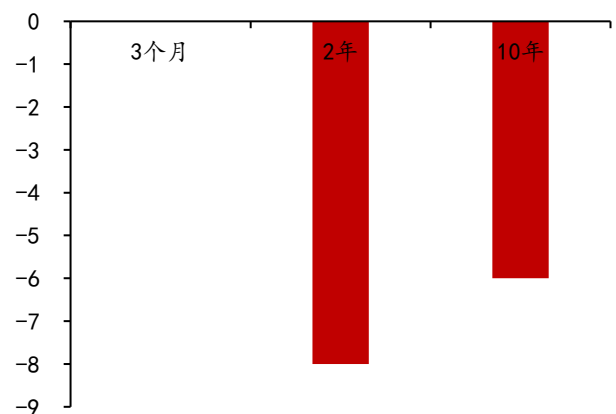
国债利率收盘走低，3 个月的国债收益率收盘不变，2 年国债收益率下降 8 个基点，10 年期国债收益率下降 6 个基点。

图表2：美国股市收盘的反应(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表3：美国国债利率收盘变化(基点)



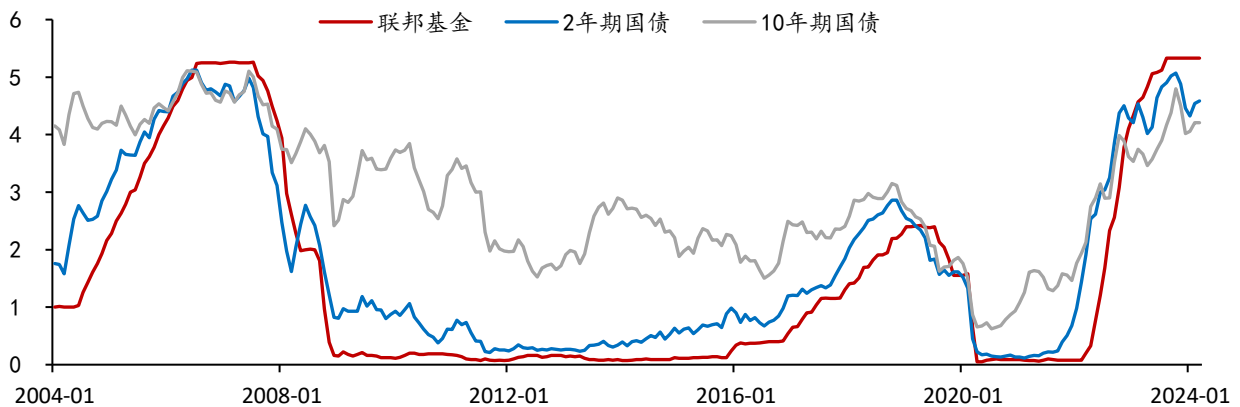
资料来源：Wind，国联证券研究所

² <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomcpresconf20230614.htm>

1.1.3 美债的高点

我们仍然认为对于债券市场来讲，加息的终点意味着美债或已触顶。从过去两个经济周期的经验看，2年期和10年期美国国债的高点都在美联储加息高点之前到达，值得注意的是过去两个周期中美联储的加息并没有出现加息和降息的反复转换。随着加息预期基本被排除，国债利率不大可能转头突破前高。

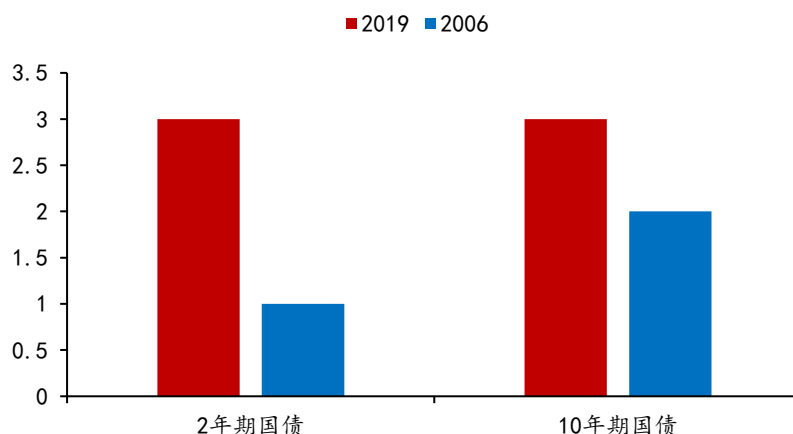
图表4：联邦基金利率和国债利率（%）



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

在过去两个周期中，美联储加息的终点对美国国债利率的判断具有风向标意义。2019年加息周期中，2年期和10年期美国国债的高点都在联邦基金高点前的3个月；2006年加息周期中，2年期和10年期美国国债的高点分别在联邦基金高点前的1个月和2个月。

图表5：国债利率顶点领先联邦基金的月数

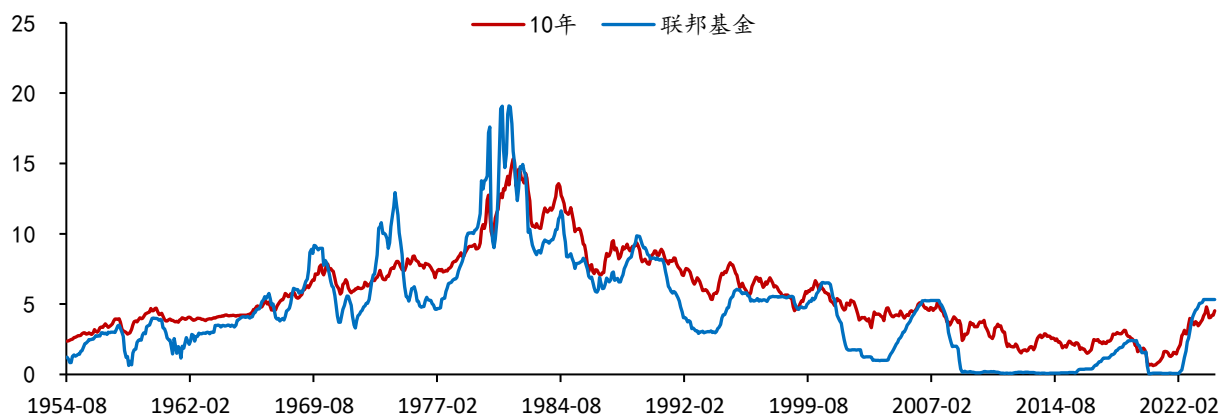


资料来源：Wind，国联证券研究所整理

另外从更长历史数据上看，除了在70年代大通胀时期联邦基金利率在较长时间内显著高于了10年期国债利率，在其他的周期里联邦基金的顶点和10年期国债利率的顶点是比较接近的。

除非通胀出现如70年代那样的完全失控，那么本轮周期里10年期国债利率的顶点或不会和联邦基金利率的顶点相差太多。政策利率也可以作为判断10年期国债利率上行的一个突破点位。

图表6：联邦基金和10年期国债利率(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

1.2 加息不太可能

虽然联储在抑制通胀方面进展不足，缩表也会减速，鲍威尔在新闻发布会明确表示加息不大可能。

1.2.1 两大声明变化

从会议发布的声明来看，5月的声明变化主要有两个方面。一个主要的变化是关于通胀的表述，增加了“最近几个月，委员会在实现2%通胀目标方面进展不足”。另一个变化是关于缩表，缩表的速度将下降，从6月开始缩表的速度将调整为250亿美元国债，350亿美元MBS。

图表7：美联储5月会议总结

	2024年5月会议	2024年3月会议
政策利率	5.25-5.5%	5.25-5.5%
投票情况	全票通过	全票通过
就业表述	较上次未变化	就业增长仍然强劲，失业率仍然很低
通胀表述	最近几个月，委员会在实现2%通胀目标方面进展不足。	通货膨胀在过去一年有所缓解，但仍较高。
美联储立场	委员会认为，在过去一年里，实现其就业和通胀目标的风险已朝着更好的平衡方向发展。	委员会认为，实现其就业和通胀目标的风险正在朝着更好的平衡方向发展。
缩表速度	6月将降速到，250亿美元国债，350亿美元MBS	600亿美元国债，350亿美元MBS

资料来源：美联储，国联证券研究所整理

1.2.2 新闻发布会要点

新闻发布会上，鲍威尔回答记者问题中提到的三个观点值得重点关注。

1. 鲍威尔明确说他认为下次会议加息是不大可能的。而且在记者问到委员们是否讨论过加息问题时完全没有正面回答。
2. 鲍威尔表示之所以没有提到降息的问题，主要因为对通胀下降缺乏信心。降息的可能情景要么是通胀更明确地下行，或者是就业超预期走弱。
3. 鲍威尔并不认为目前有滞涨的风险，目前的增长仍然较为健康，通胀也低于

3%，历史上滞涨时失业率是 10%，高个位数的通胀。

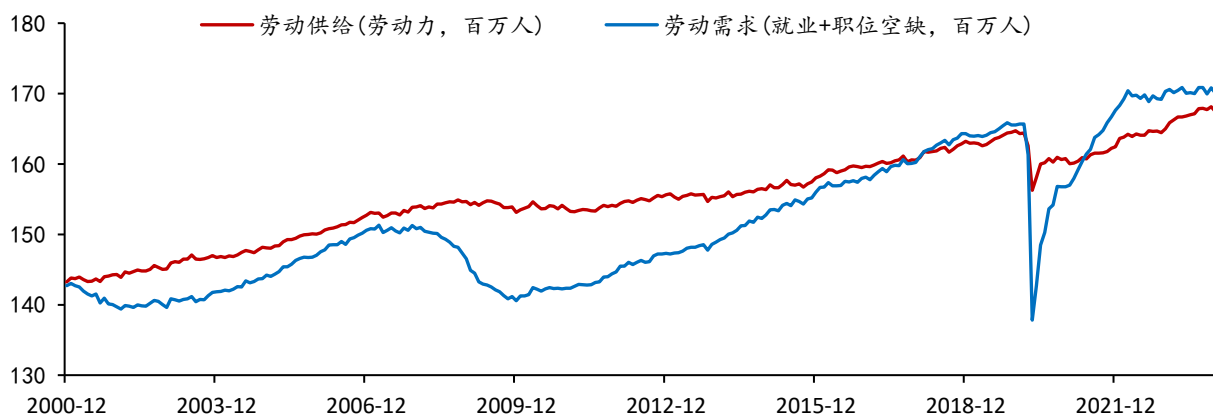
1.3 通胀略高，就业不弱

就业市场仍不弱，通胀回落略慢，美联储还没有降息的迫切需求。

1.3.1 降息迫切性仍低

虽然美国 1 季度的 GDP 数据略弱于预期，但是就业市场的数据仍然偏强，就业市场仍处于需求略高于供给的状态。

图表8：劳动力供给和劳动力需求（百万人）



资料来源：Fred，国联证券研究所整理

同时，通胀的压力仍大。美联储更加关心的 PCE 通胀在 3 月份的表现继续略超预期，服务通胀支持 PCE 通胀回到 2.7%，核心 PCE 通胀也基本持平。

图表9：美国 PCE 通胀(%)

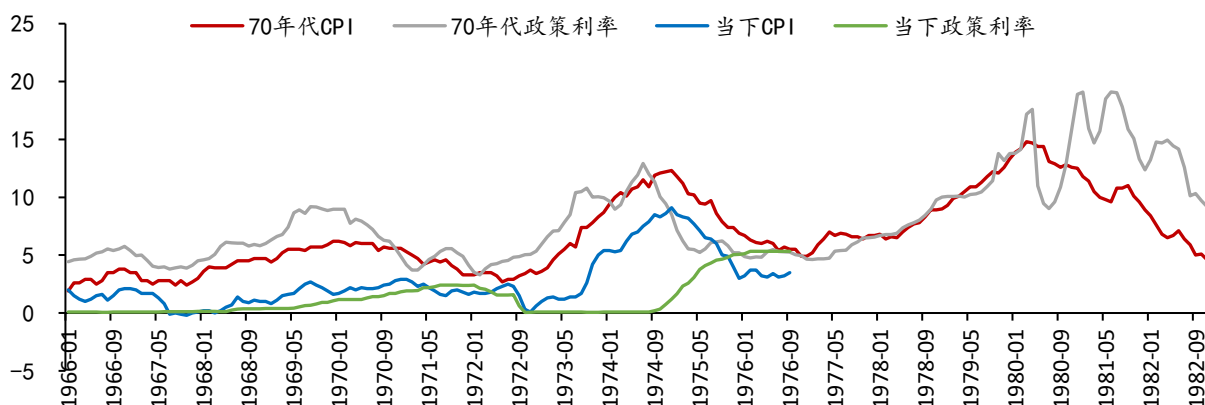
同比	2024-03	2024-02	2024-01	2023-12	2023-11	2023-10
核心PCE(预期2.6)	2.82%	2.84%	2.94%	2.94%	3.18%	3.38%
PCE(预期2.6)	2.71%	2.50%	2.48%	2.62%	2.70%	2.94%
商品	0.15%	-0.23%	-0.54%	0.16%	-0.10%	0.24%
耐用商品	-1.87%	-2.03%	-2.37%	-2.33%	-2.09%	-2.16%
非耐用商品	1.27%	0.77%	0.48%	1.56%	1.01%	1.59%
服务	4.00%	3.89%	4.01%	3.87%	4.14%	4.33%
环比	2024-03	2024-02	2024-01	2023-12	2023-11	2023-10
核心PCE(预期0.3)	0.32%	0.27%	0.50%	0.15%	0.09%	0.14%
PCE(预期0.3)	0.32%	0.34%	0.42%	0.13%	-0.01%	0.03%
商品	0.14%	0.49%	-0.17%	-0.23%	-0.55%	-0.28%
耐用商品	-0.25%	-0.47%	-0.46%	0.20%	0.18%	0.07%
非耐用商品	-0.29%	-0.60%	-0.11%	-0.37%	0.66%	0.19%
服务	0.19%	0.26%	0.30%	0.71%	0.26%	0.41%

资料来源：FRED，国联证券研究所整理

1.3.2 政策利率或将维持高于通胀

如果我们把当下的 CPI 同比见顶的时间点和美国 70 年代 CPI 见顶的时间对齐，我们可以得到当下通胀和政策利率走势和 70 年代的对比。通胀卷土重来的风险或仍是美联储目前降息的重要担忧。70 年代美联储降息过早，政策利率在通胀第一次下行后就降到低于通胀。为了控制通胀目前政策利率或继续维持略高于通胀的水平。

图表10：70 年代和当下的对比(%)



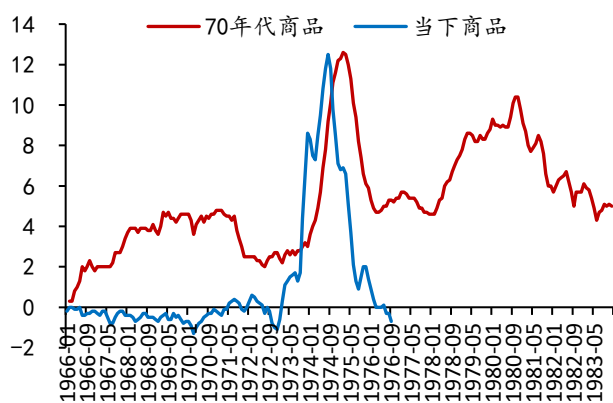
资料来源：Wind，国联证券研究所整理

前财政部部长拉里·萨默斯(Larry Summers)在他 2023 年 8 月的文章里面也画

了这样的一张图³,他只是把 2013 年以来的 CPI 走势和 1966 年的 CPI 走势画到一起,可以看到通胀的回落似乎像极了 70 年代大通胀时期通胀从 74 年开始回落的那部分轨迹。

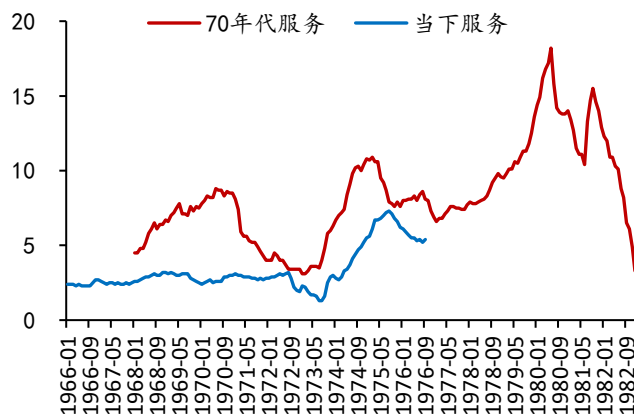
近 10 年的 CPI 通胀走势确实和 1966-1976 年通胀的走势有几分相似,但是仅仅从这个曲线图的对比,并不足以说明接下来通胀的走势也将重蹈 70 年代的覆辙。但是图 10 至少是一个重要的提醒,尤其是服务通胀的韧性仍然是值得关注的风险点。

图表11: 商品通胀的对比(%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表12: 服务通胀的对比(%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

2. 缩表 6 月降速

缩表将在 6 月开始降速,意味着流动性紧张或已不远,可关注缩表下小银行的风险,我们在深度报告《美国小银行的大风险——美联储的缩表和潜在风险》中有更详细分析。

2.1 缩表 6 月将减速

本次声明中给出了缩表降速具体的计划和时间表。从 6 月开始缩表的速度将调

³ <https://www.washingtonpost.com/opinions/2023/08/24/federal-reserve-jerome-powell-inflation/>

整为 250 亿美元国债，350 亿美元 MBS，MBS 超过上限的部分将再投资到国债中。我们在深度报告《美国小银行的大风险》中更为详细地讨论了缩表和缩表可能带来的风险。

美联储在 2022 年 5 月份会议明确了 6 月 1 日开始缩表，以及明确了本次缩表的加速节奏。初始阶段每月最多缩减 475 亿美元，三个月后，每月缩减规模上限提升到 950 亿美元。2022 年的计划最大缩表规模为 5225 亿美元，2022 年的缩表规模大约相当于一次额外的加息，实际的缩表规模大约为 3346 亿美元，约为最大规模的 64%。逐渐加速过程在 2022 年已经完成，因此 2023 年按照最高速度缩表规模最大为 1.14 万亿美元，而实际的缩表约为 9199 亿美元，是最大缩表规模的约 8 成。

图表13：本轮缩表在 2024 年的节奏计划（单位：亿美元）

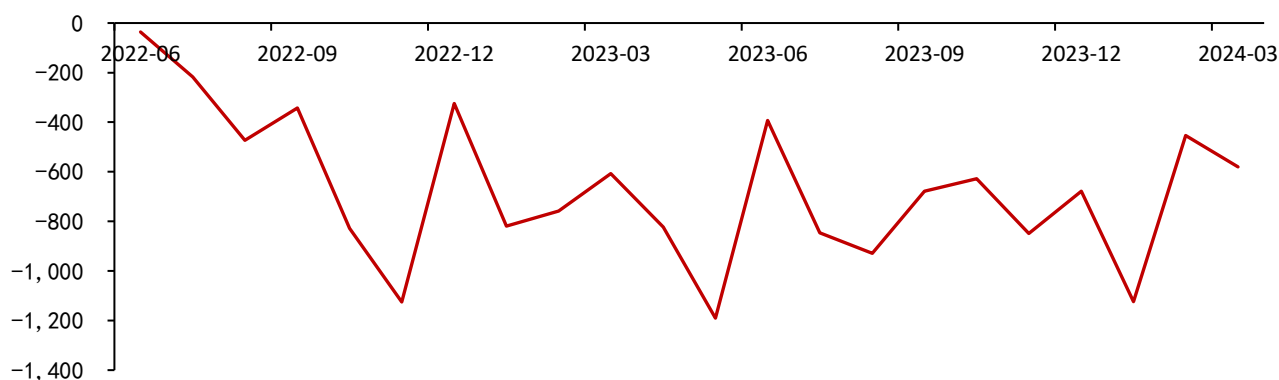
时间	国债	MBS	合计
2024年1月	600	350	950
2024年2月	600	350	950
2024年3月	600	350	950
2024年4月	600	350	950
2024年5月	600	350	950
2024年6月	250	350	600
2024年7月	250	350	425
2024年8月	250	350	425
2024年9月	250	350	425
2024年10月	250	350	425
2024年11月	250	350	425
2024年12月	250	350	425
总计	4750	4200	7900

资料来源：美联储，国联证券研究所整理

2.2 实际缩表的情况

从 2022 年 6 月起，美联储持有的证券开始逐月下降，到目前为止平均月减少 668 亿美元，2023 年全年平均月减少 767 亿美元。到 2023 年 12 月为止，美联储本轮总共的缩表规模约为 12545 亿，其中 2022 年总共缩表 3346 亿美元，2023 年缩表 9199 亿美元。截止到 2024 年 3 月，总缩表规模约为 14703 亿美元。

图表14：美联储本轮缩表的实际速度（单位：亿美元）



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

3. 投票情况显示维持利率没有分歧

美联储5月投票没有反对者，5月份维持利率不变是委员会的共识。

3.1 本轮周期

5月维持利率不变获得了全部委员的支持，本轮加息多数时候利率决策都获得了一致同意，只在2022年的3月和6月有两位委员投了反对票。2022年的3月 James Bullard 认为应该加50个基点，比实际的货币政策决定多25个基点；而2022年6月则相反，Esther George 认为应该加50个基点，比实际的货币政策决定少25个基点。

图表15：本轮周期加息的投票情况

时间	赞成	反对	利率	鲍威尔的投票	主席	反对者
2022年3月	8	1	0.25%-0.5%	赞成	鲍威尔	James Bullard
2022年5月	9	0	0.75%-1%	赞成	鲍威尔	
2022年6月	10	1	1.5%-1.75%	赞成	鲍威尔	Esther L. George
2022年7月	12	0	2.25%-2.5%	赞成	鲍威尔	
2022年9月	12	0	3%-3.25%	赞成	鲍威尔	
2022年11月	12	0	3.75%-4%	赞成	鲍威尔	
2022年12月	12	0	4.25%-4.5%	赞成	鲍威尔	
2023年3月	11	0	4.75%-5%	赞成	鲍威尔	
2023年5月	11	0	5%-5.25%	赞成	鲍威尔	
2023年6月	11	0	5%-5.25%	赞成	鲍威尔	
2023年7月	11	0	5.25%-5.5%	赞成	鲍威尔	
2023年9月	12	0	5.25%-5.5%	赞成	鲍威尔	
2023年11月	12	0	5.25%-5.5%	赞成	鲍威尔	
2023年12月	12	0	5.25%-5.5%	赞成	鲍威尔	
2024年1月	12	0	5.25%-5.5%	赞成	鲍威尔	
2024年3月	12	0	5.25%-5.5%	赞成	鲍威尔	
2024年5月	12	0	5.25%-5.5%	赞成	鲍威尔	

资料来源：美联储，国联证券研究所整理

记者会上一位记者问到关于委员会是否有不同的声音，鲍威尔表示委员会中观点有足够的多元性。

3.2 2008 年周期

2008 年危机后的加息周期中的投票模式也可以明显看到共识驱动的迹象。每一次加息决策都是达到共识之后才付诸实施，无一例外，并没有出现只相差一票那样非共识驱动的投票模式。

仅仅从理论上来说，FOMC 是简单多数投票制，但从实际的运行结果来看，在委员会内部是明显共识驱动。

图表16：上轮周期加息的投票情况

时间	赞成	反对	利率	鲍威尔的投票	主席	反对者
2015年12月	10	0	0.25%-0.5%	赞成	耶伦	
2016年12月	10	0	0.5%-0.75%	赞成	耶伦	
2017年3月	9	1	0.75%-1%	赞成	耶伦	Neel Kashkari
2017年6月	8	1	1%-1.25%	赞成	耶伦	Neel Kashkari
2017年12月	7	2	1.25%-1.5%	赞成	鲍威尔	Charles L. Evans; Neel Kashkari
2018年3月	8	0	1.5%-1.75%	赞成	鲍威尔	
2018年6月	8	0	1.75%-2%	赞成	鲍威尔	
2018年9月	9	0	2%-2.25%	赞成	鲍威尔	
2018年12月	10	0	2.25%-2.5%	赞成	鲍威尔	

资料来源：美联储，国联证券研究所整理

4. 风险提示

美联储紧缩超预期，地缘政治风险超预期。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
	行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
		强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联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。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联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。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼
无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼
 电话：0510-85187583

上海：上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇二座25楼
深圳：广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心大厦45楼