

## 证券研究报告

## 宏观研究

## 专题报告

解运亮 宏观首席分析师  
执业编号: S1500521040002  
联系电话: 010-83326858  
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

麦麟玥 宏观研究助理  
邮箱: mailinyue@cindasc.com

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO., LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
邮编: 100031

## 美联储“重新校准”的是时点不是方向

2024年5月4日

- **美联储暗示降息或要等待更久。**5月FOMC决议显示美联储依旧没有进行加息或降息操作,在5月议息会议上美联储释放了几点关键信息:一是否认美国经济存在“滞胀”问题。二是打击了6月政策调整是加息的预期,美联储指出下一次政策利率调整不太可能是加息。三是从6月开始放缓资产负债表缩减步伐。从今年6月开始将美债减持速度从每月600亿美元降至每月250亿美元。
- **美国正在“滞胀”可能并不成立。**一季度经济增速不及预期,市场更是担心美国是否开始出现“滞胀”风险。我们认为,美国正在经历“滞胀”可能并不成立。从以往典型的滞胀时期来看,美国在滞胀期经济增速走弱的背后,个人消费和投资对GDP环比折年率的贡献率走弱是主要因素。再来看今年Q1的经济增速表现,净出口和政府支出是经济增速放缓的主要拖累。可见,今年一季度的经济增速放缓,与以往的典型滞胀期并不相同。
- **美联储“重新校准”的是时点不是方向。**过去通胀率有六、七个月出现非常明显的改善并向2%的目标靠拢,但现在通胀数据高于预期。因此,美联储选择停下来看看,“重新校准”政策,但这并不意味着政策调整转向加息。第一,PCE的年度变化显示通胀率仍在下降。第二,超额储蓄消耗完或会逐步带动服务消费走弱。第三,历史数据显示高利率维持太长时间风险往往较大。因此,我们认为美联储停下来重新校准政策,或只会推迟降息的时点,而不会改变政策调整的方向。
- **风险因素:**地缘政治风险,国际油价上涨超预期等。

## 目录

一、美联储暗示降息或要等待更久.....	3
二、美国正经历“滞涨”可能并不成立.....	4
三、美联储“重新校准”的是时点不是方向.....	7
风险因素.....	8

## 表目录

表 1: 2024 年美联储 FOMC 票委近期表态.....	4
表 2: 美联储结束加息到首次降息开启期间各类资产价格走势.....	8

## 图目录

图 1: 疫情前后缩表节奏对比.....	3
图 2: 美国历史上典型的滞胀时期.....	5
图 3: 净出口和政府支出是今年 Q1 经济增速放缓的主要拖累.....	5
图 4: 通胀回落主要源自非核心通胀、核心商品通胀回落.....	6
图 5: 服务通胀中，住房通胀的贡献大于非住房通胀.....	6
图 6: 贝弗里奇曲线出现“垂直化”现象.....	7
图 7: 截至今年 2 月，美国居民的超额储蓄即将消耗殆尽.....	8

## 事件：

北京时间5月2日凌晨2:00，美联储公布5月利率决议。凌晨2:30，美联储主席鲍威尔召开新闻发布会。

## 一、美联储暗示降息或要等待更久

5月FOMC决议显示美联储依旧没有进行加息或降息实际性操作，联邦基金利率目标区间维持5.25%-5.50%不变。

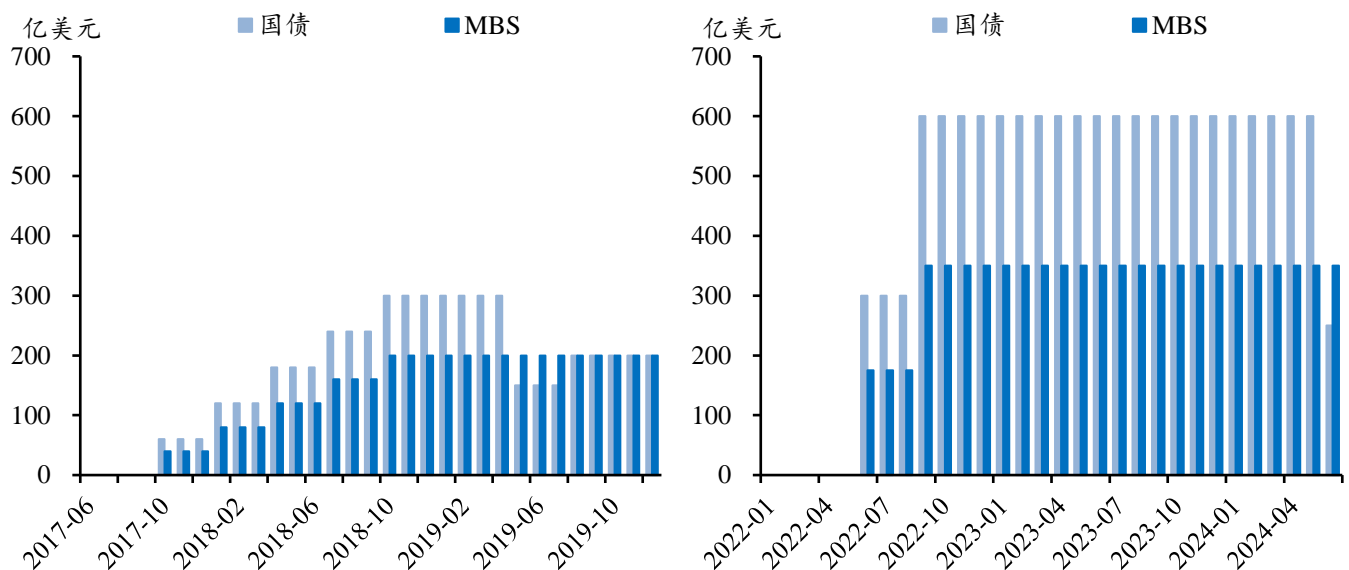
在5月议息会议上，美联储释放了几点关键信息：

**一是否认美国经济存在“滞胀”问题。**鲍威尔在3月的FOMC会议指出，政策利率很可能处于本轮紧缩周期的峰值，如果经济如预期演变，则今年开始回调政策利率可能是合适的。但一季度经济增速不及预期，在经济议题的表态上，鲍威尔表示，考虑到增长或通胀，认为不存在滞胀问题。

**二是打击了6月政策调整是加息的预期。**3月通胀数据公布后，市场纷纷推迟美联储今年降息时点，下调降息频次。更有激进观点认为，美联储可能再度加息。如：美国前财长萨默斯称，必须认真考虑“美联储下一步可能会加息”的可能性。但鲍威尔表示，下一次政策利率调整不太可能是加息。

**三是从6月开始放缓资产负债表缩减步伐。**5月FOMC声明显示，将从今年6月开始放缓资产负债表缩减的步伐，将美债减持速度从每月600亿美元降至每月250亿美元。

图 1：疫情前后缩表节奏对比



资料来源: Fed, 信达证券研发中心

**表 1：2024 年美联储 FOMC 票委近期表态**

		2024年票委	2024年票委近期表态	
			通胀	降息看法/降息时点
美联准备官员	联邦储备系统理事会	Jerome H. Powell, (鲍威尔) Board of Governors, Chair	通胀率已大幅下降, 但仍然过高; 美联储仍致力于实现2%的通胀目标 (3.21) 通胀预期与2%通胀目标一致 (4.4)	当前并不急于降息, 需等待通胀继续下行 (3.29)
		Michael S. Barr, (巴尔) Board of Governors	/	/
		Michelle W. Bowman, (鲍曼) Board of Governors	仍预计通胀会面临一些上行风险; 一季度美国就业增速非常强劲 (4.6)。通胀进展放缓甚至停滞, 经济增长势头强劲 (4.18)	仍然预期利率保持稳定, 通胀会继续下降; 现在“还不是”降低利率的时候; 若通胀进展停滞, 我们仍愿意加息。(4.6)
		Lisa D. Cook, (库克) Board of Governors	过早降息可能会造成通胀变得根深蒂固的风险, 而过晚降息则将不必要地伤害到美国经济。美国通胀回落之路崎岖不平且不均衡, 这些都在预料之中。(3.25)	可以采取“谨慎的方式”来恢复物价稳定性; “谨慎的”货币政策方式能确保通胀回落至2%。(3.25)
		Philip N. Jefferson, (杰斐逊) Board of Governors	最近的通胀数据高于2023年的低点, 美联储恢复2%通胀率的任务还没有完成。(4.16)	如果通胀持续高企, 应将利率维持较高水平更长时间。(4.16)
		Adriana D. Kugler, (库格勒) Board of Governors	/	/
		Christopher J. Waller, (沃勒) Board of Governors	判断通胀潜在趋势时, 倾向于关注3或6个月的年化通胀率(3.27)。至少需要几个月的数据才能确定通胀率将达到2%; 供应链问题已因通胀形势取得正面进展而得到缓解 (3.28)	今年降息可能是合适的, 当前经济“仍不急于”降息; 等待的风险低于过早降息的风险; 美联储可能需要比预期更长时间地维持当前利率目标; 需要在通胀方面取得更多进展才能支持降息 (3.28)
	永久票委	John C. Williams, (威廉姆斯) New York, Vice Chair	预计通胀将在明年回落至2%, 只是过程“不会平顺”, 通胀预计今年将保持在2.25%-2.5%。(4.11)	货币政策处于良好位置, 不急于降低利率, 经济数据将决定时机。(4.18)
	轮值票委	Thomas I. Barkin, (巴尔金) Richmond	在失业率没有大幅上升的情况下, 美联储很有可能实现2%通胀目标 (4.5)。美国在通胀问题上取得了很大进展。(4.11)	还没有达到想要的通胀水平, 可以等一段时间再下调利率 (4.11)
		Raphael W. Bostic, (博斯蒂克) Atlanta	相比2023年12月份, 对达到通胀目标的信心不再那么高; 美联储应当相当迅速地开始放慢量化紧缩(QT)的步伐; 预计通胀回落的速度将放慢(3.23)	预计今年只有一次降息; 预计美联储将在今年稍晚开始降息; (3.23)
		Mary C. Daly, (戴利) San Francisco	我们正在努力降低通胀, 并希望房地产市场能够自行平衡; 坚决致力于将通胀恢复到2%; 目前不考虑改变通胀目标	2024年三次降息是合理的基线预测(4.3), 降息不具紧迫性, 有必要等到对通胀率迈向2%抱有充分信心之后再降息 (4.13)
		Loretta J. Mester, (梅斯特) Cleveland	今年的通胀略高于预期; 希望对回落有相当足够的信心; 需要看到更多数据, 以便确定通胀路径; (4.18)	不认为在5月会议前能获得足够的支持降息的信息 (4.3) 如果通胀停滞, 美联储今年可能不会降息, 预计今年晚些时候达到适宜降息的状态 (4.5)
候补票委	Austan D. Goolsbee, (古尔斯比) Chicago	2024年在降低通胀和保持高就业之间需要做更大的权衡取舍 (4.11), 多个通胀指标高于我们期望的水平 (4.13); 抗通胀进展停滞 (4.22)	2024年进行三次降息 (3.25), 美联储需要等更久才能降息 (4.22)	
	Boston	/	/	
	St. Louis	/	/	
	Kansas City	/	/	
	Sushmita Shukla, First Vice President, New York	/	/	

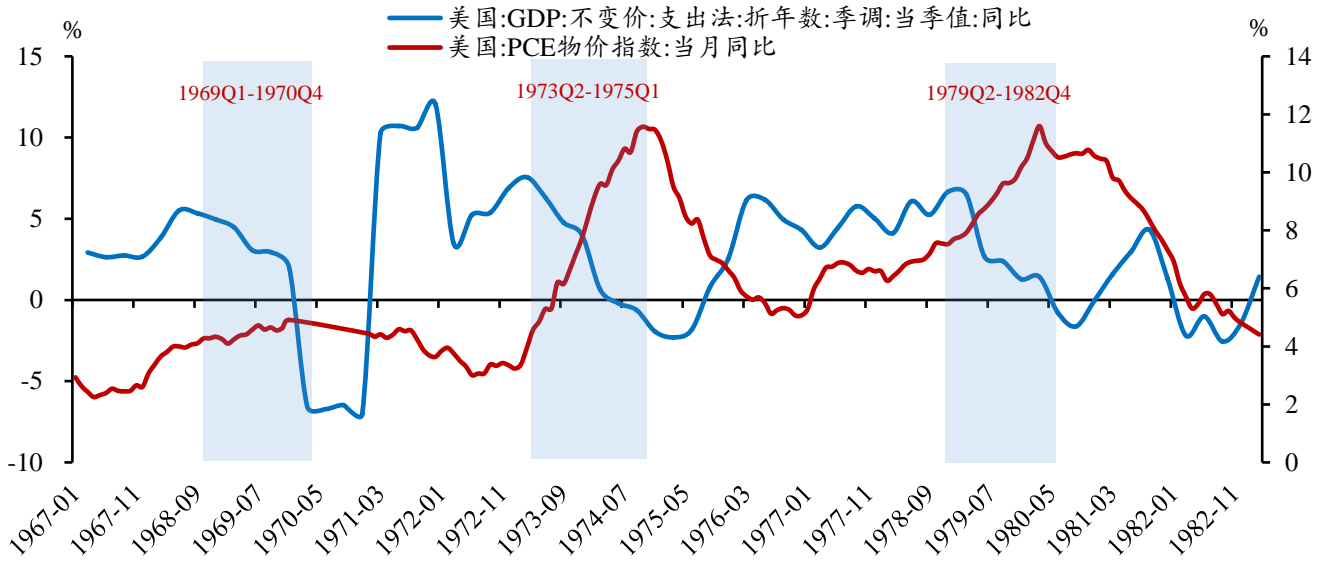
资料来源: 美联储, 财联社, 信达证券研发中心

## 二、美国正经历“滞涨”可能并不成立

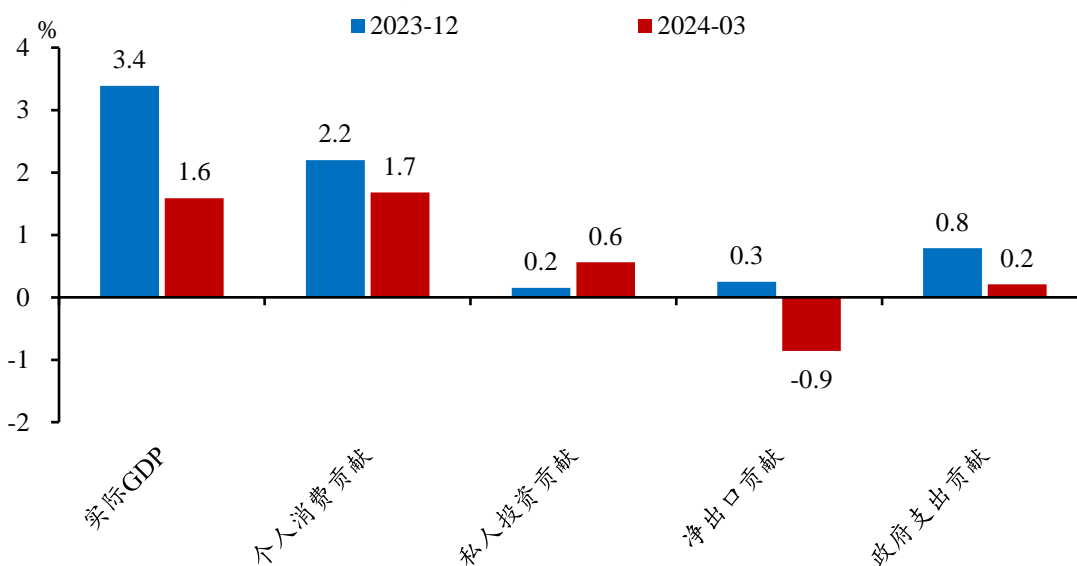
今年以来, 美国通胀数据屡次超市场预期, 引发市场再次讨论二次通胀风险。此后, 一季度经济增速不及预期, 市场更是担心美国是否开始出现“滞涨”风险。

如何看待美国经济的“滞涨”现象? 我们认为, 美国正在经历“滞涨”可能并不成立。

关键原因在于今年一季度美国经济增速放缓的主因, 与美国历史上的滞涨阶段表现并不相同。历史上, 在1969Q1至1970Q4、1973Q2至1975Q1、1979Q2至1982Q4这三个阶段内, 经济增速持续下滑与通胀率快速上涨同步发生, 是非常典型的滞胀状态。从以往典型的滞胀时期来看, 美国在滞胀期经济增速走弱的背后, 个人消费和投资对GDP环比折年率的贡献率走弱是主要因素。再来看今年Q1的经济增速表现, 净出口和政府支出是经济增速放缓的主要拖累。可见, 今年一季度的经济增速放缓, 与以往的典型滞胀期并不相同。

**图 2：美国历史上典型的滞胀时期**


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

**图 3：净出口和政府支出是今年 Q1 经济增速放缓的主要拖累**


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

今年以来的通胀屡次超预期，一半由能源反弹贡献，此外住房通胀回落偏慢导致通胀进展停滞不前。

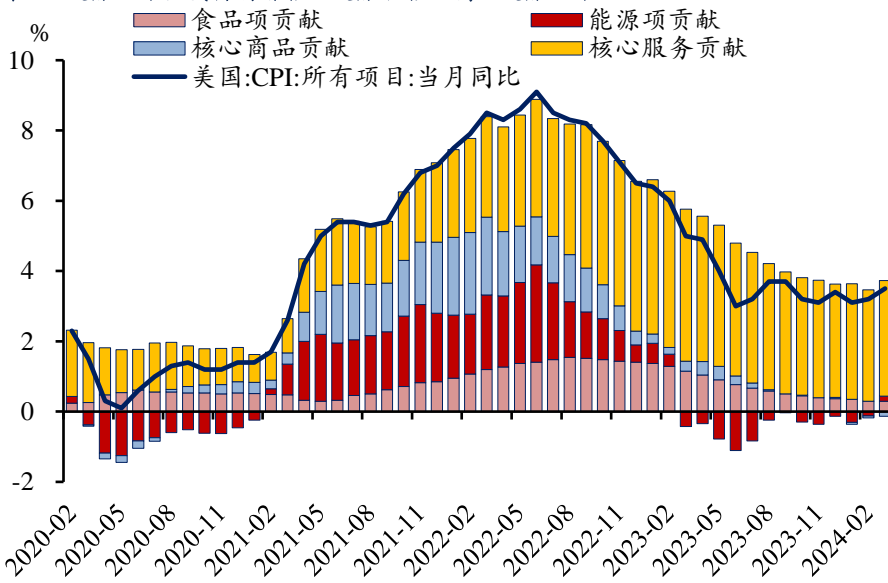
**第一，能源价格上涨是通胀水平边际反弹的主要贡献。**今年以来的几个月，美国通胀屡次超预期，其中，通胀的边际反弹一半由能源价格贡献。但即使剔除波动较大的食品和能源项，核心 CPI 也超预期。

**第二，住房成本回落慢，阻碍通胀达到目标。**当前服务通胀贡献中，与非住房服务通胀相比，住房通胀贡献较大（图 5）。我们认为，住房成本回落偏慢，可能是阻碍通胀达到目标的最大项，但房价增速走势指向住房租金仍有下调空间。

我们认为，住房租金通胀有望回落，且贝弗里奇曲线“垂直化”，或是美联储官员认为可以在不大幅增加失业率的同时降低通胀的一个理由。

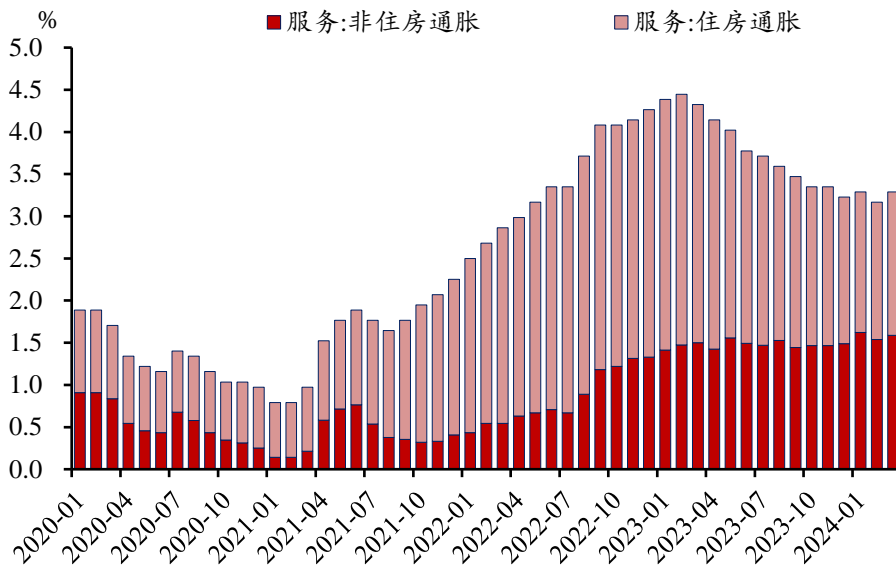
2020年5月到2022年4月期间，贝弗里奇曲线整体呈现斜向上的趋势。但自2022年5月到2024年2月期间，美国的贝弗里奇曲线出现了不寻常的现象，在职位空缺率大幅下降时，失业率并未如期回升。即呈现出大家所观察到的贝弗里奇曲线“垂直化”的现象（图6）。

图 4：通胀回落主要源自非核心通胀、核心商品通胀回落

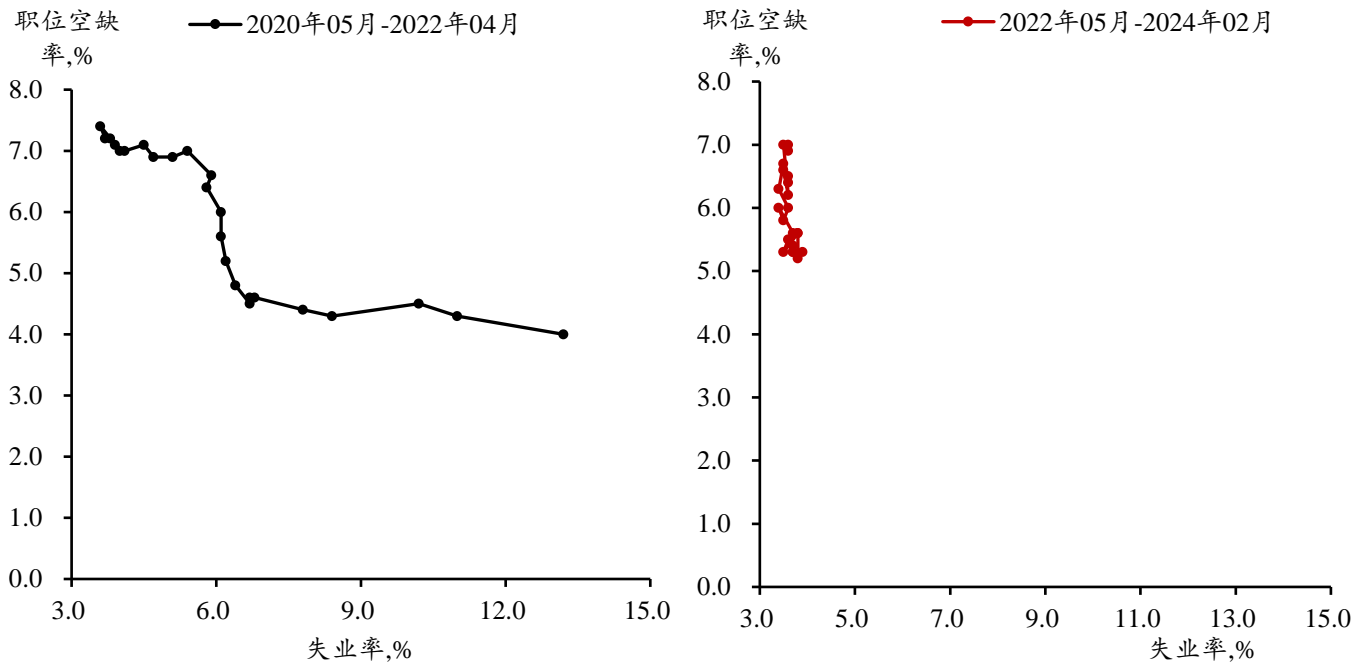


资料来源: Wind, ifind, 信达证券研发中心

图 5：服务通胀中，住房通胀的贡献大于非住房通胀



资料来源: Wind, ifind, 信达证券研发中心

**图 6：贝弗里奇曲线出现“垂直化”现象**


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

### 三、美联储“重新校准”的是时点不是方向

过去通胀率有六、七个月出现非常明显的改善并向 2% 的目标靠拢，但现在通胀数据高于预期。因此，美联储选择停下来看看，“重新校准”政策，但这并不意味着政策调整转向加息。

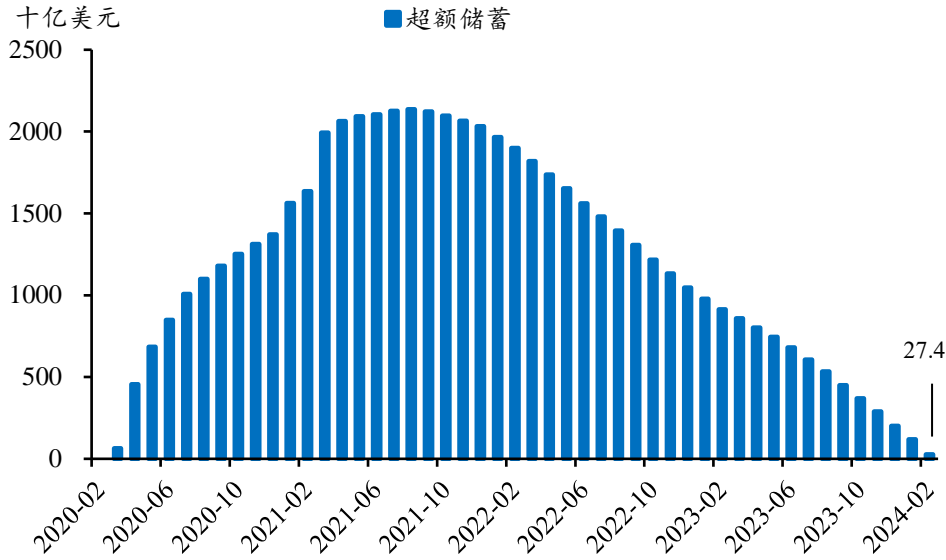
**第一，PCE 的年度变化显示通胀率仍在下降。**多位联储官员表态要观察通胀走势，显示联储将维持数据依赖的前瞻指引，我们认为，可以用个人消费支出物价指数 (PCE) 的年度变化衡量长期通胀率 (通胀目标为 2%)。从 PCE 的 MA12 年度变化来看，PCE 仍在下行通道。

**第二，超额储蓄消耗完或会逐步带动服务消费走弱。**过去的商品和服务消费都有居民的超额储蓄作为支撑，跟踪数据显示，现在美国居民的超额储蓄即将消耗殆尽，截至 2 月，超额储蓄存量剩余 274 亿美元，我们认为进入二季度美国居民超额储蓄就会消耗完毕。超额储蓄消耗完后，服务消费或将随之减弱。

**第三，历史数据显示高利率维持太长时间风险往往较大。**从 1983 年以来，美联储最后一次加息至首次降息期间，六次平均间隔时间为 10 个月左右，而如今距离去年 7 月最后一次加息已过去近 10 个月。自 1983 年至今，美国出现过 2 次加息-降息间隔月份达到 10 个月以上，而 1989 年迎来滞胀，2007 年迎来金融危机。

因此，我们认为美联储停下来重新校准政策，或只会推迟降息的时点，而不会改变政策调整的方向。

目前 CME 利率期货隐含的降息次数已经减少到 1 次，时点从 9 月推迟至 11 月，导致 10 年美债和美元不断走高。截至 4 月 30 日，与 3 月 FOMC 会议时的资产表现相比，美股涨幅回落，美债收益率、美元、黄金涨幅抬升。如果美联储降息推后的预期仍不断发酵，降息频次再次减少，美股可能会再次回落。

**图 7：截至今年 2 月，美国居民的超额储蓄即将消耗殆尽**


资料来源: frbsf, 信达证券研发中心

**表 2：美联储结束加息到首次降息开启期间各类资产价格走势**

	最后加息	首次降息	目标利率 (%)	标普500指数涨跌幅 (%)	10年美债涨跌幅 (%)	美元指数涨跌幅 (%)	黄金涨跌幅 (%)
1	1984-08-09	1984-09-20	11.25	1.17	-2.62	6.03	-1.60
2	1985-03-28	1985-04-24	8.50	1.51	-4.26	-0.36	-1.30
3	1995-02-01	1995-07-06	5.75	17.77	-21.02	-7.27	2.10
4	1997-03-25	1998-09-29	5.25	32.94	-32.00	0.36	-15.33
5	2000-05-16	2001-01-03	6.00	-8.08	-20.06	-0.84	-3.21
6	2006-06-29	2007-09-18	4.75	19.40	-13.79	-7.86	21.30
7	2018-12-20	2019-08-01	2.25	19.70	-31.90	1.99	11.67
8	2023-07-27	-	5.50	10.98	16.96	4.50	18.59

资料来源: Wind, ifind, 信达证券研发中心, 第 8 轮截止时间为 2024.4.30

## 风险因素

地缘政治风险，国际油价上涨超预期等。



## 研究团队简介

解运亮，信达证券宏观首席分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学财政金融学院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。2022年Wind金牌分析师宏观研究第二名。2022年云极“十大讲师”。2023年东方财富Choice最佳宏观分析师。2023年中国信达集团“金牌宣讲人”。首届“21世纪最佳预警研究报告”获得者。

麦麟玥，信达证券宏观研究助理。中山大学管科硕士，2022年7月加入信达证券研究所，从事宏观经济研究。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达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，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入：股价相对强于基准15%以上；	看好：行业指数超越基准；
	增持：股价相对强于基准5%~20%；	中性：行业指数与基准基本持平；
	持有：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡：行业指数弱于基准。
	卖出：股价相对弱于基准5%以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。