

2024年05月03日

5月FOMC预示的政策前景及资产含义

——海外观察：2024年5月美国FOMC会议

证券分析师

胡少华 S0630516090002
hush@longone.com.cn

证券分析师

刘思佳 S0630516080002
liusj@longone.com.cn

联系人

董澄溪
dcx@longone.com.cn

投资要点

- **事件：**美联储维持联邦基金利率的目标区间在 5.25% 至 5.5% 不变，符合预期。
- **核心观点：**美国的政策利率在未来不短的时间内可能仍将保持不变。美联储主席鲍威尔指出，现阶段看不到进一步加息的需要，但也尚未有充分证据支持降息。市场预期未来美国通胀可能依然顽固，并预计短期内政策将保持当前状态。但长远来看，随着经济状况的变化，美联储未来恢复鹰派政策的可能性较大。
- **美国的政策利率在未来不短的时间内可能仍将“不上不下”。**这已是连续第6次暂停加息的FOMC会议。鲍威尔表示，恢复对通胀率回归至2%目标的信心将需要更长时间，基本上排除了短期内降息的可能性。但同时他也表示加息不太可能是美联储的下一次行动。鲍威尔表示，美联储需要看到有说服力的证据表明当前的政策立场不足以将通胀降至2%，但他不认为这是现在看到的情况。综合来看，美联储认为目前加息和降息都缺乏证据支撑，因此才会选择原地观望。
- **在美联储眼中，当前的美国通胀黏性较大，但反弹的趋势可能还没有确立。**根据美联储常用的几个指标来看，代表除住房外服务价格的超核心CPI已经连续5个月回升，但核心PCE和核心CPI的同比增速才连续回升了2个月，CPI同比仅反弹了一个月，PCE同比仍在下降，私人部门平均时薪增速截至3月也还在放缓。除了超核心CPI外，其他几个指标都没有连续回升3个月以上。随着市场的降息预期回落，美债收益率的上升可能会帮助美联储抑制通胀。美联储再次处于两难的境地，既顾虑降息后通胀反弹，又担心在市场降息预期进一步回落后，借贷成本的走高影响“软着陆”前景。
- **本次会议的总体态度偏鸽。一是前瞻指引中降息的可能性仍大于加息。**鲍威尔表示，当前的货币政策是紧缩性的，随着时间的推移足以将通胀率回归到目标水平。降息仅仅是需要等待更长时间，加息则不会在美联储的基准假设中触发。**二是从6月开始放缓量化紧缩步伐。**将每月国债的缩减上限从60亿美元降低到25亿美元，将MBS的缩减上限保持在35亿美元不变。当前隔夜逆回购仍未耗尽，美元流动性还没有出现问题的征兆，放缓QT开始的时间略早于市场预期。
- **市场将降息预期提前。**由于本次会议态度偏鸽，会后美股主要指数上涨。由于美联储放缓QT后，美债的供应将有所减少，美国国债价格上涨，长端美债收益率普遍下跌。利率期货市场预计首次降息将在11月而不是12月，预期的降息次数仍是一次，美国2年期国债收益率跌至5%以下。
- **美联储未来回归鹰派的可能性较大。**我们认为，当前的美国经济基本面仍强，在全球地缘政治局势推动大宗商品涨价的大背景下，未来美国通胀上行的风险较高。在本次会议的偏鸽表态及放缓QT推动债券利率下行之后，实际融资成本降低又将进一步为通胀提供上行的推动力。美联储本次的政策操作可能再次落后于通胀走势，今年年内大概率仍将转鹰。
- **风险提示：**通胀不确定性；全球经济和地缘政治风险；美元流动性风险。

正文目录

1. 美联储继续保持观望	4
2. 市场将降息预期提前	5
3. 风险提示	5

图表目录

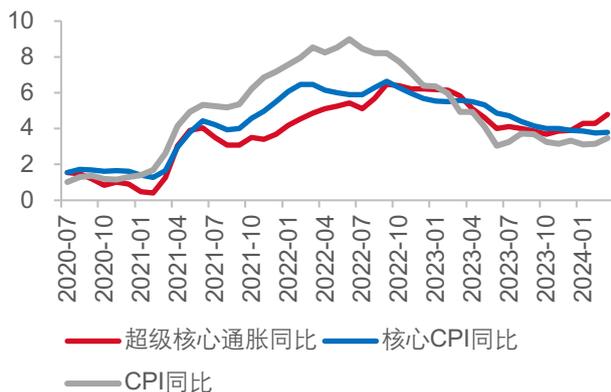
图 1 美国 CPI 通胀率, %	4
图 2 美国 PCE 价格指数同比, %	4
图 3 私人部门平均时薪增速, %	4
图 4 金融市场通胀预期, %	4
图 5 美联储持有的证券资产, 百万美元	5
图 6 隔夜逆回购规模, 十亿美元	5

1. 美联储继续保持观望

美国的政策利率在未来不短的时间内可能仍将“不上不下”。这已是连续第 6 次暂停加息的 FOMC 会议。鲍威尔表示，恢复对通胀率回归至 2% 目标的信心将需要更长时间，基本上排除了短期内降息的可能性。但同时他也表示加息不太可能是美联储的下一次行动。鲍威尔表示，美联储需要看到有说服力的证据表明当前的政策立场不足以将通胀降至 2%，但他不认为这是现在看到的情况。综合来看，美联储认为目前加息和降息都缺乏证据支撑，因此才会选择原地观望。

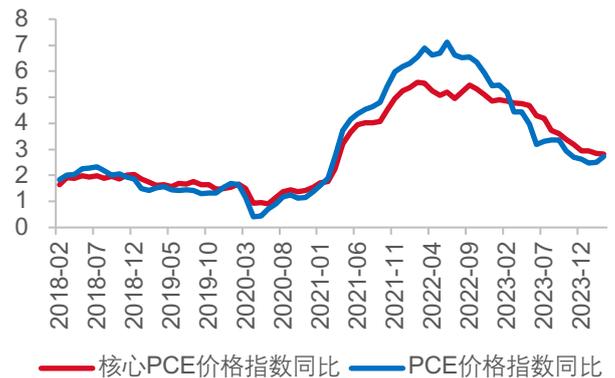
在美联储眼中，当前的美国通胀黏性较大，但反弹的趋势可能还没有确立。根据美联储常用的几个指标来看，代表除住房外服务价格的超核心 CPI 已经连续 5 个月回升，但核心 PCE 和核心 CPI 的同比增速才连续回升了 2 个月，CPI 同比仅反弹了一个月，PCE 同比仍在下降，私人部门平均时薪增速截至 3 月也还在放缓。除了超核心 CPI 外，其他几个指标都没有连续回升 3 个月以上。随着市场的降息预期回落，美债收益率的上升可能会帮助美联储抑制通胀。美联储再次处于两难的境地，既顾虑降息后通胀反弹，又担心在市场降息预期进一步回落后，借贷成本的走高影响“软着陆”前景。

图1 美国 CPI 通胀率，%



资料来源：FRED，东海证券研究所

图2 美国 PCE 价格指数同比，%



资料来源：FRED，东海证券研究所

图3 私人部门平均时薪增速，%



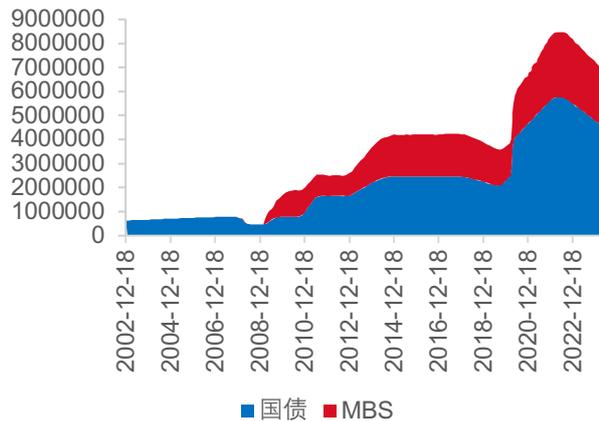
资料来源：FRED，东海证券研究所

图4 金融市场通胀预期，%



资料来源：FRED，东海证券研究所

本次会议的总体态度偏鸽。一是前瞻指引中降息的可能性仍大于加息。鲍威尔表示，当前的货币政策是紧缩性的，随着时间的推移足以将通胀率回归到目标水平。降息仅仅是需要等待更长时间，加息则不会在美联储的基准假设中触发。二是从 6 月开始放缓量化紧缩步伐。将每月国债的缩减上限从 60 亿美元降低到 25 亿美元，将 MBS 的缩减上限保持在 35 亿美元不变。当前隔夜逆回购仍未耗尽，美元流动性还没有出现问题的征兆，放缓 QT 开始的时间略早于市场预期。

图5 美联储持有的证券资产，百万美元


资料来源：FRED，东海证券研究所

图6 隔夜逆回购规模，十亿美元


资料来源：FRED，东海证券研究所

2. 市场将降息预期提前

由于本次会议态度偏鸽，会后美股主要指数上涨。由于美联储放缓 QT 后，美债的供应将有所减少，美国国债价格上涨，长端美债收益率普遍下跌。利率期货市场预计首次降息将在 11 月而不是 12 月，预期的降息次数仍是一次，美国 2 年期国债收益率跌至 5% 以下。

美联储未来回归鹰派的可能性较大。我们认为，当前的美国经济基本面仍强，在全球地缘政治局势推动大宗商品涨价的大背景下，未来美国通胀上行的风险较高。在本次会议的偏鸽表态及放缓 QT 推动债券利率下行之后，实际融资成本降低又将进一步为通胀提供上行的推动力。美联储本次的政策操作可能再次落后于通胀走势，今年年内大概率仍将转鹰。

3. 风险提示

通胀不确定性：如果未来通胀情况与预期相偏离，美联储的政策路径可能出现较大调整，这将影响市场稳定和预期。

全球经济和地缘政治风险：国际形势变动和全球经济状况的波动可能影响美国经济和政策走向，特别是在大宗商品价格上涨的背景下。

美元流动性风险：美联储量化紧缩政策的调整可能会对债市产生重要影响，债券收益率的变化可能会影响整体金融市场的稳定性。

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明:

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师,具备专业胜任能力,保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑,采用合法合规的数据信息,审慎提出研究结论,独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论,不受任何第三方的授意或影响,其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,本公司的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,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议,任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效,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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机: (8621) 20333275
 手机: 18221959689
 传真: (8621) 50585608
 邮编: 200125

北京 东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机: (8610) 59707105
 手机: 18221959689
 传真: (8610) 59707100
 邮编: 100089