

美联储5月议息会议点评

通胀隐忧下降息可能偏晚

近期美国基本面依然不弱，一季度GDP显示内需仍具韧性，通胀数据回落缓慢，劳动力市场状况依然紧张。结合上述情况，我们判断如下：一是降息预期回撤定价已基本完成，美联储何时开始降息还需要更长时间的数据确认，年内加息目前看尚无可能；二是本轮美债收益率反弹可能已经接近尾声，美债收益率继续大幅上行空间有限，但短期也缺乏大幅回撤动能；三是美元反弹同样接近尾声，但不排除六月若欧央行降息可能导致的美元反弹，此外美国经济基本面的韧性仍能支撑美元维持高位震荡。

- **5月会议声明有两点主要变动。**一是声明新加表述“在达到美联储2%通胀目标的道路上缺乏进展”，与去年12月声明表述“通胀在过去一年持续回落”明显不同，其背景是前期主要通胀指标均出现典型的粘性特征。3月美联储最关注的核心PCE同比增2.8%，持平于前值；核心CPI同比增3.8%，持平于前值。一季度通胀表现出的粘性特征导致利率政策需要更长的时间观测窗口。鲍威尔指出“联储不会对1、2个月的数据过度反应，但过去1个季度的通胀持续超预期已引起了联储的注意”，这也在一定程度上指向联储对通胀至少以季度为考量维度，未来通胀的回落可能也需要维持1个季度才能给予联储降息信心。
- 二是缩表即将减速。美联储宣布将从6月开始，将每月缩减美国国债的上限规模从此前的600亿美元下调至250亿美元，每月缩减MBS的上限规模保持在350亿美元不变。这意味着总的缩表规模将从950亿美元下降至600亿美元。这对于银行间流动性来说偏利好。
- **鲍威尔否定加息可能，但通胀粘性下降息路径仍存不确定性。**本次会议中鲍威尔否定了加息可能，即表示短期通胀预期已经上升，但下一步不太可能是加息；其次一季度通胀数据的回升下，通胀回落的可持续性存在不确定性，联储需要更长的数据确认窗口，但鲍威尔也不确定美联储需要等待多久，其认为现在经济韧性较强。与此对应，鲍威尔给出的货币政策路径均不包括加息：如果通胀维持高位，美联储不降息；如果通胀开始下降，那么美联储会降息；如果失业率超预期走弱，美联储也会降息。
- **美联储可能需要更长时间来确认。**从以往来看，美联储鸽派引导往往被通胀粘性以及就业韧性扭转，因此通胀环比和非农就业是重要因素，在不出现就业市场超预期降温的情况下，4、5月的通胀数据将导致6月成为关键时间节点。其次，9月也是另一重要时间节点，虽然大选会存在一定干扰，但一个季度以上的经济数据下美联储判断将更为准确。5月1日公布的4月ISM制造业PMI数据已经显示，价格仍有环比加速的动能（4月ISM制造业PMI物价环比上升），通胀自4月开始放缓的可能性不高，因此经济层面9月直接降息的迫切性并不大。
- **10年美债利率未来进一步大幅上行空间有限。**目前CME利率期货定价的年内降息次数已收敛。考虑到通胀粘性及就业韧性，最终年内降息次数的定价可能保持收敛，因此降息预期回撤的10年美债利率定价已接近完成，未来进一步大幅上行空间有限。
- **美元反弹或接近尾声，但不排除六月欧央行扰动。**美元方面，与美债逻辑类似，美元的反弹可能已接近尾声，但不排除六月若欧央行降息可能导致的美元反弹，此外美国经济韧性仍将支持美元高位震荡。美股方面，基本面韧性仍将继续支撑美股。
- **风险提示：**美联储货币政策超预期、地缘冲突演化。

相关研究报告

《4月政治局会议内容点评：坚持乘势而上，避免前紧后松》20240430

《4月PMI数据点评：价格出现上行趋势》20240430

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

证券分析师：孙德基

(8610)66229363

deji.sun@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522030002

事件：美东时间5月1日周三，美联储在货币政策委员会FOMC宣布，联邦基金利率的目标区间仍为5.25%到5.50%，这是自2023年7月加息以来第七次暂停加息。

5月会议声明有两点主要变动。一是声明新加表述“在达到美联储2%通胀目标的道路上缺乏进展”，与去年12月声明表述“通胀在过去一年持续回落”明显不同，其背景是前期主要通胀指标均出现典型的粘性特征。3月美联储最关注的核心PCE同比增2.8%，持平于前值；核心CPI同比增3.8%，持平于前值。一季度通胀表现出的粘性特征导致利率政策需要更长的时间观测窗口。鲍威尔指出“联储不会对1、2个月的数据过度反应，但过去1个季度的通胀持续超预期已引起了联储的注意”，这也在一定程度上指向联储对通胀至少以季度为考量维度，未来通胀的回落可能也需要维持1个季度才能给予联储降息信心。

二是缩表即将减速。美联储宣布将从6月开始，将每月缩减美国国债的上限规模从此前的600亿美元下调至250亿美元，每月缩减MBS的上限规模保持在350亿美元不变。这意味着总的缩表规模将从950亿美元下降至600亿美元。这对于银行间流动性来说偏利好。

鲍威尔否定加息可能，但通胀粘性下降息路径仍存不确定性。本次会议中鲍威尔否定了加息可能，即表示短期通胀预期已经上升，但下一步不太可能是加息；其次一季度通胀数据的回升下，通胀回落的可持续性存在不确定性，联储需要更长的数据确认窗口，但鲍威尔也不确定美联储需要等待多久，其认为现在经济韧性较强。与此对应，鲍威尔给出的货币政策路径均不包括加息：如果通胀维持高位，美联储不降息；如果通胀开始下降，那么美联储会降息；如果失业率超预期走弱，美联储也会降息。

美联储可能需要更长时间来确认。从以往来看，美联储鸽派引导往往被通胀粘性以及就业韧性扭转，因此通胀环比和非农就业是重要因素，在不出现就业市场超预期降温的情况下，4、5月的通胀数据将导致6月成为关键时间节点。其次，9月也是另一重要时间节点，虽然大选会存在一定干扰，但一个季度以上的经济数据下美联储判断将更为准确。5月1日公布的4月ISM制造业PMI数据已经显示，价格仍有环比加速的动能（4月ISM制造业PMI物价环比上升），通胀自4月开始放缓的可能性不高，因此经济层面9月直接降息的迫切性并不大。

图表 1. 市场定价降息次数

CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES								
MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
12/06/2024			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	9.1%	90.9%
31/07/2024	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.9%	26.0%	72.1%
18/09/2024	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	10.6%	42.6%	46.2%
07/11/2024	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	3.8%	20.6%	43.7%	31.7%
18/12/2024	0.0%	0.0%	0.1%	1.6%	10.4%	29.6%	39.0%	19.3%
29/01/2025	0.0%	0.0%	0.6%	4.8%	17.4%	33.1%	31.8%	12.2%
19/03/2025	0.0%	0.3%	2.2%	9.4%	23.2%	32.6%	24.6%	7.7%
30/04/2025	0.1%	1.0%	4.9%	14.5%	26.7%	29.6%	18.3%	4.9%

资料来源：CME FedWatch，中银证券

10年美债利率未来进一步大幅上行空间有限。目前CME利率期货定价的年内降息次数已收敛。考虑到通胀粘性及就业韧性，最终年内降息次数的定价可能保持收敛，因此降息预期回撤的10年美债利率定价已接近完成，未来进一步大幅上行空间有限。会议决议公布后，10年期美债收益率从4.691%下行至4.582%，截至5月1日收盘，10年期美债收益率收跌至4.634%。

美元反弹或接近尾声，但不排除六月欧央行扰动。美元方面，与美债逻辑类似，美元的反弹可能已接近尾声，但不排除六月若欧央行降息可能导致的美元反弹，此外美国经济韧性仍将支持美元高位震荡。美股方面，基本面韧性仍将继续支撑美股。会议决议公布后，Chips和能源股大幅走弱带动SP500和纳斯达克指数均跌，道琼斯工业指数微涨：SP500指数跌0.34%，纳斯达克指数跌0.33%，道琼斯工业指数涨0.23%。截至5月1日收盘，美元指数收跌至105.65。

风险提示：美联储货币政策超预期、地缘冲突演化。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分予任何其他人，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371