



海外市场点评

关注缩表计划

——美联储 5 月利率决议前瞻

证券分析师

薛威

资格编号: S0120523080002

邮箱: xuewei@tebon.com.cn

谭诗吟

资格编号: S0120523070007

邮箱: tansy@tebon.com.cn

投资要点:

- **背景:** 美东时间 5 月 1 日 (北京时间 5 月 2 日凌晨), 美联储将公布最新的利率决议, 从最新的 CME 联邦基金期货模型来看, 预计 5 月利率维持不变的概率为 97.3%。本次决议的关注重点是对缩表的安排。
- **回顾: 通胀显示黏性, 4 月联储官员表态偏鹰, 降息时点延后至 9 月。** 4 月公布的美国通胀数据显示黏性, 24Q1 核心 PCE 价格指数年化季环比增长 3.7%, 超出预期的 3.4%, 显著高于前值 2%。4 月美联储官员的表态偏鹰, 鲍威尔暗示如果通胀持续高于 2%, 可能会在更长时间内将利率维持在高位, 其他美联储官员的讲话也显示对于通胀的重视。CME 模型显示当前首次降息时点延后至 9 月 (当前的概率为 44.4%)。
- **展望: 本次会议可能维持基准利率不动, 对于缩表放缓的计划需要重点关注, 鲍威尔讲话或偏鹰。** 对于基准利率, 联储的表述可能会比此前更坚定, 可能会表达对经济和就业的乐观, 以及对通胀黏性的担忧, 并且会带来全年降息次数和幅度低于 3 月发布点阵图的表述。缩表 (QT) 方面, 由于逆回购规模出现显著滑坡 (目前在 5055 亿美元左右), 联储可能需要讨论缩表趋缓的计划, 包括放缓条件和时间点。
- 对于鲍威尔的讲话, 我们预计大概率由鸽转鹰, 修正此前对于通胀黏性的低估。关于后续缩表、利率政策变化, 可能仍会强调数据依赖, 同时可能会涉及应对地缘扰动、排除大选干扰相关的内容。考虑到近期美股市场偏震荡, 并未出现失速下行, 美国信用利差仍位于相对低位, 鲍威尔呵护的必要性也明显降低。对于市场反应, 此前鹰声阵阵已经带来了很大的冲击, 目前市场的抵抗力已经有所提升, 因此我们认为即便此次会议偏鹰, 可能也难以导致美股失速下行, 而一旦美股失速下行出现风险, 联储呵护的声音便会出现。
- 对市场来说, 当前有两件事可能比 FOMC 月度会议更为重要。一个是二季度财年财政再融资计划, 4 月 29 日美国财政部上调了二季度财政净融资预期规模, 待具体计划公布后, 需要关注长债发行占比是否回落, 这是关系到美债利率市场运行正常与否的重要问题; 另一个是全球汇率市场的剧烈波动, 最近的日元汇率波动也引发了日央行的调控, 导致全球金融市场波动明显放大, 5 月美联储利率决议之后, 不排除全球汇率市场的波动加剧的可能性。
- **影响: 市场主线不明晰, 高赔率资产或受益。** 由于降息预期一再延后, 美联储的表态反复摇摆, 当前市场缺乏清晰的定价锚, 在此背景下建议关注高赔率资产。近期无论是美股内部, 还是日股、港股等跨市场的资产之间, 均呈现出一定程度的“高切低”现象, 拥有困境反转逻辑的市场和行业板块或更加值得关注。
- **风险提示:** 海外通胀超预期; 全球经济景气度不及预期; 地缘政治局势超预期。

图表目录

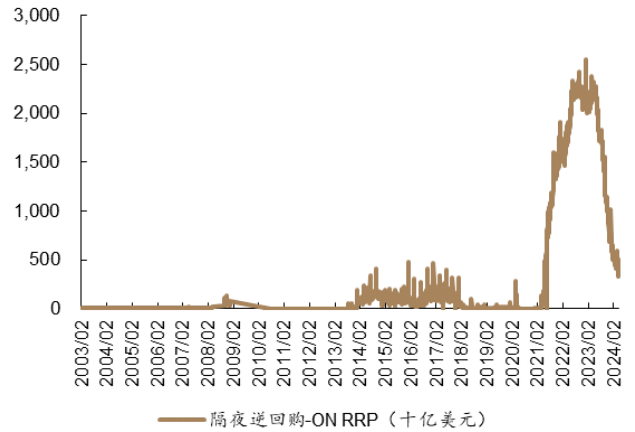
图 1: CME 模型显示首次降息时点延后至 9 月	3
图 2: 逆回购规模显著回落	3
图 3: 美国信用利差仍处于较低位置	3
图 4: 美债利率	3
图 5: 近期美股龙头与中小盘指数比价回落	3

图 1: CME 模型显示首次降息时点延后至 9 月

CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES							
MEETING DATE	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/5/1		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.7%	97.3%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	11.3%	88.4%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	2.5%	27.3%	70.1%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	12.4%	44.4%	42.1%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.3%	4.0%	20.7%	43.8%	31.2%
2024/12/18	0.0%	0.1%	1.8%	10.7%	30.0%	38.7%	18.6%
2025/1/29	0.0%	0.6%	4.4%	16.5%	32.6%	32.7%	13.1%
2025/3/19	0.3%	2.2%	9.3%	23.0%	32.7%	24.8%	7.8%
2025/4/30	0.8%	4.1%	13.0%	25.6%	30.6%	20.3%	5.7%

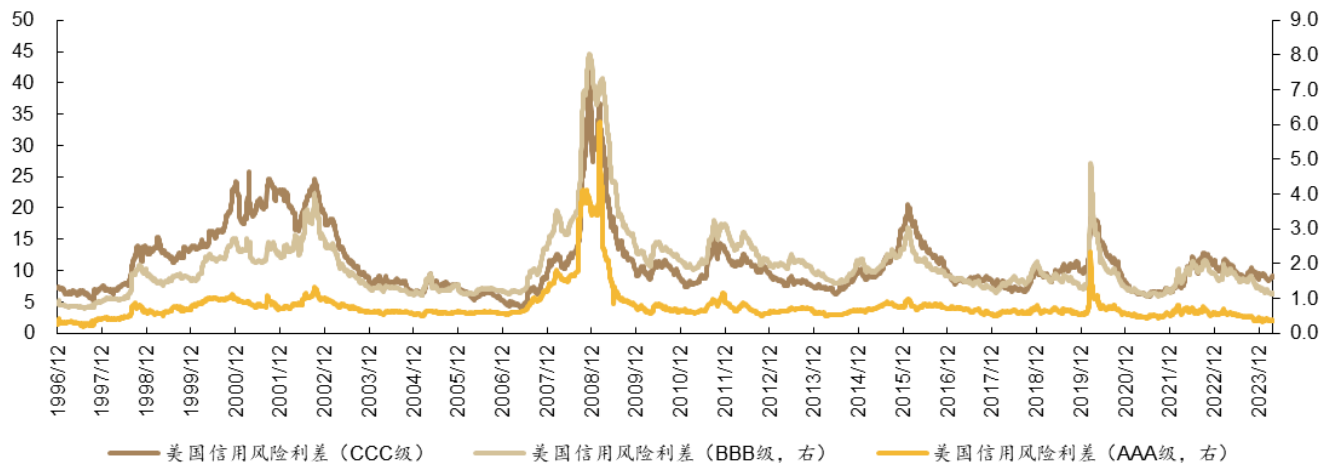
资料来源: CME, 德邦研究所

图 2: 逆回购规模显著回落



资料来源: Wind, 德邦研究所

图 3: 美国信用利差仍处于较低位置



资料来源: Wind, 德邦研究所

图 4: 美债利率

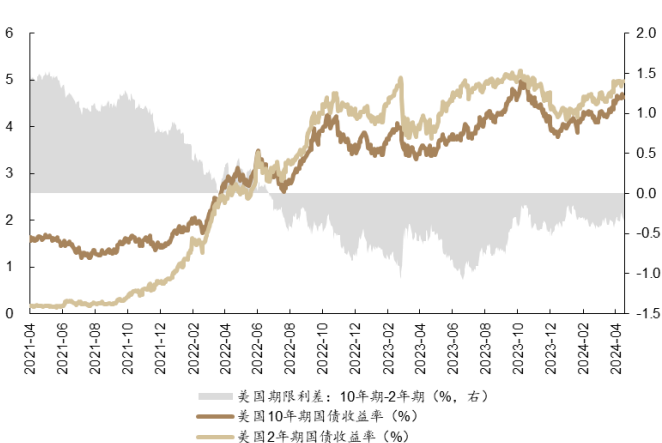
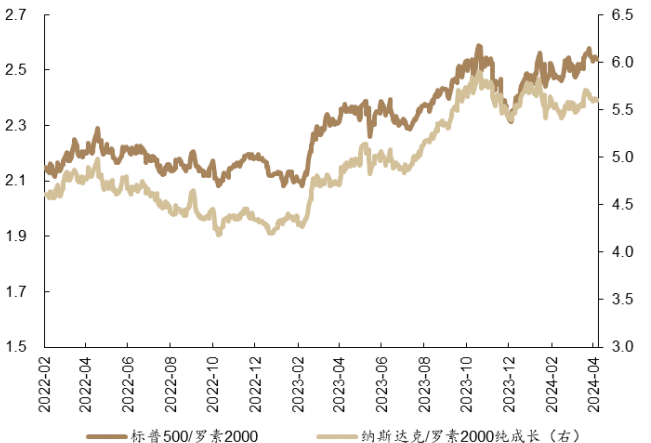


图 5: 近期美股龙头与中小盘指数比价回落



资料来源：德邦研究所

资料来源：Wind，德邦研究所

风险提示

1) 海外通胀反弹超预期。美国通胀呈现出较强粘性，一旦通胀回落速度不及预期，美联储将再度采取紧缩政策，推动美债利率上行，全球风险资产承压。

2) 全球经济景气度不及预期。当前美国经济仍然维持韧性，但部分数据已经有所松动，一旦美国经济出现拐点，美股盈利也将受到拖累，美股将有所承压，进而对全球股市形成冲击。

3) 地缘政治局势超预期。若巴以冲突再度升级，将引发全球避险情绪的快速升温，带动市场剧烈波动。

信息披露

分析师与研究助理简介

薛威，德邦证券海外市场研究组长，资深分析师。深耕海外市场多年，作为团队核心成员获得过金麒麟菁英分析师第二，多次获得 Wind 年度金牌分析师前三，在《财经》、《国际金融》、《中国外汇》等期刊发表文章多次，兼具“自上而下”和“自下而上”的视角，践行“上下求索，慎思笃行”。

谭诗吟，海外市场分析师。具有国内国际双重视野，作为团队核心成员多次获得 Wind 金牌分析师前五，在《新财富》、《中国证券报》等期刊与媒体上多次发表文章，对美股、港股、新兴市场、黄金等投资理解深刻。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	类别	评级	说明
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在任何情况下，本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。