

美联储 2024 年 5 月会议解读

放缓缩表，降息尚远

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

范城恺 投资咨询资格编号
S1060523010001
FANCHENGKAI146@pingan.com.cn



事项：

美国时间 2024 年 5 月 1 日，美联储 FOMC 会议维持利率不变，并宣布将于 6 月放缓缩表。会议声明和鲍威尔讲话后，市场交易宽松：10 年美债利率日内跌 4BP 至 4.64%，美元指数日内跌 0.6% 至 105.7，标普 500 指数小幅收跌。

平安观点：

- **会议声明：放缓缩表。**5 月会议维持 5.25-5.5% 的政策利率目标区间，符合市场预期。缩表方面，会议宣布将从 6 月 1 日起，将每月被动缩减 600 亿美元国债放缓至每月 250 亿美元；同时维持每月 350 亿美元 MBS 减持目标不变，并将超过该上限的本金支付重新投资于美国国债。这一决策在放缓缩表的时间和幅度上都略超出主流预期。此前，较多市场观点认为美联储会在 6 月会议正式宣布放缓缩表；国债缩表速度将放缓至每月 300 亿美元。声明在经济描述部分，新增“通胀走向 2% 目标缺乏进展”。
- **鲍威尔讲话：承认“信心下降”，避谈“再加息”。**面对一季度通胀数据反弹，市场质疑年内会否还有降息、甚至会否重启加息。整体来看，鲍威尔既没有漠视通胀风险，但也没有“过度反应”。一方面，鲍威尔承认，取得降息所需信心的时间可能比此前预期的更长，但并没有否认年内降息的可能性。另一方面，在面对“再加息”的讨论时，其称“不太可能”，强调政策主要关注保持利率的时间（而不是水平）。
- **政策逻辑：降息尚远。**本次会议声明和鲍威尔的讲话可能令市场感受偏“鸽”。但我们认为，在 6 月会议前，美国通胀粘性的风险仍高，市场降息预期“易冷难热”。首先，预计二季度通胀仍会保持较高水平。其次，未来 1-2 个月经济和就业市场大幅降温的概率较低。最后，放缓缩表（QT）对降息（预期）的影响偏于中性。市场对于降息的判断更加取决于通胀和就业表现，而非放缓 QT 决策本身。我们预计，美联储在 6 月会议中，经济预测和点阵图可能暗示年内降息幅度由 3 次减少至 1 次左右。
- **市场展望：“紧缩交易”延续。**降息预期的波动仍可能引发资产价格的波动。美债方面，预计二季度 10 年美债利率波动中枢处于 4.6% 的较高水平。如果市场降息预期继续下降至 0，10 年美债利率上限可能拓宽至接近 5%。美股方面，二季度波动和调整风险仍偏高。当 10 年美债利率超过 4.3% 时，标普 500 指数的风险溢价水平高于 0.5 个百分点，美股调整压力客观上升。美元方面，预计美元指数仍将偏强。美国经济较强与通胀粘性，赋予美联储不急于降息的底气，支撑美元指数维持较高水平。
- **风险提示：**美国通胀超预期反弹，美国经济超预期下行，美国金融风险超预期上升等。

美联储 2024 年 5 月会议不降息，但宣布将于 6 月开始放缓缩表。在今年一季度通胀反弹的背景下，本次声明仅称“通胀走向 2%目标缺乏进展”，对于通胀反弹的描述有些过于温和。鲍威尔讲话承认，取得降息所需信心的时间可能比此前预期的更长，但也弱化了“再加息”的讨论，令市场感受偏鸽派。我们认为，鉴于美国通胀粘性的风险仍高，预计在 6 月会议前，市场降息预期“易冷难热”。降息预期的波动仍可能引发资产价格的波动，二季度“紧缩交易”风格可能延续。

1. 会议声明：放缓缩表

美联储 2023 年 5 月议息会议声明，维持联邦基金利率为 5.25-5.5%目标区间，符合市场预期。同时，美联储维持其他政策利率：1) 将存款准备金利率维持在 5.4%；2) 将隔夜回购利率维持在 5.5%；3) 将隔夜逆回购利率维持在 5.3%；4) 将一级信贷利率维持在 5.5%。

缩表方面，美联储宣布将从 6 月 1 日起，将每月被动缩减 600 亿美元国债放缓至每月 250 亿美元；同时维持每月 350 亿美元 MBS 减持目标不变，并将超过该上限的本金支付重新投资于美国国债。这一决策在放缓缩表的时间和幅度上都略超出主流预期。此前，较多市场观点认为美联储会在 6 月会议正式宣布放缓缩表；国债缩表速度将放缓至每月 300 亿美元（此前 3 月会议纪要显示，联储官员普遍赞成将国债削减规模减少大约一半）。

图表1 美联储 2024 年 5 月议息会议声明：货币政策部分

2024 年 5 月美联储 FOMC 声明
<p>美联储已做出以下决定，以实施联邦公开市场委员会在 2024 年 5 月 1 日的声明中宣布的货币政策立场：</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ 美联储系统理事会一致投票决定将准备金余额支付的利率维持在 5.4%，自 2024 年 5 月 2 日起生效。 ■ 作为其政策决定的一部分，联邦公开市场委员会投票授权和指导纽约联邦储备银行的公开市场服务台，除非另有指示，否则根据以下国内政策在系统公开市场账户中执行交易指示： <ul style="list-style-type: none"> ■ "自 2024 年 5 月 2 日起，联邦公开市场委员会指示： <ul style="list-style-type: none"> ● 必要时进行公开市场操作，以将联邦基金利率维持在 5.25%至 5.5%的目标范围内。 ● 进行隔夜回购协议操作，最低投标利率为 5.5%，总操作限额为 5000 亿美元。 ● 以 5.3%的发行利率和每天 1600 亿美元的每个交易对手限额进行隔夜逆回购协议操作。 ● 在 5 月份到期的美国国债中，将超过每月 600 亿美元上限的本金支付金额在拍卖中进行展期。从 6 月 1 日起，将每个月到期的美国联邦储备系统持有的美国国债的本金支付金额中超过每月 250 亿美元上限的部分在拍卖中进行展期。在不超过这些月度上限的情况下，对国库券进行展期，并且如果国库券的本金支付少于月度上限，则对国库券进行赎回。 ● 将 5 月份收到的、超过每月 350 亿美元上限的来自美国联邦储备系统持有的机构债务和机构抵押贷款支持证券（MBS）的本金支付金额，重新投资到 MBS 中。从 6 月 1 日起，将每个月收到的、超过每月 350 亿美元上限的来自美国联邦储备系统持有的 MBS 本金支付金额，重新投资到美国国债中，以大致匹配未到期美国国债的到期结构。 ● 如果出于运营原因需要，允许适度偏离规定的再投资金额。 ● 必要时参与美元展期和息票掉期交易，以促进美联储机构 MBS 交易的结算。 ■ 在一项相关行动中，美联储系统理事会一致投票批准将初级信贷利率维持在 5.5%。

资料来源：美联储，平安证券研究所

经济和政策描述部分，3 月会议声明的主要改动包括：1) 在首段描述经济时，维持“经济增长保持较强速度、就业强劲且失业率保持低位、通胀在过去一年改善但维持高位”的表述，但新增了“近几个月，通胀走向 2%目标缺乏进展”。2) 在描述通胀和就业的风险更加平衡时，新增了“过去一年”的时间限定。上述两处改动，都与今年一季度美国通胀读数反弹的事实

有关，但表述上相对隐晦，在承认近期通胀反弹的同时，也强调过去一年的进展和通胀改善的方向。3) 新增了有关放缓缩表的表述。

图表2 美联储 2024 年 5 月议息会议声明：经济和政策描述部分

2024 年 3 月美联储 FOMC 声明	
■	近期指标表明，经济活动继续保持稳健的增长势头。就业增长依然强劲，失业率保持在较低水平。过去一年中，通货膨胀有所缓解，但仍然偏高。 近几个月来，通胀向委员会 2% 的目标迈进的进展停滞不前。
■	委员会致力于实现最大就业和长期 2% 的通胀率。委员会判断， 过去一年中，实现其就业和通胀目标的风险已趋向更好的平衡。 经济前景存在不确定性，委员会继续高度关注通胀风险。
■	为了支持其目标，委员会决定将联邦基金利率的目标范围维持在 5-1/4 至 5-1/2 之间。在考虑对联邦基金利率目标范围进行任何调整时，委员会将仔细评估新的数据、不断演变的前景和风险平衡。委员会预计，在对通胀可持续地朝 2% 目标迈进有了更大信心之前，降低目标范围是不恰当的。
■	此外，委员会将继续减少其持有的美国国债和机构债务以及机构抵押贷款支持证券。 从 6 月开始，委员会将通过将美国国债的每月赎回上限从 600 亿美元减少到 250 亿美元，来减缓其证券持有量的下降速度。委员会将维持机构债务和机构抵押贷款支持证券的每月赎回上限为 350 亿美元，并将超过该上限的本金支付金额重新投资于美国国债。 委员会坚定致力于将通胀恢复至 2% 的目标。
■	在评估适当的货币政策立场时，委员会将继续监测新信息对经济前景的影响。如果出现可能阻碍实现委员会目标的风险，委员会准备适当调整货币政策立场。委员会的评估将考虑广泛的信息，包括劳动力市场状况、通胀压力和通胀预期，以及金融和国际发展情况。

资料来源: 美联储, 平安证券研究所

5 月会议声明后，市场暂时交易“宽松”但幅度有限：10 年美债收益率短暂下降 3BP 至 4.62%，但很快反弹 2BP；标普 500 指数跌幅收窄、纳斯达克指数由跌转涨；美元指数小幅下跌且跌幅很快收窄。

2. 鲍威尔讲话：承认“信心下降”，避谈“再加息”

面对一季度通胀数据反弹，市场质疑年内会否还有降息、甚至会否重启加息。整体来看，鲍威尔既没有漠视通胀风险，但也没有“过度反应”。一方面，鲍威尔承认，取得降息所需信心的时间可能比此前预期的更长，但并没有否认年内降息的可能性。另一方面，在面对“再加息”的讨论时，其称“不太可能”，强调政策主要关注保持利率的时间（而不是水平）。

鲍威尔讲话后，市场感受偏鸽：10 年美债利率最深跌幅约 4-5BP、一度跌破 4.6% 关口，但此后跌幅缩窄，收于 4.64%，整日下跌 4BP；美股三大指数一度上涨，但尾盘迅速回落，最终标普 500 和纳指小幅收跌、道指小幅收涨；美元指数经历“N”型走势，于鲍威尔讲话后先跌后涨，尾盘又转跌，日内跌约 0.6% 至 105.7 附近。

具体来看：

- 1) 关于“再加息”。第一个问题是目前利率水平是否达到“充分限制性”，实则试探美联储再加息的可能。鲍威尔第一次回答时只称，目前利率已经是“限制性”，但没有正面回答是否“充分”；后来在记者追问下，其称，利率水平可能在一段时间后（over time）是充分限制性的。第二个问题直接询问了再加息的可能性。鲍威尔称，“不太可能”（unlikely）；目前的主要问题是保持当前利率多长时间；其现在认为不会再加息，当然如果未来其认为需要调整货币政策立场，那么也会这么做。有记者问，这一次完全没有关于加息的讨论吗？鲍威尔称，政策主要还是聚焦于保持当前利率。
- 2) 关于降息。鲍威尔在开场中称，近期的数据还没有给联储可以降息的“更大信心”（greater confidence），而且（取得更大信心）的时间可能比此前预期的更长。有记者问，今年会不会有降息？鲍威尔称，我不会这么思考问题；一季度我们没有看见通胀改善的进展，这意味着可能需要更长时间，但不知道具体需要多久。有记者问，今年不降息的概率是否上

升？鲍威尔称，其没办法提供具体的概率；强调只有在取得“信心”的时候会降息。关于降息的具体条件，鲍威尔举例称，如果就业强劲且通胀更持久，美联储会推迟降息；但如果通胀回落、或者出现意外的就业冷却，则可能降息。

- 3) **关于通胀。**有记者问目前通胀是不是最关键的数据？鲍威尔称，未来几个月的通胀读数无疑是重要的，尽管美联储关注数据的整体 (totality)。有记者问通胀的哪些部分是“暂时的”？关于通胀前景的判断，鲍威尔称，**其预测仍是今年能够下降，只不过对于这一预测的信心出现下降。**关于工资增速，鲍威尔称，目前工资增速仍高于疫情前，但也在改善；长期来看，如果工资增速高于生产力增速，会有通胀压力。关于住房通胀，鲍威尔称，住房通胀其相对于市场租金的滞后性可能更强；其有信心住房通胀会回落，只是没有那么有信心了。
- 4) **关于滞胀。**有记者问，目前“滞胀”是不是风险？鲍威尔称其曾经在“滞胀”附近，当时失业率超过 10%、通胀率也很高；目前失业率在 4% 以下，通胀也没那么高，其不知道这种担心从何而来；目前美国经济状况仍是健康的。
- 5) **关于缩表与降息的关系。**有记者问，**放缓缩表是否意味着可以推迟降息？**鲍威尔连忙澄清“不是”，称应该将放缓缩表的举动独立来看，此举唯一的目的是确保后续的缩表进程能够顺利 (smooth)。
- 6) **其他。**有记者试探地问今年大选会否对货币政策产生影响。鲍威尔明确表示不会，并解释称，联储光考虑经济因素就已经很难了；其只做其认为正确的事情；其经历了四次大选，可以回溯美联储详细的会议记录 (transcript)，都没有提及大选。有记者问如何理解不同国家货币政策的分化？鲍威尔称，美国与其他多数国家的不同在于，经济增长十分强劲，所以可以 (在降息上) 更有耐心；新兴市场由于更完善的政策体系，其所受冲击并不明显。

3. 政策逻辑：降息尚远

本次会议声明和鲍威尔的讲话可能令市场感受偏“鸽”。在面对一季度通胀连续三个月超预期反弹的事实，一方面，本次声明仅称“通胀走向 2% 目标缺乏进展”，对于通胀反弹的描述有些过于温和；另一方面，鲍威尔讲话时弱化了“再加息”的担忧，在消除“最差情形”后，市场可能重拾关于降息的憧憬。此外，本次会议宣布放缓缩表，客观上是呵护流动性的操作，也可能助长市场的鸽派感受。

但我们认为，在 6 月会议前，美国通胀粘性的风险仍高，市场降息预期“易冷难热”。

首先，**展望通胀走势**，预计二季度仍会保持较高水平，因能源、住房、非住宅核心服务价格都可能偏高 (参考报告《美国一季度经济数据解读：“胀”的风险在上升》)；

其次，**经济和就业方面**，尽管近期数据显示美国经济出现一些降温信号 (如一季度 GDP 增速回落、4 月 ISM 制造业 PMI 重新陷入萎缩区间等)，但就业数据仍然稳健 (如 3 月失业率仍低至 3.8%、4 月“小非农”超预期增加 19.2 万等)，**未来 1-2 个月经济和就业市场大幅降温的概率较低。**

最后，**放缓缩表 (QT) 对降息 (预期) 的影响偏于中性。**今年 2 月一份实证研究显示，宣布开始 QT 仅会导致 1-30 年期美债收益率小幅上行约 4-8BP1。目前，美联储已经明确放缓 QT 的决策不改变货币政策立场，旨在弱化这一决策的政策信号。所以，放缓 QT 对市场情绪的影响可能亦将有限。我们认为，**市场对于降息的判断更加取决于通胀和就业表现，而非放缓 QT 决策本身。**如果放缓 QT 时，经济和通胀数据不支持联储很快降息，那么放缓 QT 后，市场可能认为降息的必要性进一步下降，令降息预期推迟。本次记者会的相关提问，恰折射出市场类似的担忧。

我们目前预计，基准情形下，美联储年内仅降息一次，首次降息可能在四季度；预计美联储在 6 月会议中，经济预测和点阵图可能暗示年内降息幅度由 3 次减少至 1 次左右。

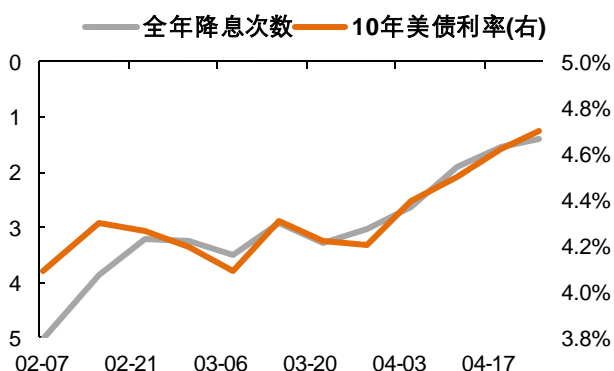
4. 市场展望：“紧缩交易”延续

¹ Du, Forbes and Luzzetti (2024), Quantitative Tightening around the Globe: What Have We Learned? Paper prepared for 2024 US Monetary Forum. February 28, 2024.

对于市场而言，当前市场降息预期虽已经有所调整，但仍有明显分歧，**降息预期的波动仍可能引发资产价格的波动**。据 CME 数据，在美联储 5 月会议后，市场预计年内不降息、降息一次和降息两次（及以上）的概率分别为 15.8%、42.7%和 41.5%。

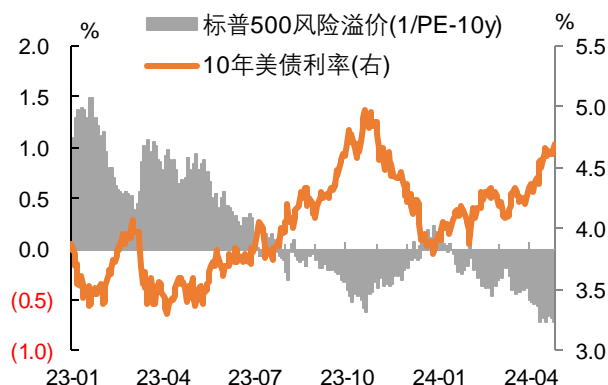
在此背景下，**美债方面，预计二季度 10 年美债利率波动中枢处于 4.6% 的较高水平**。观察到，CME 利率期货市场对年内的降息次数（加权平均）预期每减少 1 次，对应 10 年美债利率上升 20BP 左右。这意味着，如果市场降息预期继续下降至 0，10 年美债利率上限可能拓宽至接近 5%。**美股方面，二季度波动和调整风险仍偏高**。观察到，过去一年，当 10 年美债利率超过 4.3% 时，标普 500 指数的风险溢价水平高于 0.5 个百分点，美股调整压力客观上升。所以，如果降息预期低于 3 月会议引导的年内 3 次左右，那么美债利率对于美股的冲击仍可能体现。**美元方面，预计美元指数仍将偏强**。尽管近期日本政府干预可能令日元有所升值、加大美元指数波动，但 150 以上的日元汇率水平仍处于绝对“弱势”；正如鲍威尔所述，美国经济较强与通胀粘性，赋予美联储不急于降息的底气，这也将支撑美元指数维持较高水平。

图表3 年内预期降息次数减少、美债利率上升



资料来源: Wind, CME, 平安证券研究所

图表4 美股风险溢价走阔、调整压力加大



资料来源: Wind, 平安证券研究所

风险提示：美国通胀超预期反弹，美国经济超预期下行，美国金融风险超预期上升等。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）
- 推 荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）
- 中 性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）
- 中 性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司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。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2024 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120

北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层
邮编：100033