

# 宏观报告

证券研究报告

2024年05月03日

## 美联储脱虚向实

作者

宋雪涛 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110517090003  
songxuetao@tfzq.com

2024年5月的联储议息会议，利率水平如期并保持不变，缩表方面在3月会议纪要的相关讨论基础上更进一步，决定从2024年6月起对缩表减速。其中国债的缩表上限从每月600亿美元降至每月250亿美元，MBS的缩表规模不变，仍为每月350亿美元。

美联储的“不作为”或许并不是主动的“无为而治”，而是对二次通胀的被动适应；这一点和七十年代的时任联储主席伯恩斯类似。我们认为尽管鲍威尔想成为沃尔克那般的“通胀斗士”，但大概率是伯恩斯那般曲折。

我们认为当前维护美元流动性的优先级要高于利率水平变化，联储可以在加息降息这个虚无问题上保持“摇摆不定”，但在维护美元流动性这个关系到核心利益的问题上必须反应“快准狠”。

**风险提示：**美元流动性超预期收紧，美国居民部门利息支出压力增加，美国劳动力需求突然收紧

### 相关报告

- 《宏观报告：改革是最重要的增量信息-4月政治局会议解读》 2024-05-01
- 《宏观报告：宏观-公用事业价格上涨对通胀的影响有多大？》 2024-04-30
- 《宏观报告：宏观-如何理解近期美国拟采取的贸易限制措施？》 2024-04-28

2024 年 5 月的联储议息会议，利率水平如期并保持不变。不降息不是重点，我们在之前报告《如何看待当前美国降息预期？》（2024 年 4 月 1 日）里早有判断，联储或没必要，或没空间，或没动力去实质性降息；当前重点是放缓缩表守护美元流动性。

缩表方面在 3 月会议纪要的相关讨论基础上更进一步，决定从 2024 年 6 月起对缩表减速。其中国债的缩表上限从每月 600 亿美元降至每月 250 亿美元，MBS 的缩表规模不变，仍为每月 350 亿美元。

表 1：本轮加息周期中缩表规模变动节点（单位：美元）

时间	国债	MBS	合计	缩表方向
2022 年 6 月	300 亿	175 亿	475 亿	开始缩表
2022 年 9 月	600 亿	350 亿	950 亿	加速缩表
2024 年 6 月	250 亿	350 亿	600 亿	放缓缩表

资料来源：美联储，天风证券研究所

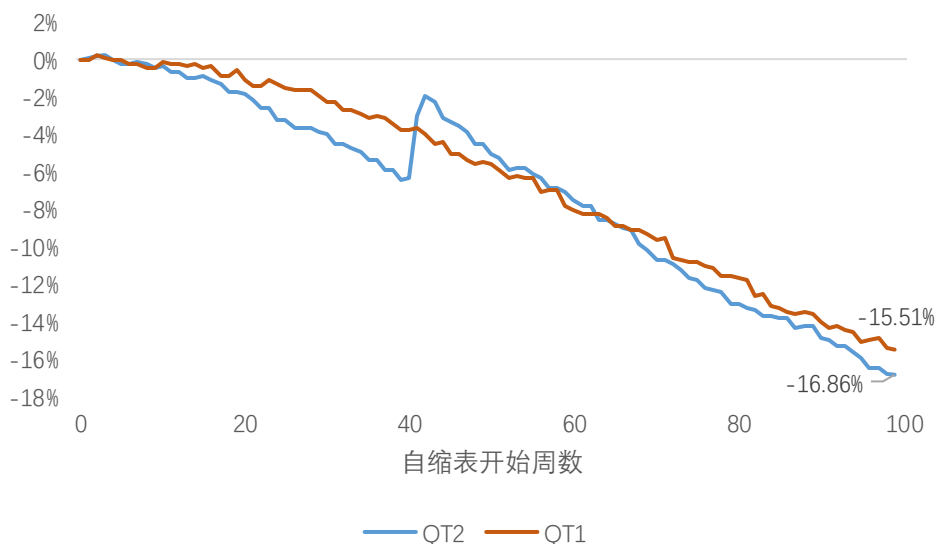
缩表放缓印证了我们 2024 年 2 月 26 日报告《美联储何时结束缩表》中的判断，即先放缓，再停止，3 月可能开始讨论，5 月可能有计划时间表，年底前完全停止。

我们认为缩表放缓的基本逻辑是“当前维护美元流动性的优先级要高于利率水平变化”，无论是金融资产还是实体经济，如果在高利率环境下能够维持健康循环，货币流动性是不可或缺的一环。

美联储的第一次缩表（QT1）于 2017 年 10 月启动，并于 2019 年 8 月结束，期间共持续了 99 周，资产负债表规模下降了 6992 亿美元，降幅 15.5%。

恰好本轮缩表周期（QT2）也进行到第 99 周，目前为止资产负债表下降了 1.51 万亿美元，降幅 16.9%，已经超过上一次缩表时的降幅。

图 1：美国本轮缩表幅度已超过上一轮水平



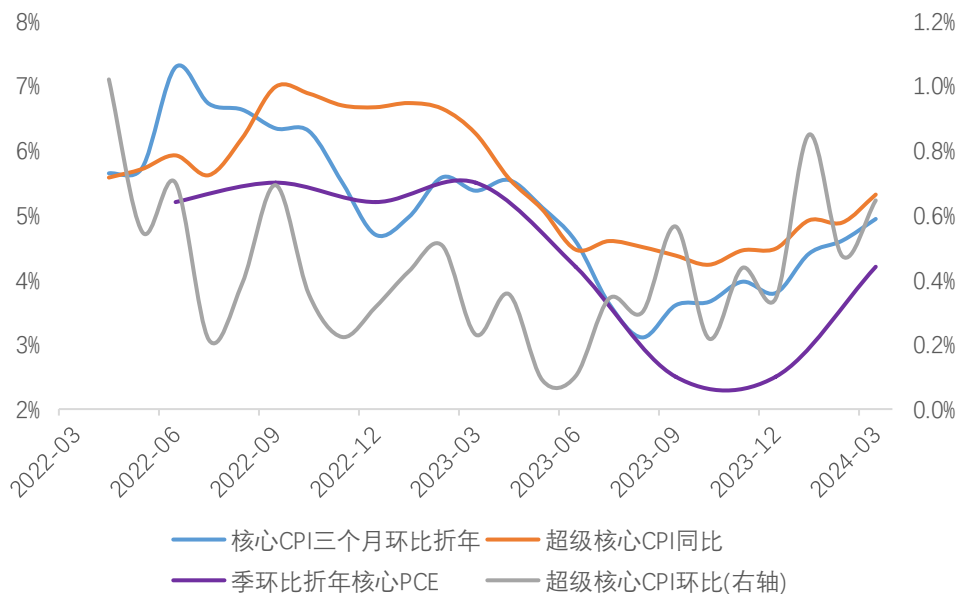
资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

具体来看，联储在声明中最大的变化是承认“在实现 2% 的通胀目标方面缺乏进一步进展”（there has been a lack of further progress toward the Committee's 2 percent inflation objective）。这也与从去年三季度起，美国各口径下的通胀动态陆续发生逆转相对应。

鲍威尔发布会中最有趣的一句话是，“3% 和满意两个词不可能出现在同一个句子里”，从这个角度看，鲍威尔也很难对当前核心通胀满意。

持续反弹的核心 CPI、超级核心 CPI 以及核心 PCE，都意味着美国的二次通胀可能不再是“叙事”，或慢慢成为事实。从现在这个节点看联储的下一步动作，需要思考的不仅是时点，还应该是包括加息在内的方向性问题。

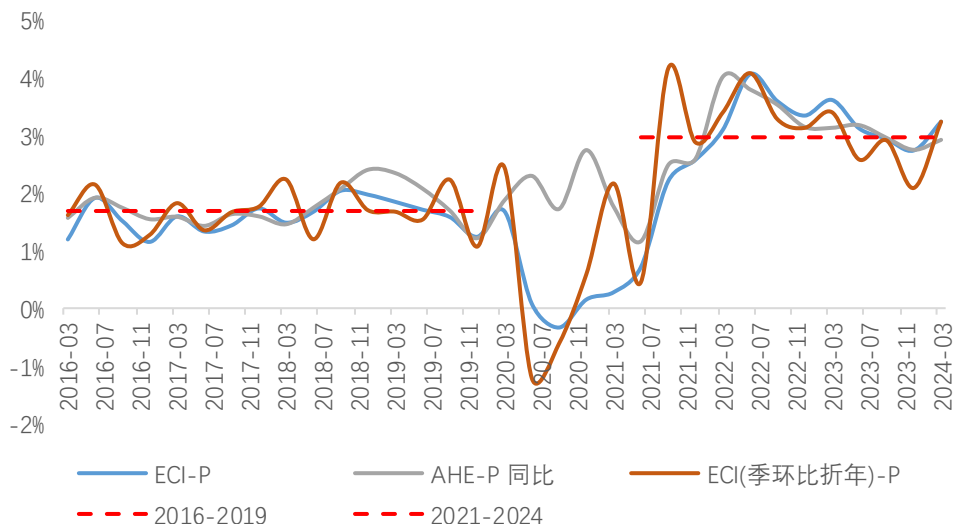
图 2：美国的二次通胀或慢慢成为现实



资料来源：Wind, Bloomberg, 天风证券研究所

本周公布的 ECI 再次超出预期，4.2% 的 ECI 增速对应了 2.5% 左右的通胀预期和 1% 以上的生产力增速。当前各口径下的工资增速反弹并维持在 4% 以上水平或是支撑二次通胀的因素之一。

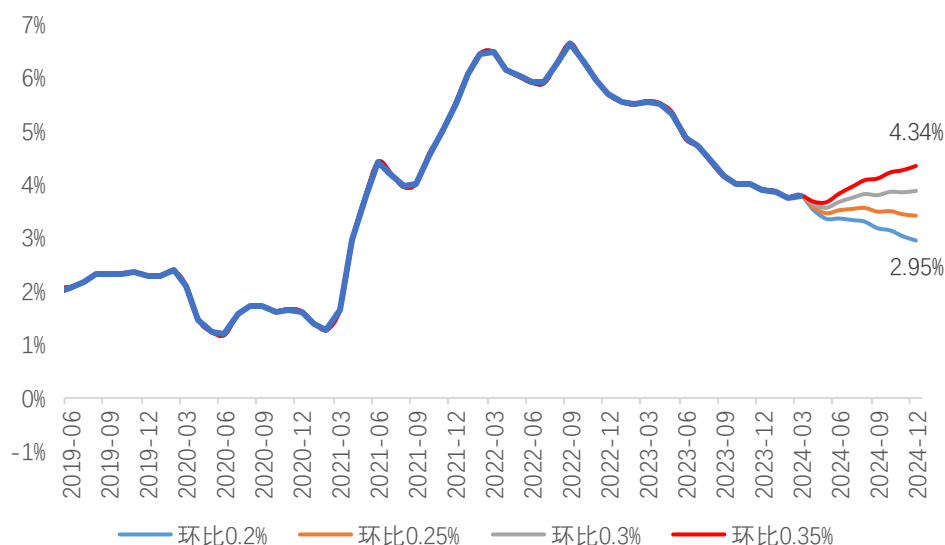
图 3：4% 左右的 ECI 的是相对合理的



资料来源：Bloomberg, 天风证券研究所

支撑通胀反弹的另一个因素是高基数消失。如果核心 CPI 保持环比 0.3% 的水平，核心通胀同比读数年末将回到 3.9%。

图 4：核心 CPI 年末如果回到 3% 以下，需要接下来环比增长 0.2%

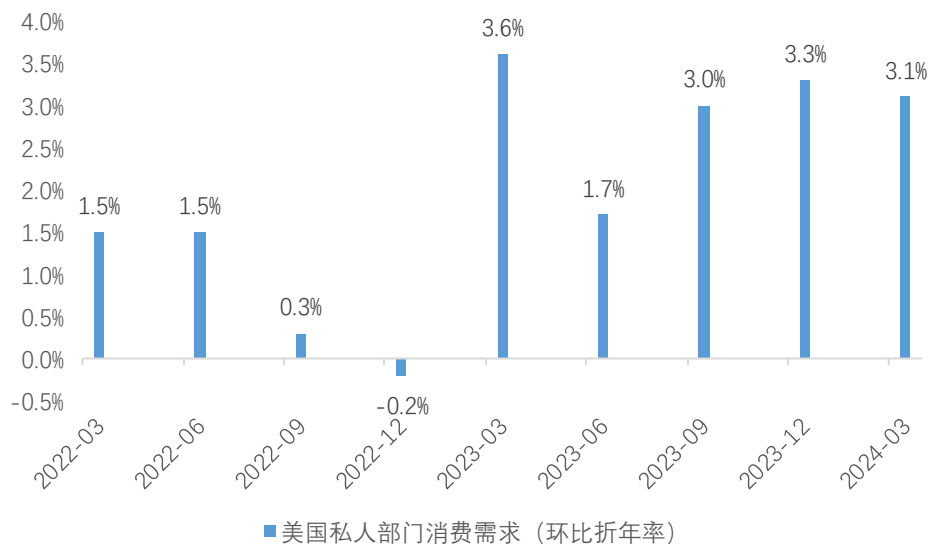


资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

考虑到当前美国经济内生动能其实并不弱，尤其是本周公布的 ECI 以及此前核心 PCE 物价这两个联储最中意的通胀指标均持续上行的情况下，我们认为加息或在框架之内。

当然，我们也认为加息需要一系列条件，即服务通胀持续反弹、制造业持续性补库和油价在地缘的扰动下加速上行。当前看，加息依然是小概率事件，但是如果联储不往加息方向引导从而进一步收紧金融条件（尤其是信用利差）的话，通胀温和反弹的趋势或许还会持续。

图 5：美国私人部门需求依然强劲



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

虽然美国一季度实际 GDP 增速明显低于预期，但除库存投资、政府支出和净出口的国内最终私人需求依然强劲增长 3.1%，体现出美国经济依然处于相对高位水平。（详见 2024 年 4 月 26 日报告，《美国经济“滞胀”了吗？》）

鲍威尔也认为对于美国当前短期“滞胀”的担忧有些多余，并抛出了“未来美国经济三条路”的表述：

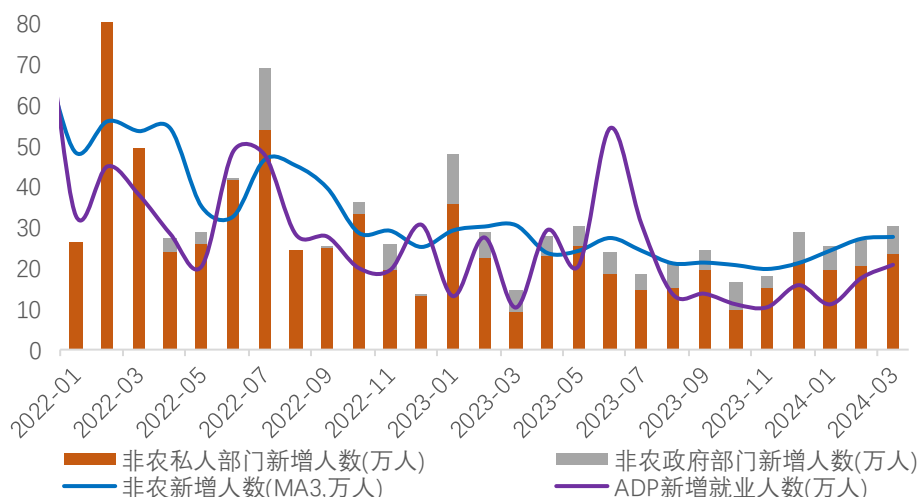
第一条路：通胀持续高于政策目标，就业热、经济不着陆，那就无法获更大的信心，也就不会降息。(inflation proves more persistent than expected. And where the labor market remains strong... it could be appropriate to hold off on rate cuts.)

第二条路：通胀持续朝着 2% 前进。(inflation is moving sustainably down to 2%)

第三条路：劳动力市场超预期放缓。(an unexpected weakening in the labor market, for example)

对于后两条路，鲍威尔都认为可以随时触发降息，尤其是鲍威尔个人依然对通胀回落相对乐观。

图 6：美国劳动力市场依然保持健康



资料来源：Bloomberg, Wind, 天风证券研究所

总的来说，鲍威尔依然尝试保持一种“风险平衡”的表达：既明确表示联储下一步行动不太可能（Unlikely）是加息，又在当前数据不支持降息的背景下，对当前通胀动态的逆转展现了更多的“容忍度”。

可能未来随着一次又一次的 FOMC 会议证伪降息预期后，会观察到一批又一批的投资者开始转向。美联储的“不作为”或许并不是主动的“无为而治”，而是对二次通胀的被动适应，这一点和七十年代的时任联储主席伯恩斯类似。我们认为尽管鲍威尔想成为沃尔克那般的“通胀斗士”，但大概率是伯恩斯那般曲折。

不过，我们认为当前维护美元流动性的优先级要高于利率水平变化，联储可以在加息降息这个虚无问题上保持“摇摆不定”，但在维护美元流动性这个关系到核心利益的问题上必须反应“快准狠”。

整个市场对于鲍威尔的“鸽派态度”十分认可，美债利率小幅下行，期货市场定价的全年降息预期为 36bps，且降息预期并没有集中在任何一次会议，而只是模糊地认为今年迟早会降息一次。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com