

## 美联储政策观察期延长，但年内仍将大概率实施降息

### ——美联储 5 月货币政策会议点评与展望

研究发展部高级副总监 白雪

事件：北京时间 5 月 2 日周四凌晨，美联储货币政策委员会（FOMC）宣布将联邦基金利率目标区间维持在 5.25%-5.50% 不变，自去年 7 月加息后，联储的这一政策利率始终保持在二十余年来高位。至此，始于 2022 年 3 月的本轮紧缩周期内，美联储已连续六次会议未加息，FOMC 投票委员全体赞成本次利率决策。本次美联储决议声明主要调整了缩表计划。从 6 月开始，美联储将每月美国国债的赎回规模上限从 600 亿美元降至 250 亿美元，这是美联储自 2022 年 6 月开始缩表以来首次在决议中修改缩表计划的措辞。利率前瞻指引方面，声明指出，近几个月缺乏通胀下降进一步进展。新闻发布会上，美联储主席鲍威尔表示，在降息问题上，获得信心的时间将比原来预料的更加漫长，短期通胀预期已经上升，但下一步不太可能是加息。

对此，东方金诚解读如下：

一、整体来看，本次会议的整体基调“中性偏鸽”。一方面，承认通胀回落进展缓慢，降息仍需要时间，其背景是年初以来美国通胀连续反弹，政策转向降息需要更长的观测窗口；另一方面，排除了重启加息的可能性，打消市场对于进一步紧缩的担忧。

在本次会议上，美联储承认通胀回落进展缓慢，降息仍需要时间。与 3 月会议纪要相比，5 月会议纪要承认最近几个月通胀没有进一步改善。对通胀的表述出现变化，背景是近期美国主要通胀指标表现出粘性特征。今年年初以来，美国 CPI 通胀连续 3 个月反弹：1-3 月，CPI 同比增幅分别为 3.1%、3.2% 和 3.5%，呈逐月上升态势；核心 CPI 同比增幅分别为 3.9%、3.8%、3.8%，下行趋于停滞。一季度通胀从回落变徘徊，表明美国核心通胀压力仍在，政策转向降息转换需要更长的观测窗口。

此外，当前美国核心经济动能依然稳健，尚未出现显著下行的迹象，劳动力市场也未出现明显降温，这意味着美联储进行预防性降息的动能不足。一季度美国实际 GDP 同比增速为 3.0%，而此前三个季度分别为 3.1%、2.9%、2.4%，经济增速并不低。其中，反映实际内需的“核心 GDP”——国内私人最终购买（即 GDP 中剔除净出口、库存投资和政府开支）环比折年率为 3.1%，仅比前一季度的 3.3%

小幅回落；其中消费仍然增长 2.5%，增速仍然处于较高水平。这表明，美国核心经济动能依然稳健。

另一方面，美联储认为，当前利率水平已足够具有限制性，从而排除了重启加息的可能性。鲍威尔在提及进一步加息需要什么条件时表示，“需要看到有力的证据表明我们的政策利率不足以将通胀降至 2%。但这不是我们现在看到的情况”。他认为，当前货币政策具有限制性，并且正在对需求产生影响，具体反映在劳动力市场已从高位降温、住房和投资承压等，并强调政策主要关注保持利率的时间，而不是水平。我们认为，在推迟降息的基础上，美联储排除进一步加息对于稳定市场情绪、呵护流动性起到重要作用。

**二、基于当前的经济和通胀形势，当前美国抗通胀仍是货币政策的首要考量，政策观察期将相应延长，但实施降息仍是美联储货币操作的大方向。一方面，通胀继续回落的趋势不变；另一方面，未来美国经济存在断崖式下行的风险。预计美联储最早可能在 9 月或 11 月开启降息，全年降息 1-2 次。**

基于当前的经济和通胀形势，抗通胀仍是美联储货币政策的首要考量，难以遵循此前年内降息三次的指引。当前美国经济呈现出“有涨无滞”的特征，除通胀下行受阻外，本周刚公布的美国 4 月 ADP 就业大超预期、美国一季度劳工就业成本指数增速超预期，均指向抗通胀仍是美联储货币政策当前的首要考量——鲍威尔在讲话中也指出“仍将高度关注通胀风险”。这意味着美联储将显著延长政策观察期。鲍威尔指出两条路径会让美联储考虑降息，一是通胀回到 2% 的信心增强，二是劳动力市场意外走弱。他认为，失业率升至 4% 以上可以算是意外走弱，但失业率的上升必须具有实质性意义，美联储才会采取行动。在这一基础上，我们判断，上半年已基本没有加息的动机和可能性，但下半美联储仍可能降息 1-2 次。

一方面，未来几个月通胀仍将继续回落。过去几个月 CPI 通胀的持续韧性主要是由房租、油价和运输服务等分项支撑，但考虑到占比最大的房租分项已经出现松动，新签租约回落逐步计入前期，将推动住房通胀压力继续缓解。此外，劳动力市场仍将逐步降温，也将推动工资压力缓解。未来核心 CPI 同比和环比增速逐步回落的整体趋势不会改变，预计下半年整体和核心 CPI 在将分别回落至 3% 和 3.5% 以下，虽与 2% 的政策目标仍有距离，但在趋势上可以构成降息开启的基础。此外，近期市场降息交易大幅回撤引发的利率与金融条件再度收紧，也将在未来一段时间重新压制需求和通胀。

另一方面，未来驱动美联储降息的可能不仅是通胀降温，经济下行风险也可能迫使美联储快速降息。数据显示，当前美国不仅名义利率高企，考虑物价因素后的实际利率也处于 2.0% 左右的偏高水平，而且已经持续一段时间。从美国历史规律来看，实际利率水平持续走高后，经济往往均会出现断崖式下跌。而本轮实际利率的上行速度、幅度以及持续时间均已处在历史最高水平，这意味着有可能

在下半年或晚些时候对消费形成重要负面影响，进而推动美国经济大幅减速，甚至出现衰退，届时失业率将陡然上升，美联储有可能会实施大幅降息。此外，随着 BTFP 计划到期，近期地区性银行共和第一银行倒闭，意味着中小银行风险仍在显露，银行业风险隐忧仍存，若危机蔓延，也将促使美联储转向降息。我们判断，首次降息的时间可能在 9 月或 11 月，全年降息 1-2 次。

### 三、美联储放缓缩表节奏符合预期，但缩减规模下调超出市场预期，背后体现了美联储配合财政力度并预防流动性危机的意图。

本次会议上美联储宣布，从 6 月开始将每月缩减美国国债的上限规模从 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。放缓缩表节奏符合市场普遍预期，但缩减规模的下调强于市场预期——在本次会议前，市场的普遍预期是国债月度停止再购买规模“减半”，即从 600 亿美元降至 300 亿美元/月。我们认为，这背后体现了美联储配合财政力度并预防流动性危机的意图。虽然美联储已经明确放缓缩表的决策并不改变货币政策立场，旨在弱化其与降息之间的关联，但表明美联储在高利率下仍然担忧经济和金融稳定出现问题，希望避免类似 2019 年因缩表而导致的流动性恐慌。这一操作将有利于下半年的储备金以及银行间流动性——按照美联储当前缩表进程和银行准备金的充裕程度测算，准备金在今年底就会从过度充裕转为适度充裕水平。我们判断，基准情形下，2025 年上半年可能停止缩表，但具体时点仍存在不确定性。

#### 权利及免责声明：

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、研究观点等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以其他方式传播。未获书面授权的机构及人士不应获取或以其他方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方或/及发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

本研究报告的结论，是在最初发表本报告日期当日按照东方金诚的研究流程及标准做出的独立判断，遵循了客观、公正的原则，未受第三方组织或个人的干预和影响。东方金诚可能不时补充、修订或更新有关信息，也可能发出其他与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但没有义务和责任更新本报告并通知报告使用者。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本声明为本研究报告不可分割的内容，任何使用者使用或引用本报告，应转载本声明。并且，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。