

## 通胀压力加大，降息信心不足： 5月FOMC会议点评

### 团队成员

#### 事件：

5月2日，美联储公布5月议息会议结果，维持联邦基金利率5.25%-5.5%不变，符合市场预期。

#### 投资要点：

**利率决议维持利率不变、符合市场预期，对近期通胀明显更为关注，且自2022H2以来首次缩减QT：**（1）**维持利率不变：**5月决议连续第六次会议不加息，符合市场预期；（2）**官宣放慢缩表：**在决议文本上，最大的变化在于购债端，美联储自2022年6月以来首次修改缩表计划措辞，月度缩表上限下调350亿美元至250亿美元，机构MBS上限不变，相当于官宣缩减QT，而由于此前3月份鲍威尔已表示缩减QT将很快发生，市场对此已有一定预期；（3）**警告通胀缺乏进展：**通胀方面，新增“近几个月，在实现委员会2%的通胀目标方面，缺乏进一步的进展”的表述，近期通胀持续超预期显然已受到美联储高度关注，大概率成为后续美联储政策框架下的首要目标。

**鲍威尔讲话表示获得降息信心的时间比预期更加漫长，但否认进一步加息的可能性，高度重视通胀风险：**（1）**利率：**对年内是否会降息没有太大的信心，但同时强调不太可能加息，如果通胀持续性更高且劳动力市场保持强劲，那么推迟降息可能是合适的；（2）**通胀：**通胀已明显放缓，但仍高于2%的目标。实现2%通胀的可持续路径将需要更长时间，美联储对3%的通胀率不满意，将逐步将通胀率恢复到2%；（3）**就业：**劳动力市场仍然相对紧张，只有劳动力市场出现相当大的问题，美联储才会降息；（4）**经济：**经济在实现双重目标方面取得了长足进展，紧缩立场对通胀和经济施加了下行压力；（5）**缩表：**减缓缩表的步伐并不意味着资产负债表收缩速度会比预期更慢，减缓缩表步伐并非政策宽松。

**鲍威尔讲话排除进一步加息可能性，市场一度解读偏鸽，但短期外部流动性压制或仍未结束：**（1）**降息预期上，**市场预期已调整为11月开启降息，全年降息幅度50BP。降息预期调整最陡峭阶段已经过去，但不排除美联储全年不降息的可能性；（2）**流动性宽松阶段性受阻**对各类风险资产或继续带来压力。美债利率或高位震荡，美股仍有杀估值压力，美元或继续维持强势。

**风险提示：**一是美国通胀下行偏慢；二是大宗商品价格上涨；三是海外市场大幅波动等。

分析师 燕翔  
 执业证书编号：S0210523050003  
 邮箱：yx30128@hfzq.com.cn

联系人 石琳  
 邮箱：sl30332@hfzq.com.cn

### 相关报告

- 1、《去通胀的“最后一英里”——美国2月CPI数据点评》—2024.03.13
- 2、《降息仍需等待：1月FOMC会议点评》—2024.02.01
- 3、《降息空间打开——12月FOMC议息会议点评》—2023.12.14



## 正文目录

1	对通胀更关注，22H2 以来首次缩减 QT.....	3
2	降息预期回落至 11 月，但不排除全年不降息可能性.....	4
3	风险提示 .....	5

## 图表目录

图表 1: 5 月和 3 月议息会议利率决议文本对比.....	3
图表 2: 市场预期美联储最早或 11 月开启降息、全年降息幅度 50BP.....	4

## 1 对通胀更关注，22H2 以来首次缩减 QT

利率决议维持利率不变、符合市场预期，文本内容基本与 3 月相比，对近期通胀明显更为关注，且自 2022H2 以来首次缩减 QT：（1）利率：5 月决议维持联邦基金利率 5.25%-5.5% 不变，连续六次会议不加息，符合市场预期。继续强调“实现其就业和通胀目标的风险正在更好地平衡”、“在通胀接近 2% 的信心增强之前，降息是不合适的”；（2）购债：自 2022 年 6 月以来首次放慢缩表，此前 3 月会议已释放信号，整体符合市场预期：本次决议最大的变化在于购债端，美联储自 2022 年 6 月以来首次修改缩表计划措辞，新增“6 月开始，通过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，委员会将放慢所持债券的减少速度。委员会将机构债和机构 MBS 的每月赎回上限保持在 350 亿美元不变，并将超过这一上限的任何本金用于对美国国债的在投资”，相当于官宣缩减 QT，而此前 3 月 FOMC 发布会上，鲍威尔已经表示缩减 QT 将很快发生，市场对此已有一定预期；（3）经济：与 1 月表述类似，对经济表态仍偏积极，强调实现就业和通胀目标的风险已趋向更好的平衡，但也提到“经济前景不明朗”；（4）通胀：新增“近几个月，在实现委员会 2% 的通胀目标方面，缺乏进一步的进展”的表述，近期通胀持续超预期显然已受到美联储高度关注。除此之外继续强调“委员会高度关注通胀风险，坚定致力于让通胀回到 2% 的目标”。

图表 1：5 月和 3 月议息会议利率决议文本对比

	5 月 FOMC 声明	3 月 FOMC 声明
利率	维持利率 5.25%-5.5% 不变。在考虑对联邦基金利率目标区间的任何调整时，委员会将仔细评估即将到来的数据、不断变化的前景和风险平衡。在通胀接近 2% 的信心增强之前，降息是不合适的。	维持利率 5.25%-5.5% 不变。在考虑对联邦基金利率目标区间的任何调整时，委员会将仔细评估即将到来的数据、不断变化的前景和风险平衡。在通胀接近 2% 的信心增强之前，降息是不合适的。
购债	继续减少国债、机构债和机构 MBS 持有量。6 月开始，通过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，委员会将放慢所持债券的减少速度。委员会将机构债和机构 MBS 的每月赎回上限保持在 350 亿美元不变，并将超过这一上限的任何本金用于对美国国债的在投资	根据此前的缩表计划，继续减少国债、机构债和机构 MBS 持有量
经济	最近的指标表明，经济活动继续稳步扩张。就业增长保持强劲，失业率维持低位。经济前景不明朗。过去一年中实现其就业和通胀目标的风险已更好地实现平衡。	最近的指标表明，经济活动一直在稳步扩张。自今年早些时候以来，就业增长有所放缓，但仍强劲，失业率维持低位。经济前景不明朗。实现其就业和通胀目标的风险正在更好地平衡。
通胀	通胀在过去一年有所缓和，但依然高企。近几个月，在实现委员会 2% 的通胀目标方面，缺乏进一步的进展。委员会高度关注通胀风险，坚定致力于让通胀回到 2% 的目标	通胀在过去一年有所缓和，但依然高企。委员会高度关注通胀风险，坚定致力于让通胀回到 2% 的目标

来源：美联储、华福证券研究所；标红为新增或修改部分

鲍威尔讲话表示获得降息信心的时间比预期更加漫长，但否认进一步加息的可能性，高度重视通胀风险：(1) 利率：对今年是否会降息没有太大的信心，承诺在适当的时间内保持具有限制性的政策立场，下一次政策利率调整不太可能是加息。如果通胀持续性更高且劳动力市场保持强劲，那么推迟降息可能是合适的。可以保持耐心，在接近降息决策时将会谨慎小心；(2) 通胀：通胀已明显放缓，但仍高于 2% 的目标。今年收到的通胀数据高于预期，尽管长期通胀预期保持稳定。实现 2% 通胀的可持续路径将需要更长时间，美联储对 3% 的通胀率不满意，将逐步将通胀率恢复到 2%；(3) 就业：劳动力市场仍然相对紧张，只有劳动力市场出现相当大的问题，美联储才会降息。美联储正努力使用工具，以保持劳动力市场和经济的强劲，同时可持续地降低通胀；(4) 经济：经济在实现双重目标方面取得了长足进展，紧缩立场对通胀和经济施加了下行压力。由于移民，美国经济潜在产出出现“显著增加”；(5) 缩表：减缓缩表的步伐并不意味着资产负债表收缩速度会比预期更慢，减缓缩表步伐并非政策宽松。减缓缩表步伐的决策将降低货币市场压力的可能性，将确保进程平稳过渡。

## 2 降息预期回落至 11 月，但不排除全年不降息可能性

鲍威尔讲话排除进一步加息可能性，市场一度解读偏鸽，但后明显回落，美股和大宗商品总体承压，美债利率边际回落。降息预期上，根据 CME 利率期货数据，市场预期已调整为 11 月开启降息，全年降息幅度 50BP。资本市场上，鲍威尔讲话后，10 年期美债一度下行 6.6BP 至 4.6% 以下，但截至收盘跌幅收窄至 4.9BP；三大股指低开，鲍威尔讲话后跌幅大幅收窄，但随后回落。截至收盘，道琼斯、纳斯达克、标普 500 分别上涨 0.23%、-0.33%、-0.34%；大宗商品中，黄金再度走高，COMEX 黄金上涨 0.9% 至 2330 美元附近，布油下跌 3.2% 至 83.5 美元附近，LME 铜下跌 0.94%，再度回到 10000 美元以下。

图表 2：市场预期美联储最早或 11 月开启降息、全年降息幅度 50BP

CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES								
MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/6/12			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	9.1%	90.9%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.9%	26.0%	72.1%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	10.6%	42.6%	46.2%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	3.8%	20.6%	43.7%	31.7%
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.1%	1.6%	10.4%	29.6%	39.0%	19.3%
2025/1/29	0.0%	0.0%	0.6%	4.8%	17.4%	33.1%	31.8%	12.2%
2025/3/19	0.0%	0.3%	2.2%	9.4%	23.2%	32.6%	24.6%	7.7%
2025/4/30	0.1%	1.0%	4.9%	14.5%	26.7%	29.6%	18.3%	4.9%

来源：CME FedWatch、华福证券研究所



降息预期调整最陡峭阶段已经过去，但不排除美联储全年不降息的可能性，尾部风险仍在，流动性宽松阶段性受阻对各类风险资产或继续带来压力：（1）美债：在经济或通胀明显冷却前，美债利率大概率高位震荡，但触及 23Q4 的 5.0% 概率较低；（2）美股：盈利端仍稳健，但估值已超过过去 10 年均值水平，“杀估值”或尚未结束；（3）美元：“美强欧弱”格局延续，叠加欧央行转向大概率先于美联储，强美元格局有望延续；（4）人民币汇率：人民币汇率常态化波动或加大，强美元和中美资金利率差对人民币汇率仍构成一定压制，但国内货币政策稳汇率基调不变，贬值幅度或相对有限；（5）A 股：美债利率实质性回落前，红利占优行情或将延续。

### 3 风险提示

一是美国通胀下行偏慢；二是大宗商品价格上涨；三是海外市场大幅波动等。

## 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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。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	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

## 联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn