



不会加息，终将降息

——美联储议息会议点评（2024年5月）

美东时间5月1日，美联储宣布将利率水平继续维持在5.25-5.50%区间，缩表节奏将从6月起放缓至\$600亿/月。

美联储作出两点重要表态：一是通胀粘性只会导致降息延后，不会导致不降息甚至加息；二是放缓缩表节奏旨在让金融系统更好地适应资产负债表正常化过程，不意味着会降低最终缩表规模。前瞻地看，由于大选年财政易松难紧，降息大概率延后至大选之后，6月议息会议美联储也将上修利率路径指引。

一、经济：表态转鹰

美联储承认近几个月去通胀缺乏进展，改变了年初以来对去通胀的乐观态度。5月议息会议文本保留了“通胀在过去一年间显著回落”的表述，但新增表述“委员会近几个月在实现2%通胀目标方面缺乏进一步进展”。鲍威尔在新闻发布会上表示，美联储不会对1-2个月的通胀数据过度反应，但通胀粘性已经持续了一个季度。需要指出的是，鲍威尔仍然认为去通胀是“放缓”而非“停滞”，随着时间推移通胀水平仍将进一步回落。

美联储认可经济仍在温和扩张，鲍威尔在新闻发布会上表示“滞胀”是无稽之谈。5月议息会议文本保留了“经济稳步扩张”的表述，鲍威尔在新闻发布会上表示尽管一季度经济数据有所走弱，但剔除库存、政府和净出口后的经济仍在强势扩张，并明确驳斥了关于“滞胀”的观点。

美联储认为劳动力市场正在火热中走向供求平衡，并认为劳动力供给扩张是经济持续扩张的重要原因。5月议息会议文本保留了“就业增长强劲、失业率保持低企”的表述，鲍威尔在新闻发布会上表示，强劲就业伴随着劳动力供应增加，这些增加来自于25-54岁人口和移民，即使如此，劳动力市



场仍然处于供不应求的状态。此外，鲍威尔认为经济潜在产出的增长也来自于 2022 年至今的劳动力供给扩张，而非来自于生产率增长。

二、政策：保持定力

美联储宣布维持政策利率不变，但放缓缩表节奏，以求在去通胀和防范金融风险之间取得平衡。政策利率维持在 5.25-5.5% 区间，缩表节奏自 6 月起从 \$950 亿/月放缓至 \$600 亿/月，其中美国国债减持节奏从 \$600 亿/月放缓至 \$250 亿/月，机构证券减持节奏维持 \$350 亿/月不变，超额减持部分将再投资于美国国债。

鲍威尔在新闻发布会做出了“不会加息，终将降息”的表态，并强调放缓缩表不意味着最终缩减规模的下降。利率操作方面，鲍威尔重申当前利率水平已经具备足够限制性，但就业韧性和通胀粘性导致了降息时点的后移。量化操作方面，鲍威尔表示放缓缩表旨在让金融系统更好地适应资产负债表正常化，并不意味着降低最终缩表规模。

三、市场：解读偏鸽

美联储仍然做出了“不会加息，终将降息”表态，市场解读偏鸽。议息会议后，美元隔夜利率曲线（OIS）暗示美联储年内降息幅度提升至 1.5 次，首次降息时点约为 11 月。美国国债收益率全面下降。2 年期下行 8bp 至 4.96%，5 年期下行 7bp 至 4.65%，10 年期下行 5bp 到 4.63%，30 年期下行 3bp 到 4.75%。美元见顶回落。美元指数从 106.22 跌至 105.76，美元兑换离岸人民币汇率稳定在 7.23。美股三大指数涨跌互现。标普 500 指数收跌 0.34%，纳斯达克指数收跌 0.33%，道琼斯指数收涨 0.23%。境外美元流动性仍然宽松。根据今日境外银行间美元拆借加权成交利率，隔夜 5.38% 左右，1w5.50%，1m5.60%，3m5.70%，6m5.75%。

四、前瞻：降息时点确认后移

随着美联储官方承认去通胀遇阻，6 月会议修正利率指引已是大概率事

件，降息大概率延后至大选后。一方面，大选年财政易松难紧，就业韧性和通胀粘性均有支撑。另一方面，放缓缩表已经对金融系统形成保护，这意味着利率有条件在高位保持更久。

(评论员：谭卓 刘一多 陈诚 王天程)

表 1: 美联储议息会议声明文本对比

类型	2024年5月1日	2024年3月20日
经济表现	经济稳步 (solid) 扩张。	经济稳步 (solid) 扩张。
	就业增长强劲(strong)，失业率维持低位。 通胀在过去 1 年间显著回落 (ease)，但仍处高位。 近几个月美联储在实现 2%通胀目标方面缺乏进一步进展。	就业增长强劲(strong)，失业率维持低位。 通胀在过去 1 年间显著回落 (ease)，但仍处高位。
货币政策	委员会坚定致力于将通胀率恢复到 2% 的目标。 委员会将在就业和通胀目标之间做好平衡。	委员会坚定致力于将通胀率恢复到 2% 的目标。 委员会将在就业和通胀目标之间做好平衡。
	委员会决定将联邦基金利率的目标范围维持在 5.25 至 5.5%。	委员会决定将联邦基金利率的目标范围维持在 5.25 至 5.5%。
	为确定对政策利率的任何调整是适当的，委员会将密切跟踪最新数据、未来展望和各类风险之间的平衡问题。	为确定对政策利率的任何调整是适当的，委员会将密切跟踪最新数据、未来展望和各类风险之间的平衡问题。
	自 6 月起，美国国债减持节奏从 \$600 亿/月放缓至 \$250 亿/月，机构证券减持节奏维持 \$350 亿/月不变，超额减持部分将再投资于美国国债。	委员会将继续减少其持有的国债、机构债务和 MBS。
投票情况	全票通过。	全票通过。

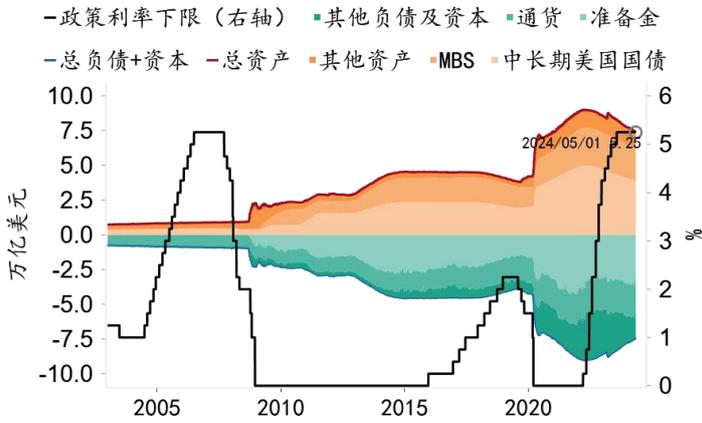
资料来源：美联储、招商银行研究院

附录



图1：美联储保持政策利率不变

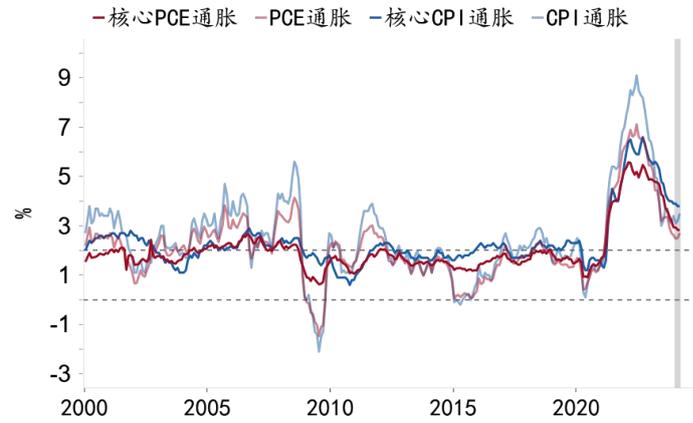
美联储资产负债表及政策利率下限



资料来源：MACROBOND、招商银行研究院

图2：年初以来去通胀进程受阻

美国CPI及PCE通胀走势



资料来源：MACROBOND、招商银行研究院

图3：美国经济逆势稳步扩张

美国经济增长与实际利率



资料来源：MACROBOND、招商银行研究院

图4：美国失业率仍处低位

美国失业率与劳动参与率



资料来源：MACROBOND、招商银行研究院