

2022 年 05 月 05 日

## 相关研究

《过坎·微光-月度宏观数据前瞻与观点更新（2022.5）》

2022.05.04

《三天-1.7%之后，人民币汇率何去何从？-申万宏源宏观汇率专题》

2022.04.24

《量化紧缩（QT）加速驶入单行道-美联储3月FOMC会议纪要点评》

2022.04.10

## 证券分析师

秦泰 A0230517080006  
qintai@swsresearch.com  
王茂宇 A0230521120001  
wangmy2@swsresearch.com

## 联系人

秦泰  
(8621)23297818×7368  
qintai@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

# 美联储紧缩预期达峰

## ——美联储5月FOMC会议点评

## 主要内容：

- **当地时间5月4日，美联储召开联邦公开市场委员会（FOMC）议息会议并公布声明，其中最大变化为：1）加息50BP至0.75%-1.00%，并明确未来数次会议50BP加息均概率较大。2）正式公布缩表计划，将于6月1日开始实施，最初为每月缩减300亿美元国债、175亿美元机构债务和机构MBS，3个月后增快为600亿美元国债和350亿美元机构债务和机构MBS。**
- **缩表开始时点、速度基本符合预期。**最终版本缩表计划细节基本与3月FOMC会议纪要以及前期公布的缩表原则（Principle）一致，这意味着美联储可能在三年间缩减3万亿美元左右资产负债表规模，但值得注意的是，此轮缩表并未在5月开始，而是在6月1日开始，实际上是慢于市场预期一个月的。此外，在3月纪要中特别提到了美联储或考虑出售MBS，以达到以国债为主的资产结构，但此次会议并未提起此点，根据当前美国房地产市场过热程度仍然较为严重，我们预期此项内容仍然在美联储后续讨论议程之上。
- **50BP加息落地，6、7月大概率加息50BP。鲍威尔表示未来数次会议可能加息50BP，而不是75BP。**鲍威尔在记者会开场白直接表明，在快速回到中性利率水平的方针下，未来数次会议加息50BP的操作均获得FOMC委员会广泛认同。在针对近期圣路易斯联储布拉德支持75BP加息的议题上，鲍威尔在记者会上反驳了这一观点，表示委员会当前并不在积极考虑这一幅度的加息。**此轮加息终点可能超过中性利率概率增加。**鲍威尔在记者会上表示如果未来通胀难以压降，将毫不犹豫继续加息，这也和我们通过变种泰勒公式所更新的加息预测较为一致，**我们维持原预测，即在6、7月分别加息50BP，2022全年加息250BP，预计最终联邦基金利率加至3.00%-3.25%之间。**
- **只有通过激进压降需求，美联储才可能缓解薪资通胀螺旋。**1）作为需求管理机构，为了应对供给端孱弱，美联储唯有加速紧缩。鲍威尔更担心供给端受到俄乌冲突以及中国疫情防控的影响，可能导致供应链孱弱并对更广泛通胀造成传导。即便3月美国国内核心通胀见顶，但这美联储决策影响可能不大，外部因素叠加美国内生性制造业产业链的脆弱性可能使得美联储需要实行持续的紧缩政策。2）**职位空缺以及薪资增速是美联储观察劳动力市场供需关系的核心指标。**鲍威尔指出，随着劳动力供给改善，以及货币财政双紧缩导致经济增速放缓，职位空缺远超失业人数的现象将得到缓解，而当前的薪资通胀螺旋也能得到化解。同时，这一切在美国供给瓶颈严重的“滞胀”环境下，的确可以在不影响失业的情况下压低过热的雇佣需求，但这一项过程需要多久仍然存在较大不确定性。
- **美联储紧缩预期达峰下，长端美债利率、美元指数趋势扭转在即。**5月缩表、50BP加息双双落地，再加上当前美国核心通胀已经出现拐点迹象，除非外部因素突变加剧通胀广泛性传导，美联储对于进一步加速紧缩的必要性和可能性均在下降，意味着市场对于美联储紧缩预期可能在缩表落地后有所消退。1）长端美债利率或于6月前后见顶，下半年或向2.5%左右回落。考虑到缩表即将于6月正式落地，市场对美联储紧缩的预期可能即将见顶，或更将关注转向经济孱弱的基本面。2）**预计年末美元指数回落至96左右。**
- **外需强劲或仅延续至二季度，人民币汇率压力缩小。**长端美债利率上行趋势的放缓，甚至逆转，意味着中美利差倒挂的压力或将有所缓解，叠加国内复工速度逐渐加快，以及后续稳增长政策逐步落地，人民币受压最大的时候或已经过去，CNY、CNH可能到年底重新升至6.3-6.4。美国薪资增速在一季度的高位趋稳，以及二季度美联储可能的连续加息50BP，意味着我国外需强劲的尾部可能就在二季度，预计全年出口同比11%。

当地时间 5 月 4 日，美联储召开联邦公开市场委员会（FOMC）议息会议并公布声明，其中最大变化为：

1) 加息 50BP 至 0.75%-1.00%，并明确未来数次会议 50BP 加息均概率较大。

2) 正式公布缩表计划，将于 6 月 1 日开始实施，最初为每月缩减 300 亿美元国债、175 亿美元机构债务和机构 MBS，3 个月后增快为 600 亿美元国债和 350 亿美元机构债务和机构 MBS。

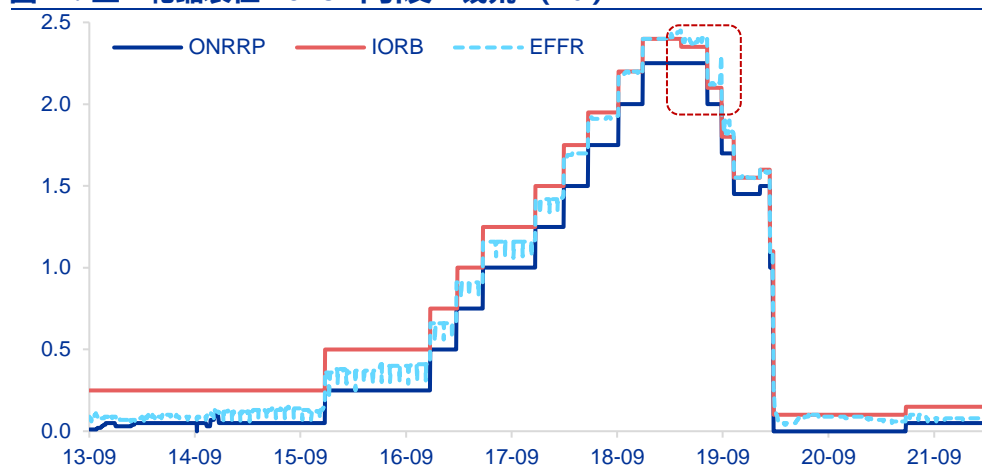
### 一、缩表开始时点、速度基本符合预期

自去年 12 月 FOMC 会议首次提及缩表以来，经过半年预期引导，**此次会议正式公布缩表计划**（Plans for Reducing the Size of the Federal Reserve's Balance Sheet），**重点如下**：

- 1) 此轮缩表将采用调整本金再投资规模缩减美联储持有债券；
- 2) 自 6 月 1 日开始，每月最多缩减 300 亿美元国债、175 亿美元机构债券和机构 MBS。三个月后，国债缩减上限提升至 600 亿美元，机构债券和 MBS 上限提升至 350 亿美元；
- 3) 美联储将维持一定债券持有水平，从而得以在充裕准备金框架（ample reserves regime）下支持有效的货币政策；
- 4) 为保证流畅过渡，美联储将在缩表至合意准备金规模之前就放缓缩表速度，并停止缩表，从而让准备金规模自然下降一段时间，直至合意规模。

最终版本缩表计划细节基本与 3 月 FOMC 会议纪要以及前期公布的缩表原则（Principle）一致，这意味着美联储可能在三年间缩减 3 万亿美元左右资产负债表规模，但值得注意的是，此轮缩表并未在 5 月开始，而是在 6 月 1 日开始，实际上是慢于市场预期一个月的。1) 最大缩表规模如期保持在 950 亿美元，并通过 3 个月达到最大缩表速度。2) 整体缩表退出过程也将较上一轮较为平缓，着力避免上一轮造成的“钱荒”现象（隔夜融资利率飙升超出利率走廊上限），所以此轮缩表后期对于市场冲击可能更小，详细分析见 《量化紧缩（QT）加速驶入单行道-美联储 3 月 FOMC 会议纪要点评》（2022.04.10）。3) 但值得注意的是，在 3 月纪要中特别提到了美联储或考虑出售 MBS，以达到以国债为主的资产结构，但此次会议并未提起此点，根据当前美国地产市场过热程度仍然较为严重，我们预期此项内容仍然在美联储后续讨论议程之上。

图 1：上一轮缩表在 2019 年引发“钱荒”（%）



资料来源：CEIC，申万宏源宏观

## 二、50BP 加息落地，6、7 月大概率加息 50BP

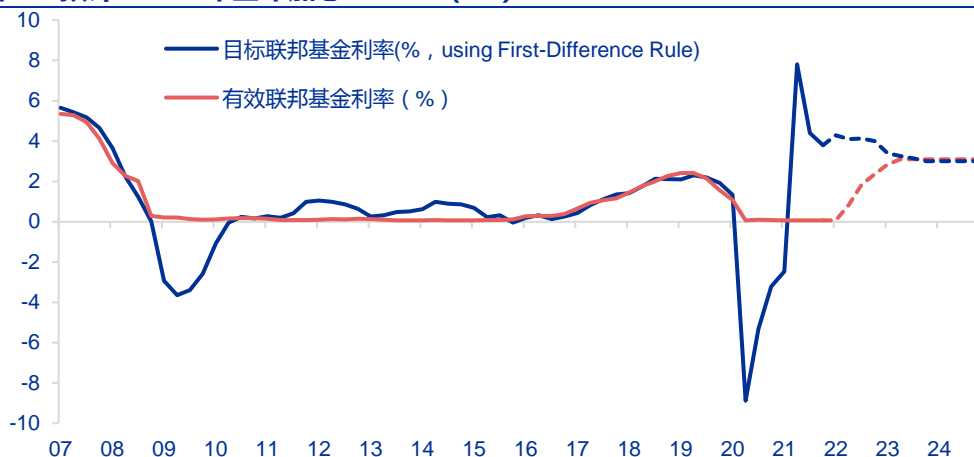
“there is a broad sense on the Committee that additional 50 basis point increases should be on the table at the next couple of meetings.”

**鲍威尔表示未来数次会议可能加息 50BP，而不是 75BP。**1) 在 3 月 FOMC 会议结束之后，美联储对 50BP 加息预期已经进行了较为充分的市场沟通，所以本次会议 50BP 加息落地已完全在市场预期之内，市场更为关心的要点在于未来加息步伐，而鲍威尔在记者会开场白就直接表明，在快速回到中性利率水平的方针下，未来数次会议加息 50BP 的操作均获得 FOMC 委员会广泛认同。2) 在针对近期圣路易斯联储布拉德支持 75BP 加息的议题上，鲍威尔在记者会上反驳了这一观点，表示委员会当前并不在积极考虑这一幅度的加息，这就意味着市场在会议之前形成的 6 月加息 75BP 的预期已经过度，从而会后出现短端美债利率下滑的情况。

“If higher rates are required we will not hesitate to deliver them”

**此轮加息终点可能超过中性利率概率增加。**在未来加息路径上，市场以及美联储内部对于是否将加息至中性利率还是超出中性利率一直存在分歧，鲍威尔在记者会上表示如果未来通胀难以压降，将毫不犹豫继续加息，这也和我们通过变种泰勒公式所更新的加息预测较为一致。在外部俄乌局势以及疫情对全球供应链的打击下，美国通胀压降困难较大，**我们维持原预测，即在 6、7 月分别加息 50BP，2022 全年加息 250BP，预计最终联邦基金利率加至 3.00%-3.25%之间。**

图 2：预计 2022 年全年加息 250BP（%）



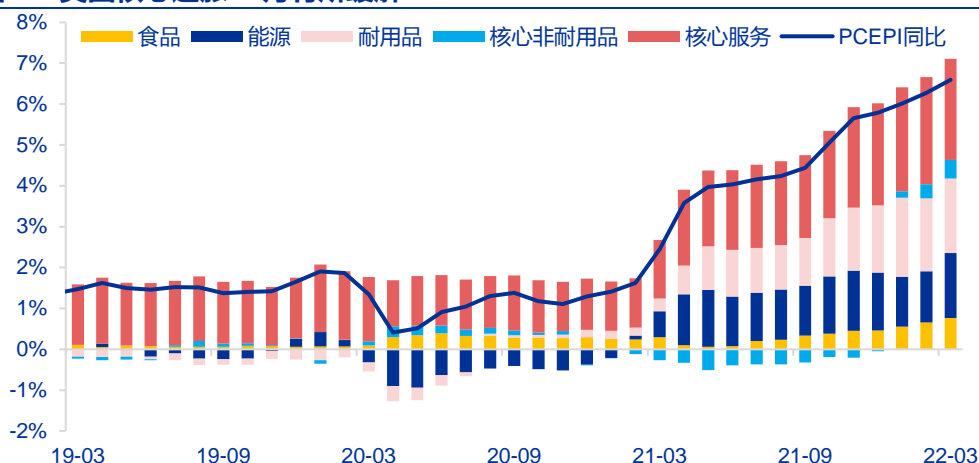
资料来源：CEIC，申万宏源宏观

### 三、只有通过激进压降需求，美联储才可能缓解薪资通胀螺旋

“Our tools don't work on supply shocks, our tools work on demand.”

作为需求管理机构，为了应对供给端孱弱，美联储唯有加速紧缩。在记者会开场白中，鲍威尔罕见的直接表明，美国劳动力市场非常紧张，通胀远远过高 “much too high”，为此次加息+缩表组合拳落地进行背书。相对于 3 月美国核心通胀见顶迹象出现，鲍威尔显然更担心供给端受到俄乌冲突以及中国疫情防控的影响，可能导致供应链孱弱并对更广泛通胀造成传导。所以，由于美联储是一个需求管理机构，并无法影响供给端，为了将过热需求压降至当前更为孱弱的供给，美联储唯有进行激进、更具备确定性的紧缩 “avoid adding uncertainty”，才能将通胀稳定下来。换句话说，即便 3 月美国国内核心通胀见顶，但这美联储决策影响可能不大，外部因素叠加美国内生性制造业产业链的脆弱性可能使得美联储需要实行持续的紧缩政策。

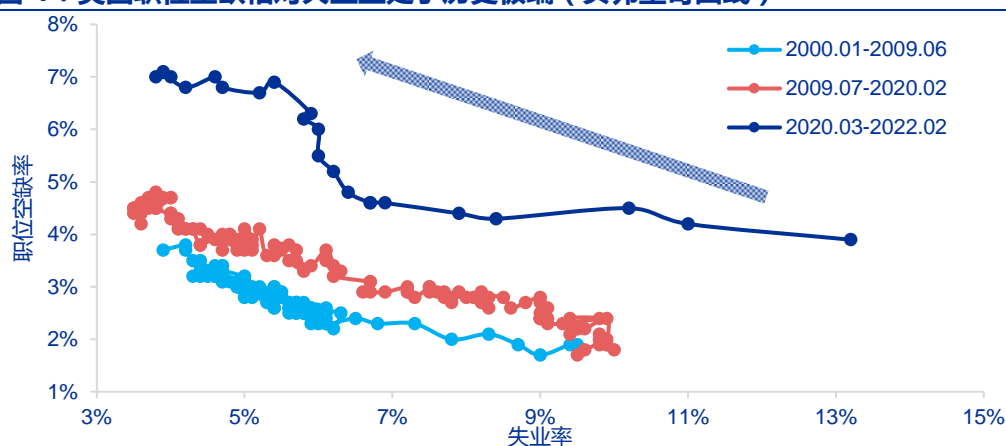
图 3：美国核心通胀 3 月有所缓解



资料来源：CEIC，申万宏源宏观

职位空缺以及薪资增速是美联储观察劳动力市场供需关系的核心指标。但市场对于美联储紧缩的坚定决心已经有了较为充分的认知，市场近几个月来更为关心的点在于：美联储紧缩需要到什么程度，才能反映需求和供给的匹配？在此次记者会上，鲍威尔给出了一条明确的传导逻辑。当前驱动美国核心通胀以及劳动力市场过热的原因在于居民薪资增速过高，造成薪资通胀螺旋，而薪资增速过高的背后是比失业人数多出一倍的天量职位空缺。鲍威尔指出，随着劳动力供给改善，以及货币财政双紧缩导致经济增速放缓，职位空缺远超失业人数的现象将得到缓解（鲍威尔暗示两者比例在 1 左右较为健康），从而能够降低工资增速，而当前的薪资通胀螺旋也能得到化解。同时，这一切在美国供给瓶颈严重的“滞胀”环境下，的确可以在不影响失业的情况下压低过热的雇佣需求，但这一项过程需要多久仍然存在较大不确定性。

图 4：美国职位空缺相对失业正处于历史极端（贝弗里奇曲线）



资料来源：CEIC，申万宏源宏观

#### 四、美联储紧缩预期达峰下，长端美债利率、美元指数趋势扭转在即

5 月缩表、50BP 加息双双落地，再加上当前美国核心通胀已经出现拐点迹象，除非外部因素突变加剧通胀广泛性传导，美联储对于进一步加速紧缩的必要性和可能性均在下降，意味着市场对于美联储紧缩预期可能在缩表落地后有所放缓。

长端美债利率或于 6 月前后见顶，下半年或向 2.5% 左右回落。近期市场对于美联储紧缩预期发酵较为迅速，并直接推动长端美债利率一度突破 3.0%。拆分其中结构就能发现主要为实际利率推动，而通胀预期基本稳定。考虑到缩表即将于 6 月正式落地，市场对美联储紧缩的预期可能即将见顶，或更将关注转向经济孱弱的基本面，在这一方面美国一季度 GDP 所反映出的结构不容乐观，虽然鲍威尔认为美国需求和固定投资仍然稳健，但这两者大部分（需求、住宅投资）在美国货币紧缩下将受到较大打击，再加上近期耐用品新订单的大幅回落也意味着非住宅投资不容乐观。所以，市场对后续几个季度美国经济恢复的预期具备下修空间，可能将使得长端美债利率见顶回落。

预计年末美元指数回落至 96 左右。在近期长端美债利率上升的同时，由于欧、英、日央行近期政策表态相对美联储的偏鸽，导致美元指数站上 103。我们预期随

着下半年欧央行开启加息，叠加美国经济恢复动能弱化，美元指数下半年可能小幅回落。

图 5：美元和长端美债



资料来源：CEIC，申万宏源宏观

### 五、外需强劲或仅延续至二季度，人民币汇率压力缩小

而对于我国来说，长端美债利率上行趋势的放缓，甚至逆转，意味着中美利差倒挂的压力或将有所缓解，叠加国内复工速度逐渐加快，以及后续稳增长政策逐步落地，人民币汇率受压最大的时候或已经过去，CNY、CNH 可能到年底重新升至 6.3-6.4，详细分析见《三天-1.7%之后，人民币汇率何去何从？-申万宏源宏观汇率专题》（2022.04.24）。另一方面，美国薪资增速在一季度的高位趋稳，以及二季度美联储可能的连续加息 50BP，意味着我国外需强劲的尾部可能就在二季度，预计全年出口同比 11%。详细分析见《过坎·微光-月度宏观数据前瞻与观点更新（2022.5）》（2022.05.04）。



## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东 A 组	陈陶	021-33388362	<a href="mailto:chentao1@swhyse.com">chentao1@swhyse.com</a>
华东 B 组	谢文霓	021-33388300	<a href="mailto:xiewenni@swhyse.com">xiewenni@swhyse.com</a>
华北组	李丹	010-66500631	<a href="mailto:lidan4@swhyse.com">lidan4@swhyse.com</a>
华南组	陈左茜	0755-23832751	<a href="mailto:chenzuoxi@swhyse.com">chenzuoxi@swhyse.com</a>

### 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。