

加息50基点，6月缩表，鹰中带鸽

——美联储2022年5月议息会议点评

相对市场表现

事件：

美联储货币政策委员会（FOMC）的委员一致投票同意加息50个基点，并从6月1日开始缩表，初始阶段每月最多缩减475亿美元，三个月后，每月缩减规模上限提升到950亿美元。我们仍然维持之前的判断，美联储或今年底加息到中性利率2.5%附近。

点评要点：

➤ 加息50基点，6月缩表

加息50基点符合预期。初始阶段设定每月美国国债最多缩减300亿美元，三个月后，每月缩减规模上限提升到600亿美元；初始阶段设定每月机构债券和机构MBS最多缩减175亿美元，三个月后，每月缩减上限提升到350亿美元。5月声明增加的一个重要表述提及中国疫情封锁可能影响供应链，委员会关注由此带来的通胀风险。在会后的新闻发布会上，鲍威尔表示，未来两次会议可能加息50个基点，加到中性利率后再定加息终点。

➤ 美联储缩表的原则、方法和节奏

本轮缩表形式和上轮类似仍为被动缩表。美联储会继续现在的充足准备金模式，所以最终资产负债表的规模仍会显著大于2008年金融危机前稀缺准备金的时代。目前看保守估计缩表总体规模至少会在4万亿美元左右，以950亿美元每月的缩表速度估计大概会持续3年左右的时间。本年的缩表规模为5225亿美元，和我们之前预期基本一致，相当于一次额外的加息。相比上轮周期，本轮缩表节奏更快，规模更大。

➤ 美联储持有国债和MBS的结构

美联储主要持有国债，其持有的国债和MBS大概比例为，国债约占7成，MBS占3成。美联储持有的国债期限结构为，1年以下的国债约占两成，1年以上的国债占八成。其中，1-5年和5年以上的比例都为40%左右。

➤ 风险提示

疫情反复超预期，地缘政治风险超预期

分析师 樊磊
执业证书编号：S0590521120002
电话：
邮箱：fanl@glsc.com.cn

相关报告

- 1、《经济见底》— 2022.04.30
- 2、《多管齐下保增长》— 2022.04.30
- 3、《疫情拐点疫后的经济》— 2022.04.29

正文目录

1	加息 50 基点, 6 月缩表	3
1.1	加息缩表, 符合预期	3
1.2	声明变化不大, 关注中国疫情封锁的通胀风险	3
1.3	未来两次会议可能加息 50 个基点, 加到中性利率后再定加息终点	5
2	美联储缩表的原则、方法和节奏	5
2.1	本轮缩表形式和上轮类似仍为被动缩表	5
2.2	本轮缩表节奏更快, 规模更大	6
3	美联储持有国债和 MBS 的结构	7
3.1	国债占 7 成, MBS 占 3 成	7
3.2	美联储持有国债期限结构	8
4	风险提示	11

图表目录

图表 1: 会议声明	4
图表 2: 本轮周期加息的投票情况	4
图表 3: 2008 年周期加息的投票情况	5
图表 4: 本轮缩表节奏 (单位: 亿美元)	7
图表 5: 美联储上轮缩表节奏 (单位: 亿美元)	7
图表 6: 美联储持有的国债和 MBS 的结构	8
图表 7: 美联储国债资产的结构	8
图表 8: 美联储国债资产的月增长 (单位: 亿美元)	9
图表 9: 美联储持有国债的期限结构 (单位: 亿美元)	10
图表 10: 10 年期美国国债期限溢价和美联储国债资产	10

1 加息 50 基点，6 月缩表

1.1 加息缩表，符合预期

加息 50 基点落地，符合市场预期。美东时间 5 月 4 日周三，美联储会后宣布，货币政策委员会（FOMC）的委员一致投票同意，将政策利率联邦基金利率的目标区间从 0.25% 到 0.50% 上调至 0.75% 至 1.00%。这是美联储 2000 年 5 月以来首度一次加息 50 个基点，也是 2006 年以来首次连续两次会议加息。

缩表将于 6 月 1 日开始。FOMC 委员会决定，从 6 月 1 日开始，削减对美国国债、证券、机构债券和机构抵押支持证券（MBS）的持仓。对于美国国债，初始阶段每月最多缩减 300 亿美元，三个月后，每月缩减规模上限提升到 600 亿美元。对于机构债券和机构 MBS，初始阶段每月最多缩减 175 亿美元，三个月后，每月缩减上限提升到 350 亿美元。

1.2 声明变化不大，关注中国疫情封锁的通胀风险

5 月声明的变化总体较少，文本变化仅有 22.65%。3 月的声明文本总体发生了较大变化，变化率超过 50%。5 月没有人投反对票，3 月 James Bullard 是唯一投反对票的，符合他之前的发言观点，他认为 3 月份应该直接加息 50 个基点。

5 月声明增加的一个重要表述提及中国疫情封锁可能影响供应链，委员会关注由此带来的通胀风险。

图表 1：会议声明

经济活动和就业指标继续加强尽管第一季度整体经济活动略有下降，但家庭支出和企业固定投资仍然强劲。近几个月就业增长强劲，失业率大幅下降。通货膨胀仍然居高不下，反映了与疫情大流行、能源价格上涨和更广泛的价格压力相关的供需失衡。

俄罗斯对乌克兰的入侵正在造成巨大的人类和经济困难。对美国经济的影响高度不确定，但在短期内，入侵和相关事件可能会对正在对通货膨胀造成额外的上行压力开始，并可能对经济活动带来造成压力。此外，中国与 COVID 相关的封锁可能会加剧供应链中断。委员会高度关注通胀风险。

该委员会的目标是在较长时期内以 2% 的增长率实现最大的就业率和通货膨胀率。随着货币政策立场的适当坚定，委员会预计通胀将恢复到 2% 的目标，劳动力市场将保持强劲。为支持这些目标，委员会决定将联邦基金利率的目标范围提高至 1 3/4 至 1 1/2%，并预计继续提高目标范围将是合适的。此外，委员会预计将在即将召开的会议上开始减持决定从 6 月 1 日开始减少其持有的国债和机构债务以及机构抵押贷款支持证券，如与本声明一起发布的缩减美联储资产负债表规模的计划所述。

在评估货币政策的适当立场时，委员会将继续监测收到的信息对经济前景的影响。如果可能出现阻碍委员会目标实现的风险，委员会将准备酌情调整货币政策立场。委员会的评估将考虑广泛的信息，包括公共卫生、劳动力市场状况、通胀压力和通胀预期以及金融和国际发展的数据。

投票支持货币政策行动的主席杰罗姆 H 鲍威尔、副主席 John C. Williams、米歇尔 W 鲍曼、莱尔·布雷纳德、詹姆斯·布拉德、埃斯特·L 乔治、Patrick Harker、洛雷塔·J 梅斯特和克里斯托弗·J 沃勒。投票反对这一行动的是 James Bullard，他在本次会议上倾向于将联邦基金利率的目标范围提高 0.5 个百分点至 1/2 至 3/4%。Patrick Harker 在这次会议上作为候补成员投票。

Indicators—ofAlthough overall economic activity and—employment—have—continued—to strengthenedged down in the first quarter, household spending and business fixed investment remained strong. Job gains have been strongrobust in recent months, and the unemployment rate has declined substantially. Inflation remains elevated, reflecting supply and demand imbalances related to the pandemic, higher energy prices, and broader price pressures.

The invasion of Ukraine by Russia is causing tremendous human and economic hardship. The implications for the U.S. economy are highly uncertain,—but in the near-term-t. The invasion and related events are likely to createcreating additional upward pressure on inflation and are likely to weigh on economic activity. In addition, COVID-related lockdowns in China are likely to exacerbate supply chain disruptions. The Committee is highly attentive to inflation risks.

The Committee seeks to achieve maximum employment and inflation at the rate of 2 percent over the longer run. With appropriate firming in the stance of monetary policy, the Committee expects inflation to return to its 2 percent objective and the labor market to remain strong. In support of these goals, the Committee decided to raise the target range for the federal funds rate to 1 3/4 to 1 1/2 percent and anticipates that ongoing increases in the target range will be appropriate. In addition, the Committee expectsdecided to begin reducing its holdings of Treasury securities and agency debt and agency mortgage-backed securities at a coming meetingon June 1, as described in the Plans for Reducing the Size of the Federal Reserve's Balance Sheet that were issued in conjunction with this statement.

In assessing the appropriate stance of monetary policy, the Committee will continue to monitor the implications of incoming information for the economic outlook. The Committee would be prepared to adjust the stance of monetary policy as appropriate if risks emerge that could impede the attainment of the Committee's goals. The Committee's assessments will take into account a wide range of information, including readings on public health, labor market conditions, inflation pressures and inflation expectations, and financial and international developments.

Voting for the monetary policy action were Jerome H. Powell, Chair; John C. Williams, Vice Chair; Michelle W. Bowman; Lael Brainard; James Bullard; Esther L. George; Patrick Harker; Loretta J. Mester; and Christopher J. Waller. Voting against this action was James Bullard, who preferred at this meeting to raise the target range for the federal funds rate by 0.5 percentage point to 1/2 to 3/4 percent. Patrick Harker voted as an alternate member at this meeting.

来源：iFinD，国联证券研究所

FOMC 投票显示明显的共识驱动的投票模式。本次 50 基点加息获得全票通过。上次 3 月加息投票也是以 8 比 1 通过，加息 25 基点也是在达到了绝对多数一致同意才付诸实施的。

图表 2：本轮周期加息的投票情况

时间	赞成	反对	利率	鲍威尔的投票	主席	反对者
2022年3月	8	1	0.25%-0.5%	赞成	鲍威尔	James Bullard
2022年5月	9	0	0.75%-1%	赞成	鲍威尔	

来源：美联储，国联证券研究所

我们观察上一次加息周期时候的投票也可以看到加息决策都是达到共识之后才付诸实施，无一例外，并没有出现只相差一票那样非共识驱动的投票模式。

图表 3：2008 年周期加息的投票情况

时间	赞成	反对	利率	鲍威尔的投票	主席	反对者
2015年12月	10	0	0.25%-0.5%	赞成	耶伦	
2016年12月	10	0	0.5%-0.75%	赞成	耶伦	
2017年3月	9	1	0.75%-1%	赞成	耶伦	Neel Kashkari
2017年6月	8	1	1%-1.25%	赞成	耶伦	Neel Kashkari
2017年12月	7	2	1.25%-1.5%	赞成	鲍威尔	Charles L. Evans; Neel Kashkari
2018年3月	8	0	1.5%-1.75%	赞成	鲍威尔	
2018年6月	8	0	1.75%-2%	赞成	鲍威尔	
2018年9月	9	0	2%-2.25%	赞成	鲍威尔	
2018年12月	10	0	2.25%-2.5%	赞成	鲍威尔	

来源：美联储，国联证券研究所

1.3 未来两次会议可能加息 50 个基点，加到中性利率后再定加息终点

在会后的新闻发布会上，鲍威尔表示，FOMC 认为，未来两次货币政策会议各加息 50 个基点是可能的，但其并没有积极地考虑单次加息 75 个基点的可能性。如果 6 月和 7 月都加息 50 基点，11 月会议就可以加息到 2.25%-2.5%，也即中性利率附近。

同时，鲍威尔提示了美联储会先加息到中性利率，然后再决定是否需要继续加息至何种程度。鲍威尔表示，到底美联储最终加息到多高，现在不好说，要先加到中性利率，到时候再看。如果需要加到更高，美联储不会犹豫。正在进行的一系列加息行动是适宜的，当前距离中性利率水平还有很长的路要走。当加息至中性利率时，将决定会加息至何种程度。

2 美联储缩表的原则、方法和节奏

5 月会议美联储对缩表的细节做了进一步披露，明确了缩表的时间和节奏。接下来我们会讨论缩表会以什么样的速度和结构发生。

2.1 本轮缩表形式和上轮类似仍为被动缩表

美联储在 1 月会议后，公布了名为“缩表原则”的公告，公告中表示缩表方式仍主要为被动缩表，即逐步减少债券到期再投资的数量，从而逐渐缩减美联储持有的国债和 MBS 等。另外，由于 MBS

的到期时间较长，美联储也考虑可能主动出售 MBS 来降低其持仓。

“缩表原则”还强调了改变政策利率仍然将是调整货币政策立场的主要方式，而证券持仓的规模只会保持在高效及有效执行货币政策所需的水平，目前的水平是高于该水平的。5 月会议明确美联储会继续现在的充足准备金模式，所以最终资产负债表的规模仍会显著大于 2008 年金融危机前稀缺准备金的时代。

目前看保守估计缩表总体规模至少会在 4 万亿美元左右，以 950 亿美元每月的缩表速度估计大概会持续 3 年左右的时间。

5 月会议还进一步指出缩表到接近合意水平前的减速过程。为了确保平稳过渡，委员会打算在准备金余额略高于其判断为与充足准备金一致的水平时，减缓并停止资产负债表规模的下降。当资产负债表缩减停止后，准备金余额可能会在一段时间内继续下降，反映出其他美联储负债的增长，直到委员会判断准备金余额处于充足水平。

长远来看，美联储计划 SOMA (System Open Market Account) 内主要持有美国国债，从而可以最大限度减少美联储持有经济体内各行业债券配置的影响。

“缩表原则”中明确指出缩表将在加息过程已经启动后开始。同时，美联储主席鲍威尔在会后新闻发布会上也表示，至少加息一次后开始讨论缩表。3 月已经开始第一次加息，5 月会议公布在 6 月开启缩表。

2.2 本轮缩表节奏更快，规模更大

➤ 本轮缩表的节奏

3 月份美联储会议纪要里面透露本轮缩表的速度上限可能是 950 亿美元，并没有完全明确怎样在三个月或者更长一点时间内将缩表规模从零增加到 950 亿美元，只是说要分阶段实现。5 月份会议明确了本次缩表的加速节奏，如下图所示，在今年底达到最高速度。本年的缩表规模为 5225 亿美元，和我们之前预期基本一致。我们在 3 月议息会议之后的点评《加息落地，缩表临近，前鹰后鸽》中就已经指出今年缩表的规模可能在 4000 亿至 5000 亿美元左右，相当于一次额外的加息。

图表4：本轮缩表节奏（单位：亿美元）

时间	国债	MBS	合计
2022年6月	300	175	475
2022年7月	300	175	475
2022年8月	300	175	475
2022年9月	600	350	950
2022年10月	600	350	950
2022年11月	600	350	950
2022年12月	600	350	950
总计	3300	1925	5225

来源：FOMC，国联证券研究所

我们之所以估计本年的缩表规模在 4000 亿至 5000 亿美元左右，主要的依据来自鲍威尔在 3 月会议后的新闻发布会上透露本轮缩表在今年大约相当于一次额外的加息。根据我们的估计这意味着今年的整体缩表规模在 4000 亿至 5000 亿美元左右。

➤ 上一轮缩表的节奏

对比上一轮缩表周期（2017 年 10 月-2019 年 9 月），开始时美联储持有 2.47 万亿美元国债以及 1.77 万亿美金的 MBS，其缩表高峰期速度为每月 300 亿美元国债、200 亿美元 MBS，月总计 500 亿美元，整个缩表总计减少了约 6 万亿美元。具体的缩表节奏见下图。

图表5：美联储上轮缩表节奏（单位：亿美元）

时间	缩表方式	国债量	MBS量	合计	速度变化	备注
2017年10月	被动	60	40	100	加速	每3个月速度增加一倍
2018年10月	被动	300	200	500	匀速	速度触顶
2019年5月	被动	150	200	350	减速	部分MBS到期转国债
2019年9月	被动	0	0	0	停止	总共缩减约6000亿美元

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_41056

