

总量研究

美联储如期加息，最鹰时刻正在过去

——2022年5月美联储议息会议点评

要点

事件：

5月3-4日，美联储召开公开市场委员会（FOMC）货币政策会议，会议显示：

- 1) FOMC 投票决定将政策利率联邦基金利率的目标区间上调 50bp, 升至 0.75% 到 1%; 声明预计，持续加息可能是合适的；
- 2) FOMC 预计将在 6 月 1 日开始，减少其持有的国债、机构债以及 MBS；
- 3) 《缩减美联储资产负债表规模计划》(Plans for Reducing the Size of the Federal Reserve's Balance Sheet)显示，国债的最初缩减上限为每月 300 亿美元，3 个月后增加到每月 600 亿美元；机构债和 MBS 的最初上限为每月 175 亿美元，3 个月后将增加至每月 350 亿美元。

截至 5 月 4 日收盘，10 年期美债收益率下行 1bp 至 2.96%，股指全线上涨，标普 500 指数升 2.99%，纳斯达克指数升 3.19%，道琼斯工业指数升 2.81%。

核心观点：

5 月议息会议决定，加息 50bp，并在 6 月 1 日开始缩表，基本符合市场预期。鲍威尔主席在新闻发布会中表示，委员会并未积极考虑，未来一次加息 75bp 的可能，此言论较预期更偏鸽派，打消市场对美联储可能进一步加快紧缩的预期，显著提振市场信心，发布会期间，三大股指大幅上行。

现阶段，供应链紧缩、需求强劲的矛盾仍然突出，叠加薪资增速持续上行，导致美国通胀压力持续。因此，短期内，市场对美联储加息路径的预期大概率维持不变。向前看，美联储将紧密跟踪加息对需求端的影响，若通胀和薪资拐点确认，则可能转变市场对美联储加息路径的预期。

加息 50bp，缩表 6 月启动

加息方面，鲍威尔主席表示，5 月加息 50bp 后，若有必要，美联储可能会多次实行单次加息 50bp 的操作，但 FOMC 还未积极考虑一次加息 75bp。此言论显著提升市场信心，风险资产应声上行。议息会议前，市场预期联邦基金利率的目标区间在 2022 年末达到 3%-3.25%，会后，此区间下行至 2%-2.25%。

缩表方面，FOMC 决定在 6 月 1 日开始，减少其持有的国债、机构债务以及 MBS，缩减上限总额为每月 950 亿美元。虽然美联储缩表可能导致美债需求减弱，由此推升美债期限溢价，但从实际来看，美联储缩表对期限溢价的影响，还将基于银行准备金和货币市场流动性。当下，银行准备金和隔夜逆回购流动性都较高，美联储缩表对期限溢价的影响或有限。

通胀压力持续，警惕薪资-物价螺旋

现阶段，通胀压力主要来自于能源、食品、和薪资。向前看，能源价格持续推升通胀上行的动能较弱，但食品和服务价格将持续支撑通胀，制约 CPI 同比下行的速度。基于对通胀的判断，我们认为，市场进一步强化加息预期的概率较低。但若后期原油或薪资价格进一步上行，导致通胀和通胀预期相互强化，形成薪资和物价螺旋，则可能诱发美联储进一步提高紧缩路径。

风险提示：通胀超预期致美联储收紧政策；通胀超预期导致美国经济快速下行。

作者

分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002

010-56513108

gaoruidong@ebsecn.com

联系人：陈嘉荔

021-52523828

chenjiali@ebsecn.com

相关研报

美联储与财政部，如何配合穿越危机——美联储观察系列八兼光大宏观周报（2022-04-23）

通胀不息，加息不止，缩表将近——2022年3月美国CPI数据点评（2022-04-13）

缩表将近，加息不止——2022年3月美联储议息会议纪要点评（2022-04-07）

美国非农维持强劲，加息前置势在必行——2022年3月美国新增非农数据点评（2022-04-02）

近期美债收益率跳升的三大原因——《美联储观察》系列第七篇（2022-03-27）

中美四次交锋：中方呼吁和平，美方关心利益——《大国博弈》系列第十八篇（2022-03-22）

下调经济预期，美联储最鹰时刻已过——2022年3月美联储议息会议点评（2022-03-17）

俄乌冲突推升油价，美联储如何抉择？——2022年2月美国CPI数据点评（2022-03-11）

目 录

一、	加息前置，缩表启动	3
二、	通胀压力持续，警惕薪资-物价螺旋	5
三、	风险提示	7

图目录

图 1:	市场预期，联邦基金利率的目标区间在 2022 年末达到 2%-2.25%	3
图 2:	美国隔夜逆回购规模维持高位，显示货币市场流动性充裕	5
图 3:	现阶段，银行准备金规模相当充裕	5
图 4:	服务通胀持续升温，商品通胀跌入负值 (%)	6
图 5:	CPI 同比增速大概率 4 月见顶	6
图 6:	美国总体报酬指数(ECD)同比增速持续上行	7
图 7:	劳动力供需缺口在 3 月进一步扩大	7

一、加息前置，缩表启动

关于加息：

符合预期：5月加息 50bp 后，若有必要，美联储将连续加息。

超出预期：鲍威尔主席明确表示，委员会并未积极考虑，未来一次加息 75bp 的可能，市场将其解读为美联储释放的鸽派信号，显著提升市场信心，风险资产应声上行。

FOMC 会议声明承认，虽然一季度经济有所下滑，但家庭支出和企业固定投资都表现强劲。另外，劳动力供需保持紧张态势、失业率持续下降。然而，供需失衡，叠加能源价格高企，导致通胀维持高位。此外，俄乌冲突导致美国经济面临高度不确定性，且将对通胀造成额外的上行压力。最后，中国因疫情而实行的封控，可能会加剧对供应链的冲击。

在这样的背景下，委员会决定提高政策利率至 0.75-1% 的范围内，并且持续加息，可能会多次实行单次加息 50bp 的操作。

“There is a broad sense on the committee that **additional 50bp increases should be on the table at the next couple of meetings**”

美联储主席鲍威尔在新闻发布会中，两次提及通胀水平太高，并表现出其打击通胀的决心，表明如果必要，美联储会快速加息。

“The labor market is extremely tight, and inflation is much too high...Inflation is much too high, and we understand the hardship it is causing...we are moving expeditiously to bring it back down.”

然而，鲍威尔在发布会中明确表示，FOMC 还未积极考虑一次加息 75bp，市场将其解读为美联储释放的鸽派信号，显著提升市场信心，风险资产应声上行。根据 CME Fed Watch 数据显示，议息会议前，市场预期，联邦基金利率的目标区间在 2022 年末达到 3%-3.25%，会后，此区间下行至 2%-2.25%。

“75bp increase is not something the committee is actively considering.”

图 1：市场预期，联邦基金利率的目标区间在 2022 年末达到 2%-2.25%

MEETING PROBABILITIES												
MEETING DATE	75-100	100-125	125-150	150-175	175-200	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375
15/06/2022	23.6%	76.4%	0.0%	0.0%								
27/07/2022	0.0%	0.0%	23.5%	76.3%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%			
21/09/2022	0.0%	0.0%	0.0%	14.6%	56.2%	29.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
02/11/2022	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	11.7%	47.9%	34.5%	5.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
14/12/2022	0.0%	0.0%	0.0%	3.3%	22.0%	44.1%	26.3%	4.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
01/02/2023	0.0%	0.0%	0.0%	1.2%	10.1%	30.0%	37.7%	18.4%	2.7%	0.0%	0.0%	0.0%
15/03/2023	0.0%	0.0%	0.8%	7.1%	23.3%	35.1%	24.9%	8.0%	0.9%	0.0%	0.0%	0.0%
03/05/2023	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	6.9%	22.9%	34.8%	25.1%	8.4%	1.1%	0.0%	0.0%
14/06/2023	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	1.9%	9.7%	25.0%	33.1%	22.2%	7.1%	0.9%
26/07/2023	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	2.5%	11.1%	25.7%	32.1%	20.9%	6.6%	0.8%

资料来源：CME，光大证券研究所

关于经济和劳动力：经济衰退概率较低，劳动参与率会逐步提升。

鲍威尔主席对美国经济持有较充足的信心，认为此轮加息，美国经济有能力软着陆。

“We have a good chance to have a soft or softish landing...the economy is strong and is well-positioned to handle tighter monetary policy.”

鲍威尔主席认为，就业市场火热是美国经济强劲复苏的有力印证。美国 1-3 月新增非农就业人数月均达 56 万人，3 月失业率下探至 3.6%，劳动参与率进一步提升至 62.4%，这些都是美国经济修复的有利印证。

然而，薪资持续上行对通胀形成上行压力。加息能缓和需求，并使得劳动力市场供需更接近平衡，控制薪资水平进一步上行风险，避免因通胀引起的经济衰退。向前看，鲍威尔认为，更多的劳动力人口将返回市场，逐步降低职位空缺率，进而降低薪资和通胀的压力，使得经济达到软着陆。

“by moderating demand, we could see job vacancies come down, put supply and demand closer together...to get wages and inflation down, without having to slow the economy and have a recession, and have unemployment rise materially.”

关于缩表：美联储宣布 6 月 1 日起，启动缩表，国债、机构债和 MBS 的缩减上限总额为每月 950 亿美元。

FOMC 决定在 6 月 1 日开始，减少其持有的国债、机构债务以及 MBS，缩表路径将依据《缩减美联储资产负债表规模计划》。其中，FOMC 将通过调整 SOMA 账户（系统公开市场账户）中持有的、本金偿付后的再投资金额来进行缩表（adjusting the amounts reinvested of principal payments received from securities held in the SOMA）。

国债方面，最初每月的缩减上限为 300 亿美元，三个月后（9 月开始）将增加到每月 600 亿美元，如果当月到期的债券规模低于所设定的月度上限，缩表将包括短期美债（bills）。机构债务和 MBS 方面，最初每月缩减的上限为 175 亿美元，3 个月后将增加到每月 350 亿美元。我们预计，缩表开启后的第一年，规模最多可达 9975 亿美元。

美联储缩表机制：

虽然美联储缩表可能导致美债需求减弱，由此推升期限溢价，引导长端美债期限溢价上行，但从实际来看，美联储缩表对期限溢价的影响，还将基于银行准备金和货币市场流动性。当下，隔夜逆回购和银行准备金流动性都较高，美联储缩表对期限溢价的影响或有限。

第一，当美联储持有的国债到期并不再进行再投资（缩表），而财政部也不发新债券的情况下，则美联储资产端，国债减少，负债端，财政部在美联储的 TGA 账户同时减少；而财政部在国债到期时，用 TGA 余额支付给美联储，财政部资产和负债均减少。

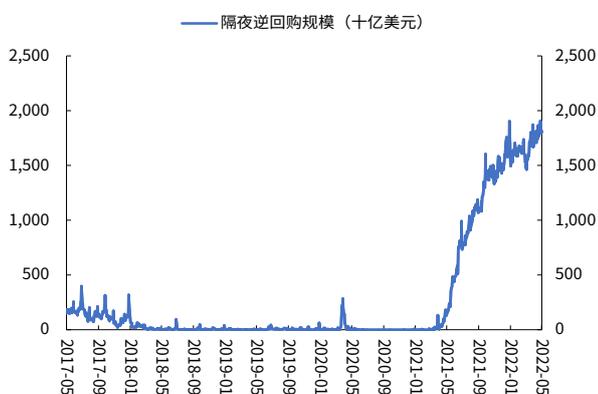
第二，美联储持有国债到期后，财政部发行新债，银行用其准备金购买。则美联储资产端，国债减少，负债端准备金减少；在银行的资产端，国债增加，准备金减少；对于财政部而言，美联储持有的国债到期后，财政部使用 TGA 余额向美

联储偿付到期国债（资产端 TGA 下行），但同时，财政部会发行新国债，银行将准备金交付给财政部（资产端 TGA 上行），所以财政部资产和负债规模均不变。

第三，美联储持有国债到期后，财政部发行新债，由货币市场基金（money market fund）用其在银行的存款和隔夜逆回购中（ONRRP）的资金，购买新发债务，这对于美联储来说，资产端，国债减少，负债端，准备金和 ONRRP 均减少；对于银行来说，资产端，准备金减少，负债端，存款减少；对于货币基金来说，资产端，国债增加，存款和 ONRRP 均减少，负债端不变；财政部资产负债规模（资产端 TGA 账户先下后上）均不变。

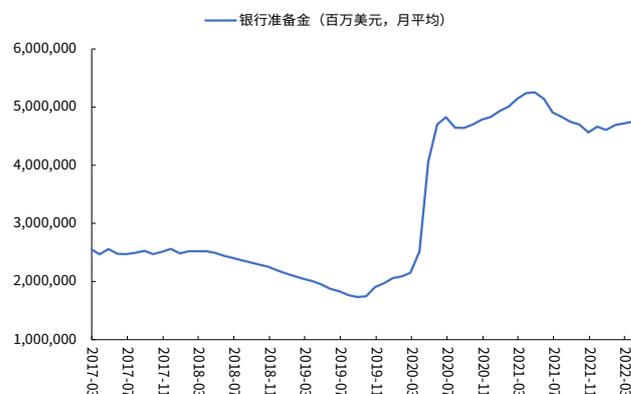
因此，美联储缩表的机制中，银行准备金和 ONRRP 工具都起到了关键的作用。现阶段，银行准备金和 ONRRP 都处于较充裕阶段，因此判断美联储缩表对期限溢价的影响有限。

图 2：美国隔夜逆回购规模维持高位，显示货币市场流动性充裕



资料来源：Wind，光大证券研究所。数据截止日期 2022 年 5 月 4 日。

图 3：现阶段，银行准备金规模相当充裕



资料来源：Wind，光大证券研究所。数据截止日期 2022 年 3 月。

二、通胀压力持续，警惕薪资-物价螺旋

现阶段，通胀压力主要来自于能源、食品和薪资。向前看，能源价格持续推升通胀上行的动能较弱，但食品和服务价格将持续支撑通胀，制约 CPI 同比下行的速度。另外，劳动力市场供需和薪资的变化，可能导致薪资-物价螺旋，提升通

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_41174

