

中航证券研究所

分析师：符旻

证券执业证书号：S0640514070001

研究助理：王茹丹

证券执业证书号：S0640120090031

分析师：刘庆东

证券执业证书号：S0640520030001

邮箱：liuqd@avicsec.com

加息缩表兑现，紧缩预期或已见顶 ——美联储议息会议点评

2022年5月05日

➤ 事件：

美国时间5月4日，美联储议息会议公布决议，将联邦基金利率上调50bp至0.75%-1.00%的目标区间，并暗示为抑制通胀，在接下来的两次会议上仍将讨论加息50bp。与此同时，宣布从下月开始缩减其8.9万亿美元的资产负债表。

➤ 点评：

5月加息+缩表基本符合市场预期

美联储本次加息50bp符合市场预期，同时宣布从6月1日起，将以每月475亿美元的速度缩表（300亿美元的美国国债和175亿美元的机构MBS），9月份将上调到950亿美元的“上限”（600亿美元的美国国债，350亿美元的机构MBS）。按当前速度计算，该计划可使美联储的资产负债表每年减少超过一万亿美元。

鲍威尔打消货币紧缩路径进一步加速的可能性

本次会议中，鲍威尔否定近期加息75bp的可能性，表示美联储目前没有积极考虑将利率一次上调0.75个百分点。随着本次会议打消货币紧缩路径进一步加速的可能性，美国主要股指随之上涨，其中，科技公司的股票涨幅最大。从权益资产的表现看，目前的资产价格已充分计入美联储未来的加息和缩表路径预期。本次加息对于市场而言更多是一个预期的兑现。

关于经济前景：无近忧，有远虑

美联储并未在意第一季度GDP意外萎缩，而是继续加息50个基点，并宣布启动缩表，以求控制通胀。结合美联储会后公布的声明和鲍威尔在新闻发布会的讲话来看，美联储目前仍“高度关注”通胀风险，尽管一季度整体经济活动小幅下滑，但家庭支出和企业固定资产投资依然强劲，就业增长保持强劲，通货膨胀率依然居高不下。整体而言，美国经济支持美联储持续上调联邦基金利率。

同一天，美国时间5月4日上午，美国财长耶伦在华尔街日报CEO峰会表示，对美国经济的强劲感到非常高兴。她认为一季度GDP数据并不能很好地反映经济状况。消费者支出和商业投资仍然强劲。美国的表现优于其他国家。美国一季度最终销售增长3.7%是更好的衡量指标。信贷质量仍然很好，银行资本充足。鲍威尔认为，未来劳动力市场的参与率会逐步上升，但就业人数的增长会放缓，进而使得劳动参与率出现小幅向上。新增加的劳动力和放缓的劳动力需求将逐渐降低职位空缺率，进而降低薪资和通胀压力，使得经济重新回到一个平衡状态，达到软着陆。

股市有风险入市须谨慎

中航证券研究所发布

证券研究报告

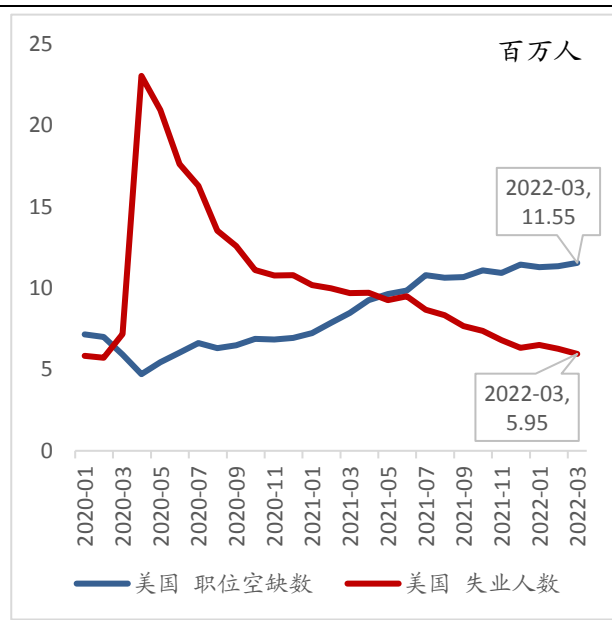
请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司
公司网址：www.avicsec.com
联系电话：010-59562524
传真：010-59562637

图表 1：劳动参与率有望逐渐上升

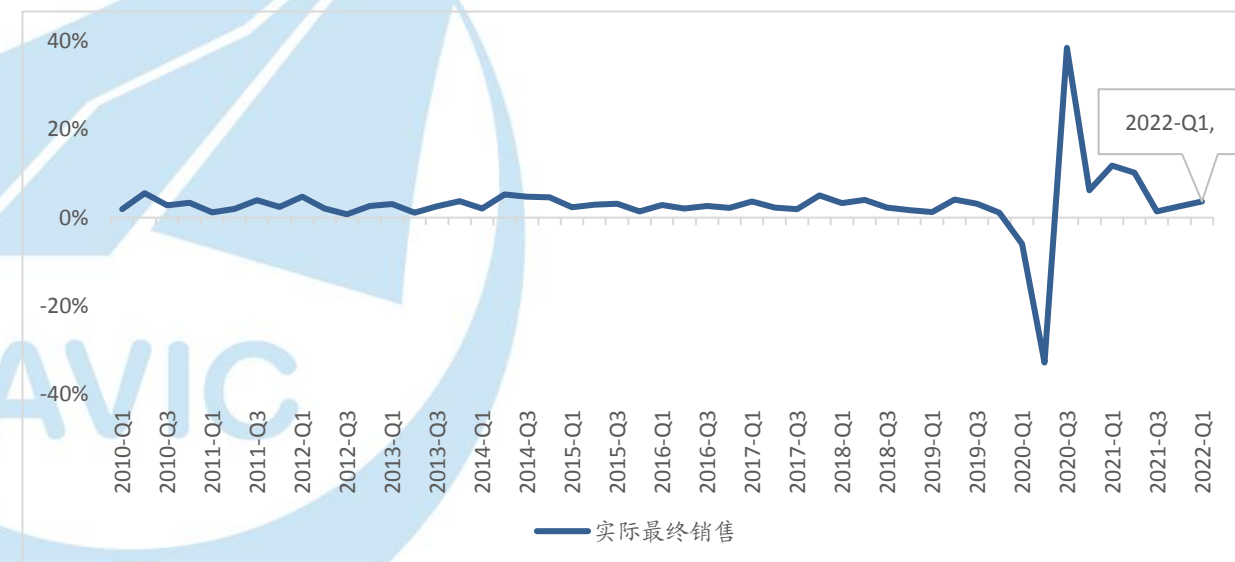


图表 2：美国平均每个失业者对应 1.9 个职位空缺



数据来源：Wind，中航证券研究所整理

图表 3：耶伦认为对于美国经济，实际最终销售是更好的衡量指标，而这一指标在一季度表现良好



数据来源：Fred，中航证券研究所整理

我们认为当前美国经济符合美联储所描述的状态。原因在于，美国一季度经济的预期差主要在于出口的下滑，贸易逆差被扩大，而这是强势美元带来的。短期内，强势的美元对进口的促进作用及出口的抑制作用实际上对控制通胀，缓解美国当前经济中的主要矛盾具有积极作用。但中长期，大幅加息加缩表意味着美国面临更大的经济放缓甚至衰退风险。美国主要的 PMI 数据目前已经见顶回落，显示美国经济动能正在转弱。从美国 10 年期国债收益率隐含的通胀预期来看，3 月中旬之后通胀预期持续走平，5

年期国债收益率隐含的通胀预期则在 3 月下旬见顶后趋于回落。另外，梳理 1983 年以来的加息周期，6 次加息周期中，3 个月和 10 年的期限利差倒挂的发生的概率为 67%。未来，在美联储继续大幅收紧流动性的背景下，随着经济增长显著放缓，通胀开始接近目标水平，美联储可能会迅速逆转。

图表 4：美联储历史加息路径

加息周期 起点	初始 联邦基金 利率 (%)	加息周期 终点	最终 联邦基金 利率 (%)	加息幅度 (%)	收益率 曲线 是否倒挂	经济周期 顶峰
1983-3-31	8.50	1984-8-9	11.50	3.00	否	N/A
1988-3-29	6.50	1989-5-16	9.81	3.31	是	1990-7
1994-2-4	3.00	1995-2-1	6.00	3.00	否	N/A
1999-6-30	4.75	2000-5-16	6.50	1.75	是	2001-3
2004-6-30	1.00	2006-6-29	5.25	4.25	是	2007-12
2015-12-16	0.00-0.25	2018-12-19	2.25-2.50	2.25	是	2020-2
6 次紧缩周期平均加息幅度				2.93		

数据来源：Federal Reserve Bank of St. Louis，中航证券研究所整理

紧缩预期或已见顶，对全球以及我国资本市场的负面影响后续有望减弱

综合通胀预期见顶、经济动能转弱以及美联储的政策指引来看，未来通胀和经济增长或将逐步从推动美联储加快收紧转向削弱美联储的鹰派立场，最终将推动美联储再度转鸽，进入新一轮放松周期。时点上看，市场对美联储货币政策收紧的预期或已经见顶，今年美联储大概率持续加息，但最鹰的阶段可能已经过去，不排除后续加息力度进一步弱于市场预期的可能。这意味着美联储收紧在预期层面对全球以及我国资本市场的负面影响后续有望减弱。

对美债利率而言，受前期市场对美联储加息预期不断加强的推动，目前的 10 年期美债收益率已升至 3% 附近的高点。随着美联储本次打消货币紧缩路径进一步加速的可能性，10 年期美债收益率进一步上行的动力减弱。美债收益率的上行是压制 A 股成长风格的主要因素。未来随着美债收益率见顶回落，股市或将再次迎来风格切换，成长股有望迎来估值修复。

对美元而言，虽然美联储加息预期见顶意味着货币政策收紧可能难以对美元走强提供进一步的支撑。但美联储并不是支持美元强劲的唯一因素，俄乌危机导致的风险情绪也将继续支撑美元短期内的强势。这意味着短期内人民币兑美元或将继续面临贬值压力。对于我国资本市场而言，短期内人民币贬值风险依然不利于 A 股流动性。但中长期，国内疫情防控好转叠加美国经济增速下行，中美经济差有望再次走阔，人民币汇率有望企稳，外资流出压力也将逐渐降低。

风险提示：疫情超预期；美联储大幅紧缩政策超预期。

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

买入：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。

持有：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%-10%之间。

卖出：未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下：

增持：未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。

中性：未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。

减持：未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

分析师简介

符昀（证券执业证书号：S0640514070001），经济学硕士，中航证券首席宏观分析师。

刘庆东（证券执业证书号：S0640520030001），经济学硕士，中航证券宏观分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部份过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

免责声明：

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。