

或是最后一次加息，资产将如何表现？

——5月美联储议息会议点评

事件概述

北京时间5月4日凌晨2时，美联储公布5月FOMC会议声明。相关点评如下：

主要观点

► 美联储操作：5月如期加息25bp，缩表按原计划推进

美联储5月加息25BP，幅度符合市场预期。美联储5月议息会议宣布，将联邦基金利率的目标区间上调至5.00%至5.25%（上调25bp），幅度符合CME期货价格隐含的市场预期。自2022年3月以来，美联储已连续加息10次，共加息500bp，为2001年3月以来的最高水平。

除此之外，美联储还将存款准备金利率提高至5.15%，隔夜回购利率与逆回购利率分别提高至5%与5.05%，同时上调基本信贷利率至5.25%。

缩表按原计划推进。此前为了防止银行系统风险的蔓延，美联储向市场注入了约3000亿美元的流动性（联储扩表），其中，为银行提供短期流动性的贴现窗口贷款增加1483亿（期限为15天）、用于救助SVB和Signature Bank的过桥银行借款增加1428亿、新设立的BTFP贷款增加119亿美元。

美联储总资产在3月22日达到8.73万亿美元阶段性高点后，开始逐步回落，截至最新公布的数据，当前美联储总资产为8.56万亿美元。此次FOMC会议仍表明会继续按去年5月份发布的《缩减美联储资产负债表规模计划》实施缩表，缩减规模950亿美元，其中包括600亿美元国债和350亿美元MBS。

► 议息会议声明：通胀、失业延续此前提法，加息表述发生改变

议息会议对于经济、就业、通胀的表述基本延续了此前的提法：经济活动温和扩张、就业增长强劲、失业率保持低位；通货膨胀率仍然很高。

关于后续加息的表述出现调整：3月的FOMC会议对于加息的表述由此前的“持续升息是适当的”改为“一些额外的政策紧缩”可能是适当的，而5月的FOMC进一步删除了对于加息的表述，与2006年结束加息时的措辞大致相似（当时联邦基金目标利率也升至5-5.25%），这一表述意味着本次加息可能是最后一次加息。

► 鲍威尔表态：讨论过暂停加息的可能性

会后的新闻发布会鲍威尔对于利率政策、银行风险事件、债务上限等问题进行了回应：

关于后续加息：鲍威尔表示，FOMC的确讨论过暂停加息的可能性，但没有决定在5月份就这样做。不过他也提到“感觉我们正不断接近终点，也许可以暂停加息了”。

关于何时降息：鲍威尔表示，目前通胀仍然远高于目标水平，货币紧缩的全部影响需要时间才能体现出来。而鉴于我们认为通胀需要一些时间才能下降，因此降息还不合适。

关于银行风险事件：鲍威尔表示，银行业情况总体上有所改善，不过影响程度尚不确定，美国银行系统健康且具有弹性，摩根大通收购第一共和银行是一个“好结果”，但不希望大型银行进行大规模收购，显然需要加强针对大型银行的监管和监督。

关于债务上限：鲍威尔表示，及时提高债务上限至关重要；如果没有达成债务协议，经济后果“高度不确定”；最新利率决定中未考虑债务上限僵局。

从 FOMC 决议以及鲍威尔的发言来看，我们认为 5 月可能是美联储的最后一次加息，降息要等到年底或者明年，当前 CME 预计的 7 月开始降息发生的可能性不大。

后续资大来资产将如何表现？我们在前期专题报告《美联储加息末期大类资产运行规律》通过回顾历次加息末期的大类资产表现，预判：10 年期美债收益率或将向 3%靠拢；美股半年内或将回暖，港股与美股关联性较强，也会有不俗表现；在国内经济企稳向好的态势驱动下，A 股后续也将整体向好；美元走弱、黄金有望走强；原油、铜、铝等大宗价值震荡上行。

► **大类资产表现**

美股跌、黄金涨，美债收益率下行、美元回落：美股三大指数小幅收跌，道指下跌 0.80%，纳指下跌 0.46%，标普 500 下跌 0.70%；黄金上涨，COMX 黄金收于 2037 美元/盎司，上涨约 0.68%；10Y 美债收益率降至 3.38%，美元指数回落，收于 101.26。

表 1 近期美联储议息会议声明对比（红色为声明变动）

| | 2023年5月FOMC声明 | 2023年3月FOMC声明 | 2023年2月FOMC声明 | 2022年12月FOMC声明 |
|----|-----------------------|-----------------------|----------------------|----------------------|
| 利率 | 加息25bp 5.00%-5.75% | 加息25bp 4.75%-5.00% | 加息25bp 4.50-4.75% | 加息50bp 4.25-4.50% |
| 缩表 | 维持原有缩减计划 | 维持原有缩减计划 | 维持原有缩减计划 | 维持原有缩减计划 |
| 经济 | 温和增长 | 温和增长 | 温和增长 | 温和增长 |
| 就业 | 增长强劲 | 有所回升，并以强劲的速度运行 | 增长强劲 | 增长强劲 |
| 失业 | 保持低位 | 一直很低 | 保持低位 | 保持低位 |
| 通胀 | 仍然很高 | 仍然很高 | 有所缓和，但仍处于高位 | 居高不下 |
| 加息 | 并未提到 | 一些额外的政策紧缩是适当的 | 持续升息是适当的 | 持续升息是适当的 |
| 投票 | 全票通过 | 全票通过 | 全票通过 | 全票通过 |

资料来源：美联储，华西证券研究所

图 1 3 月 FOMC 会议美联储对于美国经济指标的预测

| | | 2023年 | 2024年 | 2025年 | 长期 |
|---------|------------|-------|-------|-------|------|
| GDP | 2023年3月预期 | 0.4% | 1.2% | 1.9% | 1.8% |
| | 2022年12月预期 | 0.5% | 1.6% | 1.8% | 1.8% |
| 失业率 | 2023年3月预期 | 4.5% | 4.6% | 4.6% | 4.0% |
| | 2022年12月预期 | 4.6% | 4.6% | 4.5% | 4.0% |
| PCE通胀 | 2023年3月预期 | 3.3% | 2.5% | 2.1% | 2.0% |
| | 2022年12月预期 | 3.1% | 2.5% | 2.1% | 2.0% |
| 核心PCE通胀 | 2023年3月预期 | 3.6% | 2.6% | 2.1% | |
| | 2022年12月预期 | 3.5% | 2.5% | 2.1% | |

资料来源：美联储，华西证券研究所

图 2 CME 联储观察后续加息预期

| MEETING PROBABILITIES | | | | | | | | | | | | | | | |
|-----------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| MEETING DATE | 200-225 | 225-250 | 250-275 | 275-300 | 300-325 | 325-350 | 350-375 | 375-400 | 400-425 | 425-450 | 450-475 | 475-500 | 500-525 | 525-550 | 550-575 |
| 2023/6/14 | | | | | | | | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 31.7% | 68.3% | 0.0% |
| 2023/7/26 | | | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 25.5% | 61.2% | 13.3% | 0.0% |
| 2023/9/20 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 7.9% | 36.6% | 46.3% | 9.1% | 0.0% |
| 2023/11/1 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 7.0% | 33.3% | 45.2% | 13.5% | 1.1% |
| 2023/12/13 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 3.3% | 19.4% | 38.9% | 30.2% | 7.6% | 0.6% | 0.0% | 0.0% |
| 2024/1/31 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 1.3% | 9.5% | 26.9% | 35.6% | 21.5% | 4.9% | 0.3% | 0.0% | 0.0% |
| 2024/3/20 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.9% | 7.3% | 22.2% | 33.2% | 25.3% | 9.4% | 1.6% | 0.1% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 2024/5/1 | 0.0% | 0.0% | 0.5% | 4.7% | 16.1% | 28.7% | 28.6% | 15.9% | 4.8% | 0.7% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 2024/6/19 | 0.0% | 0.0% | 0.7% | 5.0% | 16.4% | 28.7% | 28.2% | 15.6% | 4.7% | 0.7% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 2024/7/31 | 0.0% | 0.8% | 5.5% | 16.9% | 28.7% | 27.7% | 15.2% | 4.5% | 0.7% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 2024/9/25 | 0.6% | 3.9% | 13.0% | 24.7% | 28.0% | 19.4% | 8.1% | 2.0% | 0.2% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 2024/11/6 | 0.4% | 3.0% | 10.5% | 21.5% | 27.1% | 21.8% | 11.2% | 3.7% | 0.7% | 0.1% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |

资料来源：WIND，华西证券研究所

风险提示

经济活动超预期变化。

宏观首席分析师：孙付

邮箱：sunfu@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520050004

联系电话：021-50380388

宏观研究助理：丁俊菘

邮箱：dingjs@hx168.com.cn

联系电话：021-50380388

分析师与研究助理简介

孙付，毕业于复旦大学世界经济系，华西宏观首席分析师，专注于经济增长、货币政策与利率研究，完成“蜕变时期：杠杆风险与增长动能研究”和“逆风侵袭：冲击与周期叠加”两部宏观经济研究专著，诸多成果被“金融市场研究”、“新财富”等收录刊发。

丁俊菘，复旦大学经济学博士，2021年7月加入华西证券研究所，专注于就业、通胀以及流动性等方面的研究，在《金融研究》、《财经科学》、《Grow and Change》等一流期刊发表学术论文多篇。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

| 公司评级标准 | 投资评级 | 说明 |
|--------------------------------|------|--------------------------------|
| 以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。 | 买入 | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15% |
| | 增持 | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间 |
| | 中性 | 分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间 |
| | 减持 | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间 |
| | 卖出 | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15% |
| 行业评级标准 | | |
| 以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。 | 推荐 | 分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10% |
| | 中性 | 分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间 |
| | 回避 | 分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10% |

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。