

加息已至尾声，未来聚焦信用紧缩 ——美联储5月议息会议传递的信号

核心观点

本月美联储政策态度出现重要变化为6月暂停加息打开空间，但对于年内降息整体依然持否定态度，未来的政策路径将相机抉择，决策的核心变量将是通胀和信用紧缩。我们认为本轮美联储加息进程将于Q2结束，5月是最后一次加息的概率较大；Q4有望启动降息，缩表可能在全年延续。

当前M2仍明显高于疫前趋势线，广义货币政策仍有进一步收缩的空间，加息进入尾声后信用紧缩可以替代加息继续压缩货币乘数，缩表或延续全年压缩基础货币。

□ 联储态度重要变化为6月暂停加息打开空间，未来相机抉择重点关注信用紧缩利率区间方面，美联储加息25BP将基准利率区间上调至5.0%-5.25%区间，符合市场与我们预期。缩表方面，美联储将按950亿美元/月的原定计划继续执行。对于未来的政策路径，美联储的态度如下：

一是未来的加息节奏，本次议息会议声明表述出现重大调整为6月暂停加息打开空间。具体表述为“在评估未来是否需要进一步的政策紧缩时，委员会将充分考虑政策对经济、通胀以及金融活动的滞后效应”，并未明确指出将暂停加息但对未来的加息节奏转为相机抉择式的表述。作为比较，3月议息会议的表述为“需要进一步的政策紧缩（some additional policy firming）”，明确指向未来仍有进一步加息。此外，对于此前一直提及的“货币限制性立场”，鲍威尔也首次指出考虑到未来仍有缩表仍在进行，政策可能已靠近甚至触及“限制性立场”。

二是对于金融风险，议息声明继续认为当前银行系统稳健，但信贷紧缩可能对企业 and 居民部门造成影响，影响的程度具有高度不确定性；也无法确定信贷紧缩和利率之间的影响关系。

三是关于年内降息，会后问答中鲍威尔一再强调至此以后的利率政策将相机抉择，但从目前联储的视野来看，通胀仍具有粘性，降息不是基准情形。

四是对于未来相机抉择的核心变量，联储指出将重点关注信用紧缩。除了议息声明中指出对通胀继续保持高度关注以外，会后鲍威尔多次指出应重点关注信用紧缩，包括：5月即将发布的美联储高级信贷官调查将是重要的参考标准；联储会重点关注信贷变化，并将其作为未来利率决策的重要依据。

五是关于经济和通胀，鲍威尔认为本轮美国经济或许可以避免衰退；通胀仍有粘性，工资回落至3%可能是通胀回落至2%的重要条件。

整体来看，本次议息会议美联储的态度基本符合市场预期，对于未来加降息依然模糊表述但出现了较为明显的边际变化；未来相机抉择的重心将聚焦通胀和信用紧缩。截至报告时，美股、美元指数和美债利率维持宽幅震荡，在美联储表示年内降息非基准情形后风险资产出现了一定回撤。

□ M2仍明显高于疫前趋势线，联储数量型和价格型政策可能在下半年出现分化从美国的货币环境看，美国M2同比增速已从2022年12月起转入负增长区间，但从实际M2规模或M2/GDP的比值来看，美国当前的流动性环境仍然明显高于疫前趋势线，货币政策仍有进一步收缩的必要性。我们可以将M2进一步拆分为基础货币和货币乘数的视角进行观测。其中联储的利率政策作为银行信贷利率的锚，可以改变企业的信贷需求继而重点影响货币乘数；联储的量化宽松或缩表政策直接影响基础货币数量。基于这一视角，我们对下半年美联储政策展望如下：

我们认为本轮美联储加息进程将于Q2结束，5月是最后一次加息的概率较大；Q4有望启动降息，缩表可能在全年延续。如果期间受到金融稳定问题的剧烈扰动，不排除降息提前至Q3、缩表提前暂停的可能性。

分析师：李超
执业证书号：S1230520030002
lichao1@stocke.com.cn

分析师：林成炜
执业证书号：S1230522080006
linchengwei@stocke.com.cn

相关报告

□ 加息已至尾声信用紧缩接力压缩货币乘数，缩表或延续全年压缩基础货币

联储现有的结构性宽松工具可以有效对已暴露的风险进行控制，但总量层面继续加息、缩表的背景下其他结构性风险可能继续出现。各类潜在的结构性风险包括美国商业地产风险、欧洲金融稳定风险对美国的反向传导等；此外，银行的流动性风险隐患也并未完全消除，近期第一共和银行再度被接管已印证我们此前观点。我们认为在金融稳定的压力下美联储的总量紧缩尤其是加息已进入尾声，6月美联储不再加息也是情理之中，但缩表可能进一步延续。原因如下：

一方面，从M2的影响机制来看，美联储加息对货币乘数影响较大，即便Q2暂停加息后，未来美国银行体系的信用紧缩也可替代联储加息的角色进一步压缩货币乘数。另一方面，美国金融环境较难承受进一步大幅的总量紧缩。加息对金融环境的冲击远大于缩表，美联储也曾于2022年6月发布官方工作论文进行测算，2.5万亿美元的缩表规模近仅相当于加息56BP的政策效果；对10年期美债收益率期限溢价的影响约为60BP。考虑到美国M2水平仍然偏高，货币政策仍需进一步紧缩，因此在价格和数量型工具中选择先暂停加息可以对金融环境以及潜在风险发挥更好的稳定效果，缩表则可以进一步延续并压缩基础货币。

3月美国银行流动性风险爆发后，美联储曾阶段性扩表应对风险，但4月起已回归缩表（即银行维稳所需扩表量小于计划缩表量），除非金融稳定问题再次发酵可能导致联储提前停止缩表，否则预计缩表将进一步延续，联储总资产将进一步正常化为下一次压力应对留出政策空间。

□ 美联储下半年具备降息基础，以耶伦规则测算潜在政策利率水平Q4或出现降息定性来看，2023年Q2起美国CPI增速已回落至政策利率以下，从历史规律来看实际上已满足降息的隐形标准。1950年至今，美国曾经历12轮较为完整的加息周期，除1974年加息周期以外均存在共性规律：即每一轮降息周期启动时，通胀水平平均低于政策利率水平。我们可以将这一规律作为美联储降息的一项“隐性标准”。伴随下半年CPI的进一步回落，通胀和政策利率的差距也将进一步扩大，降息的合理性也将进一步提升。与此同时，失业率也将在Q3起突破美联储4%的政策阈值，双目标制衡下联储的政策天平可能逐步“右倾”。

定量来看，我们可以通过美联储的利率决策公式看待这一问题。泰勒规则是美联储决策的重要锚定标准，但2008年金融危机以后伯南克和耶伦曾先后对这一规则进行调整，伯南克作为金融危机后的“灾后重建”主席，在泰勒规则的基础上提高了产出缺口的权重；耶伦上任后在伯南克规则的基础上进一步结合实际情况在公式内引入了劳动力参与率，形成了耶伦规则。考虑到当前美国经济同样面临劳动力参与率低于疫前水平的问题（耶伦也是当前美国政府的内阁核心成员），我们以耶伦规则为基础估算下半年美联储的利率水平，估算结果显示约Q4起实际政策利率将高于耶伦规则对应的潜在政策利率，具备降息基础（以核心CPI作为通胀口径测算可获得相同结论）。

□ 预计美元和美债利率下半年持续回落，伦敦金可能再次挑战前高

美元方面，内部因素方面，考虑到美国下半年衰退压力显性化叠加降息预期可能驱动美元下行；外部因素方面，日央行年内可能对YCC政策作进一步调整，日元回流也会对美元形成利空。内外部因素共振预计驱动下半年美元回落98附近。

美债方面，通胀预期回落+实际利率下行共振，下半年10年美债利率或挑战2.5%。一是源于未来美国信贷收缩可能缓解招工和薪资增速压力，从而带动通胀预期下行；二是Q3起点阵图可能给予市场更为明确的远期宽松预期，四季度美联储可能正式启动降息，并带动实际利率下行。

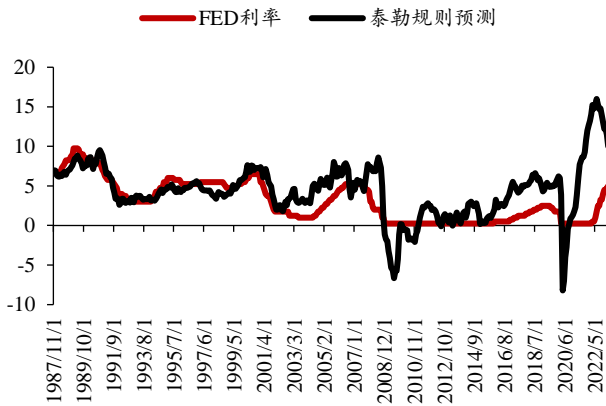
黄金方面，预计下半年伦敦金将再度挑战2070的前高位置，此后维持高位震荡。一是下半年海外金融市场的结构性隐忧仍在，避险情绪仍是金价的重要支撑；二是信用紧缩的环境下，下半年美国通胀回落可能超预期，货币政策宽松空间可能进一步打开，实际利率下行将对金价形成提振。

□ 风险提示

美国通胀超预期恶化

1.重要图表

图1：泰勒规则利率和美联储政策利率（%）



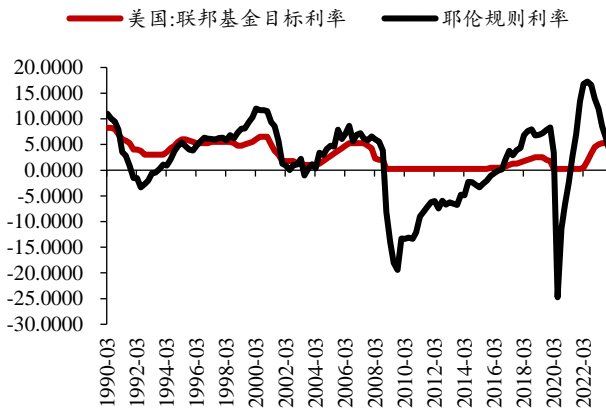
资料来源：Bloomberg，浙商证券研究所

图2：美联储测算缩表和加息的替代关系

	Full runoff	No runoff
1. Total assets (trillions of dollars)	-0.79	2.14
2. Total assets (percent of GDP)	-2.8	7.7
3. 10-year Treasury term premium (basis points)	8	-60
4. Federal funds rate (basis points)	-9	56
Addendum		
5. Federal funds rate difference/Total assets difference (basis points per trillion dollars)	11	26

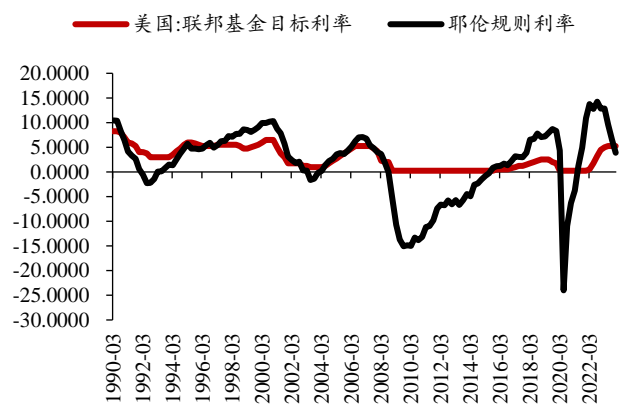
资料来源：美联储，浙商证券研究所

图3：耶伦规则利率和政策利率（%，CPI为通胀口径）



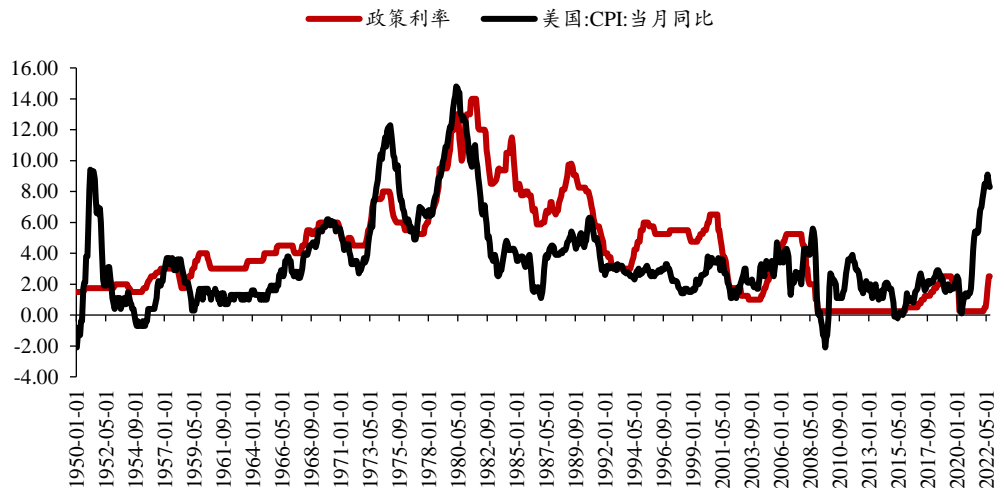
资料来源：Bloomberg，浙商证券研究所

图4：耶伦规则利率和政策利率（%，核心CPI为通胀口径）



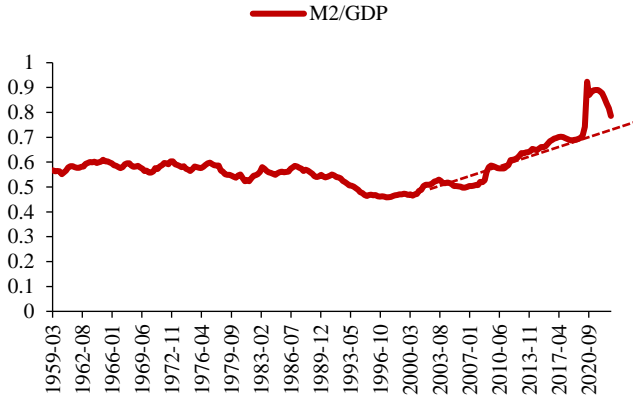
资料来源：Bloomberg，浙商证券研究所

图5：美联储政策利率和通胀的共性关系（%，1982年以前为贴现率，此后为联邦基金利率）



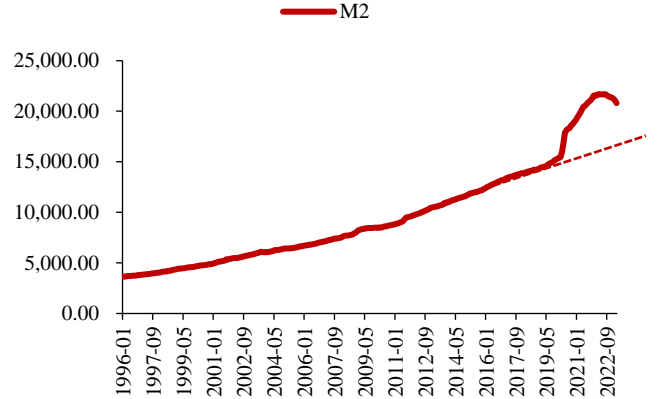
资料来源：Wind，Fred，浙商证券研究所

图6: M2/GDP 仍偏离疫前轨道



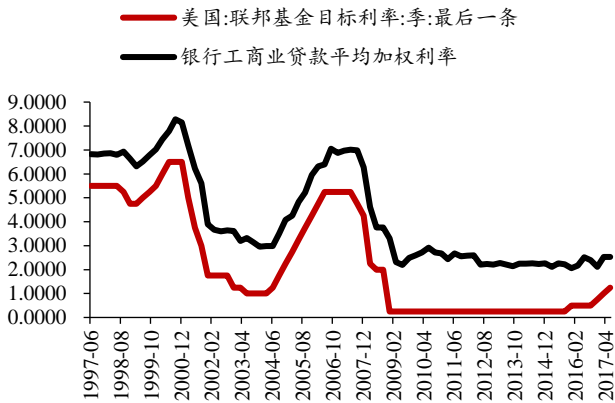
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图7: M2 的绝对规模仍然偏离疫前轨道 (十亿美元)



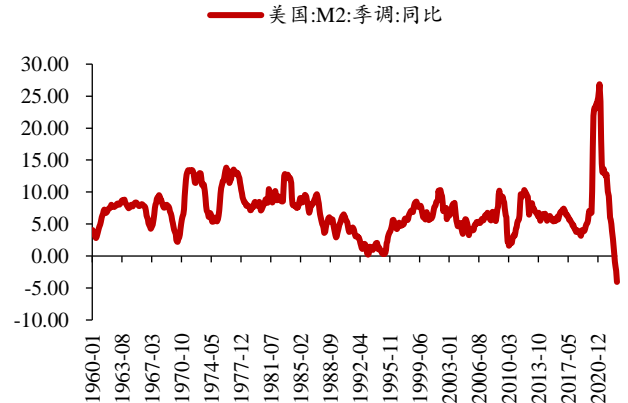
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图8: 美联储政策利率是银行贷款利率的锚 (%)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图9: M2 增速自 2022 年末转为负增长 (%)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>