

## 美联储洞察系列（四）

## 不明确转向——美联储2023年5月会议解读

## 证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号  
S1060520090001  
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

范城恺 投资咨询资格编号  
S1060523010001  
FANCHENGKAI146@pingan.com.cn



## 事项：

美国时间2023年5月3日，美联储FOMC会议如期加息25BP。鲍威尔讲话后，市场交易“衰退”：美股三大股指小幅收跌，10年美债收益率日内跌近10BP至3.34%，美元指数小幅下跌，黄金价格日内涨1.1%。

## 平安观点：

- **会议声明：为停止加息铺垫，但也留有余地。**5月会议加息25BP至5.00-5.25%区间，符合3月议息会议以来的市场预期。5月声明删除了“委员会预计额外的政策巩固是适合的”，同时也删除了“足够限制性”这一用词，暗示当前利率水平已经接近终点。不过，声明并没有完全删除“额外的政策巩固”（additional policy firming）这一表述，保留了额外加息选项。
- **鲍威尔讲话：更加接近停止加息，仍可能避免衰退。**整体来看，鲍威尔讲话的观点不够明确。关于停止加息，其承认本次会议比之前的会议更加接近暂停加息，相关的讨论也更多，但也强调未来是否需要额外的政策巩固，仍需持续评估，对已经到达“充分限制性”利率水平没有信心。关于银行危机，其一方面坦率地承认美联储在监管方面的问题和责任，但另一方面也并未强调系统性金融风险。关于债务上限，其称美联储无力阻止债务违约带来的冲击。关于经济衰退，其个人仍坚持认为避免衰退是可能的。然而，鲍威尔讲话后，市场对鲍威尔的“乐观”并不买账，交易“衰退”。
- **政策逻辑：不明确转向。**本次会议后，CME 6月加息概率由会议前的9%上升至18%。我们认为，**6月不加息的概率大于加息，但是也不应低估继续加息的概率，同时不应过度期待下半年降息。**结合近期美国的经济金融状况，我们认为美联储选择“不明确转向”是合适的：首先，当前美国银行危机还不足以迫使联储立刻停止加息；其次，如果仅从当前的经济数据出发，那么美联储或不应该停止加息；最后，从前瞻性角度看，“银行危机-信贷紧缩-经济增长和通胀放缓”的逻辑虽然成立，但实际效果未必明显。信贷紧缩对美国经济和通胀的影响何时显现、程度如何，都需要观察。
- **市场展望：非典型“衰退交易”。**在停止加息靴子落地以前，市场可能需要重新审视美联储继续加息的选项。但在当前美国经济增长开始放缓、金融风险冒头、债务悬崖问题未果的背景下，更高的利率终点或加剧市场对经济和金融稳定的担忧，市场可能呈现“非典型”衰退交易：美股调整风险加大，美债收益率波动中枢仍可能保持在3.5%附近，美元指数波动区间或仍保持在100上方。
- **风险提示：美国银行业危机超预期，美国债务违约风险上升，美国经济衰退风险超预期等。**

美联储5月会议继续加息25BP至5-5.25%区间，会议声明以及鲍威尔讲话，基本符合市场预期，即通过调整措辞暗示美联储将停止加息，但也为额外加息留有余地。结合本次会议传递的信号，以及近期美国经济金融状况，我们认为，美联储6月不加息的概率大于加息，但也不应低估继续加息的概率，同时不应过度期待下半年降息。

## 1. 会议声明：为停止加息铺垫，但也留有余地

美联储2023年5月议息会议声明，宣布上调联邦基金利率25BP至5.00-5.25%目标区间，符合3月会议以来的市场预期。同时，为配合新的联邦基金利率区间，美联储同时上调了其他多个政策利率：1) 将存款准备金利率由4.65%上调至4.9%；2) 将隔夜回购利率由4.75%上调至5%；3) 将隔夜逆回购利率由4.55%上调至4.8%；4) 将一级信贷利率由4.75%上调至5%。缩表方面，美联储将维持原有计划，即每月被动缩减600亿美元国债和350亿美元机构债券和MBS。

图表1 美联储2023年5月议息会议声明：货币政策部分

2023年5月美联储FOMC声明
<p>美联储已做出以下决定，以实施联邦公开市场委员会在2023年5月3日的声明中宣布的货币政策立场：</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>■ 美联储系统理事会一致投票决定将准备金余额支付的利率提高至<b>5.15%</b>，自<b>2023年5月4日</b>起生效。</li> <li>■ 作为其政策决定的一部分，联邦公开市场委员会投票授权和指示纽约联邦储备银行的公开市场服务台，除非另有指示，否则根据以下国内政策在系统公开市场账户中执行交易指示： <ul style="list-style-type: none"> <li>■ "自<b>2023年5月4日</b>起，联邦公开市场委员会指示： <ul style="list-style-type: none"> <li>● 必要时进行公开市场操作，以将联邦基金利率维持在<b>5至5.25%</b>的目标范围内。</li> <li>● 进行隔夜回购协议操作，最低投标利率为<b>5.25%</b>，总操作限额为5000亿美元。</li> <li>● 以<b>5.05%</b>的发行利率和每天1600亿美元的每个交易对手限额进行隔夜逆回购协议操作。</li> <li>● 在拍卖中展期美联储持有的每个日历月到期的美国国债的本金支付金额，只针对每月超过600亿美元的部分。赎回不超过此上限的国库券，以及在息票本金支付低于每月上限的情况下赎回国库券。</li> <li>● 将每个日历月收到的美联储持有的机构债务和机构MBS的本金支付金额再投资到机构MBS，只针对每月超过350亿美元的部分。</li> <li>● 如果出于运营原因需要，允许适度偏离规定的再投资金额。</li> <li>● 必要时参与美元展期和息票掉期交易，以促进美联储机构MBS交易的结算。</li> </ul> </li> <li>■ 在相关行动中，美联储系统理事会一致投票批准将初级信贷利率提高<b>0.25</b>个百分点至<b>5.25%</b>，自<b>2023年5月4日</b>起生效。</li> </ul> </li> </ul>

资料来源：美联储，平安证券研究所

在经济和政策描述部分，美联储为暂停加息做了铺垫，但也保留了额外加息选项。具体来看，2023年5月声明与3月相比的主要改动是：1) 将就业增长描述由“上升”调整为“维持强劲”；2) 删除了“委员会预计额外的政策巩固是适合的”，同时也删除了“足够限制性”这一用词，暗示当前利率水平已经接近终点。不过，声明并没有完全删除“额外的政策巩固”(additional policy firming)这一表述，保留了额外加息选项。

声明公布后，市场感受偏鸽派：美股三大股指涨幅扩大，10年美债收益率小幅上升2BP左右至3.40%附近，美元指数短暂跳水后立即反弹。

图表2 美联储 2023 年 5 月议息会议声明：经济和政策描述部分

2023 年 3 月美联储 FOMC 声明（中文）	2023 年 3 月美联储 FOMC 声明（英文）
<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 最近的支出和生产指标一季度经济活动温和增长。近几个月就业增长保持强劲，有所上升，增速维持强劲，失业率保持在较低水平。通货膨胀仍然很高。</li> <li>■ 美国的银行体系是健全和有韧性的。最近的事态发展可能会导致家庭和企业的信贷环境收紧可能拖累经济活动、就业和通胀。这些影响的程度仍不确定性。</li> <li>■ 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。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 5-5.25%。</li> <li>■ 委员会将不断提高目标幅度将密切监测收到的信息，并评估对货币政策的影响。委员会预计，一些额外的政策巩固可能是适当的，以实现货币政策的立场，使其具有足够的限制性，为使通货膨胀率随着时间的推移回到 2%，在确定额外的政策巩固的程度上，在确定目标利率范围今后增加的程度时，委员会将考虑到货币政策的累积紧缩、货币政策对经济活动和通货膨胀的滞后影响、以及经济和金融发展。此外，委员会将继续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，按照此前公布的计划。委员会坚定地致力于将通货膨胀率恢复到 2% 的目标。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ <del>Recent indicators point to modest growth in spending and production</del> Economic activity expanded at a modest pace in the first quarter. Job gains have picked up been robust in recent months, and are running at a robust pace; the unemployment rate has remained low. Inflation remains elevated.</li> <li>■ The U.S. banking system is sound and resilient. <del>Recent developments are likely to result in</del> Tighter credit conditions for households and businesses and are likely to weigh on economic activity, hiring, and inflation. The extent of these effects is remains uncertain.</li> <li>■ The Committee seeks to achieve maximum employment and inflation at the rate of 2 percent over the longer run. In support of these goals, the Committee decided to raise the target range for the federal funds rate to 5 to 5-1/4 percent.</li> <li>■ The Committee will closely monitor incoming information and assess the implications for monetary policy. <del>The Committee anticipates that some</del> In determining the extent to which additional policy firming may be appropriate in order to attain a stance of monetary policy that is sufficiently restrictive to return inflation to 2 percent over time. In determining the extent of future increases in the target range to return inflation to 2 percent over time, the Committee will take into account the cumulative tightening of monetary policy, the lags with which monetary policy affects economic activity and inflation, and economic and financial developments. In addition, the Committee will continue reducing its holdings of Treasury securities and agency debt and agency mortgage-backed securities, as described in its previously announced plans. The Committee is strongly committed to returning inflation to its 2 percent objective.</li> </ul>

资料来源: iFinD, 美联储, 平安证券研究所

## 2. 鲍威尔讲话：更加接近停止加息，仍可能避免衰退

美联储主席鲍威尔在声明发布半小时后发表讲话并接受采访。整体来看，鲍威尔讲话的观点不够明确。关于停止加息，其承认本次会议比之前的会议更加接近暂停加息，相关的讨论也更多，但也强调未来会否需要额外的政策巩固，仍需要持续评估，对已经到达“充分限制性”利率水平没有信心。关于银行危机，其一方面坦率地承认美联储在监管方面的问题和责任，但另一方面也并未强调系统性金融风险。关于债务上限，其称美联储无力阻止债务违约带来的冲击。关于经济衰退，其个人仍坚持认为避免衰退是可能的。

然而，鲍威尔讲话后，市场对鲍威尔的“乐观”并不买账，交易“衰退”：美股三大股指由涨转跌，最终小幅收跌 0.5-0.8%；10 年美债收益率进一步回落，最终收于 3.34%、日内跌近 10BP；美元指数由 101.4 小幅回落至 101.2 附近；黄金价格进一

步上扬，日内涨 1.1%至 2038 美元/盎司；国际油价跌幅加深，布伦特原油整日跌 4.4%至 72 美元/桶。

具体来看：

- 1) 关于停止加息。**本次会议被认为可能是美联储最后一次加息，因此市场积极寻找停止加息的信号。记者会多个问题都围绕停止加息的可能。第一个问题便是“美联储是否准备好停止加息了”。鲍威尔强调，本次声明做了有意义的改动，删除了“预计额外加息是适合的”这一表述。在之后的提问中，鲍威尔还强调了，**本次会议比之前的会议更加接近暂停加息，相关的讨论也更多。**但另一方面，他在多次回答中不断强调，未来会否需要额外的政策巩固，仍需要持续评估，且 3 月的经济预测未必那么准确。当记者问“停止加息的门槛有没有提高”时，鲍威尔称不会这么说，一切仍将取决于经济。有记者具体问道当前 **5-5.25%的利率水平是不是“充分限制性”**。鲍威尔称，目前不太可能说我们已有信心（已经达到）。  
华尔街日报记者 Nick Timiraos 尖锐提问：“美联储此前通过放缓加息来观察加息的累积效应，为什么目前仍选择加息？”其似乎暗示，美联储在银行危机发生后坚持加息是不理智的。但鲍威尔仅强调通胀容易反复，需要继续观察；他也补充称，目前已经大致到达 2%的实际利率，叠加继续缩表等，货币政策已经很紧了。
- 2) 关于银行危机。**本次会议的另一特殊背景是近期的第一共和银行事件。很多问题围绕本次银行危机对货币政策的影响，以及美联储在监管方面的反思。整体而言，鲍威尔一方面比较坦率地承认美联储在监管方面的问题和责任，但另一方面也并未强调系统性金融风险。首先，其在开场时就“定调”，认为目前银行风险较 3 月已经明显“改善”（improved）。其次，其在问答时曾表述货币政策和金融稳定工具的配合是良好的。最后，其称美联储很关注银行信贷能力的变化。有记者问“银行业的进一步整合是更有利还是更不利于金融稳定”。鲍威尔称，美国银行已经从过去四万家整合到目前的四千家，拥有不同规模的银行是好事，监管政策原则上是避免大型银行进一步扩张的，但是对于类似第一共和银行的紧急情况会特殊处理。
- 3) 关于债务上限。**不少问题关于政府债务违约风险。鲍威尔的立场是：第一，不应预计美国政府会真正违约；第二，不应预计美联储有能力阻止债务违约对美国经济和市场造成严重打击；第三，委员们在本次会议中讨论了相关的“风险”，但这并没有直接影响当前的货币政策决策。
- 4) 关于经济衰退。**首先，有记者问美联储是否仍然预计会发生“浅衰退”（mild recession）。鲍威尔称，不同人有不同预测，但他本人预测是，“不衰退”仍是可能的，且避免衰退的概率比衰退发生的概率更大。后来，有记者追问为何他对经济如此乐观。鲍威尔的主要论据是当下的就业市场强劲，仍有就业市场的过剩需求较大，就业市场的软化似乎是渐进的，因此失业率或不会大幅上升，经济增长也将获得支撑。
- 5) 关于通胀。**本次记者会对于通胀的讨论不多。关于通胀的成因，鲍威尔提到：第一，工资不是通胀的核心驱动因素。第二，企业利润上升可能是一个驱动因素，但随着供需更加平衡，企业有望回到完全竞争状态，利润驱动或可缓解。关于美联储会不会在通胀达到 3%以后调整政策，鲍威尔强调，美联储仍将聚焦于回到 2%的目标水平，通胀回到 3%以后也不会立即放弃紧缩政策（drop the tools）。
- 6) 关于降息。**有记者问，美联储未来如何做出降息的决策。鲍威尔称，基于目前的预测，通胀不会很快下降，尤其非住房服务价格仍然比较顽固，因此在这种背景下不太合适降息。

### 3. 政策逻辑：不明确转向

整体来看，本次会议的声明以及鲍威尔讲话，基本符合市场预期，即通过调整措辞暗示美联储将停止加息。银行危机以来，市场主流预期认为 5 月会议大概率是最后一次加息（CME 预期 6 月加息的概率基本维持在 30%以下）。本次会议后，CME 6 月加息概率由会议前的 9%上升至 18%。**我们认为，6 月不加息的概率大于加息，但是也不应低估继续加息的概率，同时不应过度期待下半年降息。**

图表3 CME 利率期货市场对于 6 月会议利率水平的预期变化

TARGET RATE (BPS)	PROBABILITY(%)			
	NOW *	1 DAY 2 5月 2023	1 WEEK 26 4月 2023	1 MONTH 3 4月 2023
450-475	0.0%	0.6%	0.0%	0.0%
475-500	0.0%	16.6%	22.5%	40.7%
500-525 (Current)	82.3%	82.8%	63.8%	56.5%
525-550	17.7%	0.0%	13.7%	2.8%

\* Data as of 3 5月 2023 05:30:20 CT

资料来源: CME FedWatch, 平安证券研究所

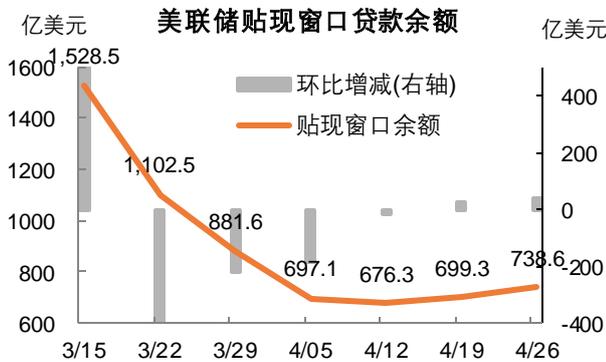
本次会议前,“新美联储通讯社”华尔街日报记者 Nick Timiraos 发文指出,美联储在本次会议中可能面临两种选择:一种是“不明确转向”,即不明确表示下一次会议是否还要加息,类似 2006 年 5 月的声明,为 2006 年 6 月的另一次加息敞开大门;另一种是“明确转向”,即释放强烈的信号暗示这是最后一次加息,类似 2006 年 6 月的声明。

我们认为,本次声明并没有删除“额外的政策巩固”(additional policy firming)的用词,且鲍威尔讲话时没有信心表述目前的利率水平已经达到“充分限制性”,且多次强调了需要持续评估经济才能做决定,为 6 月继续加息留出的余地是充足的,因此更符合“不明确转向”的基调。

结合近期美国的经济金融状况,我们认为美联储选择“不明确转向”是合适的:

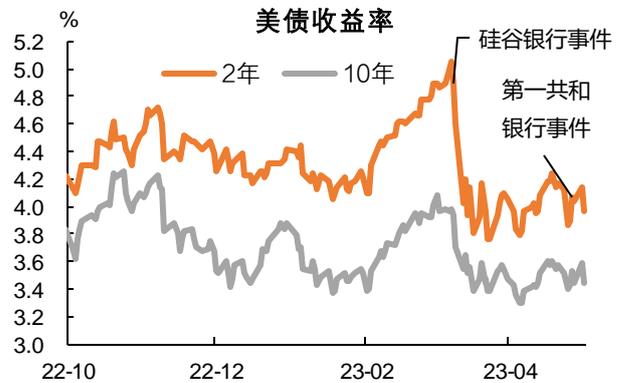
首先,当前美国银行危机还不足以迫使联储立刻停止加息。虽然 4 月下旬以来又发生了第一共和银行实际,加剧市场对于地区银行乃至系统性金融风险的担忧。但是,我们认为目前的金融体系压力较硅谷银行风波时期更加可控。从美联储 BTFP 工具和贴现窗口使用规模上看,第一共和银行事件后银行体系流动性压力边际上升,但整体保持稳定;从市场表现看,美股 VIX 指数并未大幅走高,2 年和 10 年期美债收益率跌幅不明显,说明相比硅谷银行风波时期,市场更显“波澜不惊”。

图表4 美联储贴现窗口使用规模整体平稳



资料来源: Wind, 平安证券研究所

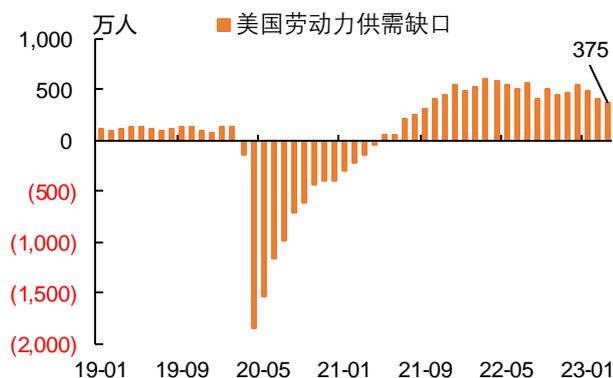
图表5 第一共和银行事件后,美债收益率相对平稳



资料来源: Wind, 平安证券研究所

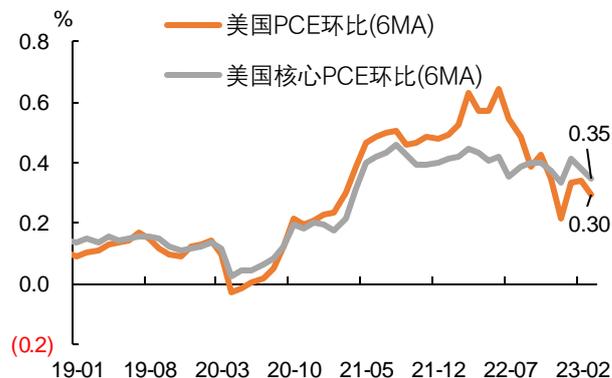
其次,如果仅从当前的经济数据出发,美联储或不应该停止加息。就业方面,最新美国失业率仍处于 3.5% 的历史低位。即便工资增速、职位空缺等指标出现缓和迹象,但美国就业市场绝对水平仍然十分紧俏。5 月 2 日最新 JOLTS 职位空缺数据公布后,我们测算,美国劳动力供需缺口仍有 375 万人,高于新冠疫情前 100 万人左右的水平,要看到就业市场实质性降温还需要更久。通胀方面,截至 2023 年 3 月,美国 PCE 和核心 PCE 环比增速六个月移动平均值分别为 0.3% 和 0.35% (对应年化 PCE 通胀率 3.7-4.3%),当前通胀走势或不足以令美联储确信通胀可以趋势性回归 2%。

图表6 美国劳动力供需缺口仍然明显



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表7 美国 PCE 环比增速仍保持较高水平



资料来源: Wind, 平安证券研究所

最后, 从前瞻性角度看, “银行危机-信贷紧缩-经济增长和通胀放缓”的逻辑虽然成立, 但实际效果未必明显。正如“货币紧缩遏制通胀”这一传统逻辑, 在当前美国强劲就业市场和顽固的通胀面前, 也已经引发了不少质疑。如我们此前报告《对美国消费韧性的三点思考》指出, 今年一季度美国经济并不弱, 未来美国私人消费乃至经济增长的韧性仍有可能好于预期。尤其考虑到, 当前美国居民仍持有人均超过三千美元的超额储蓄, 劳动收入增长也保持高位, 银行信贷收紧对消费的影响或有限; 存款流出银行但仍在流入货币市场基金等生息资产, 居民财产性收入仍有支撑; 银行信贷收紧或进一步抑制投资, 但投资放缓对通胀和就业的影响更可能出现滞后, 等等。信贷紧缩对美国经济和通胀的影响何时显现、程度如何, 都需要观察。

#### 4. 市场展望：非典型“衰退交易”

在停止加息靴子落地以前, 市场可能需要重新审视美联储继续加息的选项。但在当前美国经济增长开始放缓、金融风险冒头、债务悬崖问题未果的背景下, 更高的利率终点或加剧市场对经济和金融稳定的担忧, 因此市场风格可能呈现“非典型”衰退交易: 美股调整风险加大, 因更高的利率水平和更晚的加息, 可能同时施予美股估值和盈利下调压力; 10 年美债收益率波动中枢仍可能保持在 3.5% 附近, 美元指数波动区间或仍保持在 100 上方, 因美国经济衰退风险和美联储继续加息的风险可能相互抵消。

**风险提示:** 美国银行业危机超预期, 美国债务违约风险上升, 美国经济衰退风险超预期等。

## 平安证券研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）
- 推 荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）
- 中 性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）
- 中 性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安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。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2023 版权所有。保留一切权利。

## 平安证券

### 平安证券研究所

电话：4008866338

#### 深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层  
邮编：518033

#### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼  
邮编：200120

#### 北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层  
邮编：100033