

2023年05月04日

降息或不会较快到来——5月FOMC会议点评

宏观研究团队

——宏观经济点评

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

潘纬桢（联系人）

panweizhen@kysec.cn

证书编号：S0790122110044

事件：美联储于北京时间5月4日凌晨2点发布5月FOMC会议声明，宣布加息25bp。

● 声明及发布会要点

1. 美联储宣布加息25bp，缩表将继续按5月计划有序进行。
2. 美联储对美国银行业危机保持相对乐观，且仍高度关注通胀。美联储对美国经济的看法同3份基本相同，但删去了表示一些额外的政策紧缩可能是适当的，暗示本轮加息已至终点。表示一季度经济温和增长，就业增长强劲，失业率保持在低位，通货膨胀率仍然很高；美国银行体系健全且富有弹性。家庭和企业的信贷条件收紧可能会对经济活动、招聘和通胀造成压力。这些影响的程度是不确定的。委员会仍然高度关注通胀风险。
3. 发布会上，鲍威尔对短期内降息持否定态度。从发布会上鲍威尔的发言和表态来看，虽然对后续加息表态较鸽，但对短期内降息持否定态度。当前利率可能已经达到足够限制性的水平，但是通胀需要一些时间才能下降，因此降息不合适。

● 本轮加息终点已至，降息条件尚不充分

1. 就业市场保持韧性、通胀水平依旧偏高促使联储再次加息。虽然当前美国劳动力市场与通胀水平连续放缓，但就业市场保持韧性、通胀水平依旧偏高，核心通胀显示美国通胀内生动能仍较足，因此按照3月份的点阵图节奏继续加息是一个合适的选择，一则稳定市场预期，避免引发市场的猜测和恐慌，影响到货币政策的效果；二则也有助于维持政策的权威性，同时避免出现紧缩不足的风险。
2. 美联储本轮加息终点或已至，但离降息还较遥远。本次虽然可能为美联储本轮最后一次加息，但从当前的美国经济金融情况来看，降息的条件还未成熟，美联储或将保持当前利率水平一段时间。我们认为，最快在2023年底，美联储对于通胀和增长的平衡或将逐渐转向经济增长，届时联储内部或将逐渐开始讨论降息的可能性，并在随后开启降息进程。

● 市场对美联储降息时点预期存在调整风险

本次会议基本符合市场预期，美联储加息或已“告一段落”。从鲍威尔发布会上的发言来看，当前美联储对通胀水平依旧高度关注，因此对降息的可能性表述较为谨慎；而市场当前对于美联储降息时间节点的预期则较为乐观，两者的差异主要体现在经济衰退以及通胀下行的节奏上。事实上，美联储不会较早降息，因贸然降息会导致货币政策效果“打折扣”。若通胀反弹可能需要再度加息，从而增加货币政策成本。但市场预期最早9月开始降息，主因银行业危机尚未结束，1季度GDP数据显示经济“软着陆”可能性降低。我们认为，通胀走势仍是美联储当前的关注重点，降息时间节点还需等待，当前市场的预期存在调整的风险。决议发布后，市场整体走势震荡；但发布会后，风险资产录得一定跌幅。

- **风险提示：**国际局势紧张引发通胀超预期，新冠疫情形势大幅恶化。

相关研究报告

《多场景超2019，消费开启第二轮修复——五一海内外要闻—宏观深度报告》-2023.5.3

《消费开启第二轮修复——兼评4月PMI数据—宏观经济点评》-2023.4.30

《乘势而上——4月政治局会议点评—宏观经济点评》-2023.4.28

目 录

1、 声明及发布会要点	3
1.1、 美联储宣布加息 25bp，缩表将继续按原计划有序进行	3
1.2、 美联储对美国银行业危机保持相对乐观，且仍高度关注通胀	3
1.3、 发布会上，鲍威尔对短期内降息持否定态度	3
2、 本轮加息终点已至，降息条件尚不充分	4
2.1、 就业市场保持韧性、通胀水平依旧偏高促使联储再次加息	4
2.2、 美联储本轮加息终点或已至，但离降息还较遥远	4
3、 市场对美联储降息时点预期存在调整风险	5
4、 风险提示	6

图表目录

图 1： ECI 指数环比增速连续走低	4
图 2： 3 月美国 PCE 同比增速再度下降	4
图 3： 3 月点阵图显示 2023 年不会降息	5
图 4： 美股最终收跌	6
图 5： 10 年期美债收益率走低	6
图 6： 美元指数走低	6
图 7： 利率期货显示美联储降息时点较靠前	6

事件：美联储于北京时间5月4日凌晨2点发布5月FOMC会议声明，宣布加息25bp。

1、声明及发布会要点

1.1、美联储宣布加息25bp，缩表将继续按原计划有序进行

美联储在此次会议上宣布再次加息25bp，但删去了表示一些额外的政策紧缩可能是适当的（some additional policy firming may be appropriate），暗示本轮加息已至终点。缩表方面，将继续按照2022年5月份会议上发布的《缩减美联储资产负债表规模的计划》来有序缩减持有国债及MBS。

1.2、美联储对美国银行业危机保持相对乐观，且仍高度关注通胀

在声明中，美联储对美国经济和银行业的看法同3月份基本相同，具体而言：

美国经济表现上，声明表示一季度经济温和增长，同3月相比基调没有发生变化；

就业与通胀方面，声明表示美国就业增长强劲，失业率保持在低位，通货膨胀率仍然很高。3月声明则表示就业增长有所回升，并以强劲的速度运行，失业率保持在低位，通胀仍然很高；

银行业风险方面，声明表示美国银行体系健全且富有弹性。家庭和企业的信贷条件收紧可能会对经济活动、招聘和通胀造成压力。这些影响的程度是不确定的。委员会仍然高度关注通胀风险；3月则表示最近的事态发展可能导致家庭和企业的信贷条件收紧，并对经济活动、就业和通胀造成压力，显示联储认为银行业危机已经对家庭和企业的信贷条件造成了收紧；

货币政策立场方面，声明表示将继续监测即将发布的信息对经济前景的影响，包括公共卫生、劳动力市场状况、通胀压力和通胀预期以及金融和国际形势等信息，同时如果出现可能阻碍相关货币政策目标实现，将会准备适当调整货币政策立场。

1.3、发布会上，鲍威尔对短期内降息持否定态度

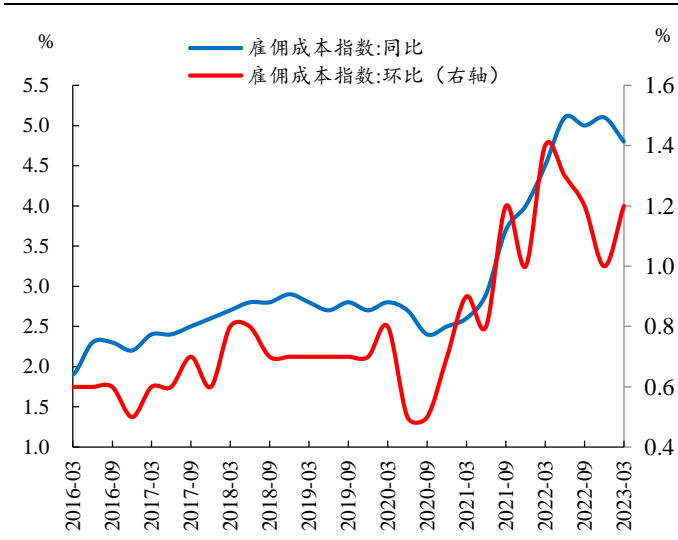
从发布会上鲍威尔的发言和表态来看，虽然对后续加息表态较鸽，但对短期内降息持否定态度。从发言稿以及问答来看，鲍威尔认为当前美国银行业的主要问题在于监管方面尚有漏洞，因此会着重加强银行业的相关监管，从而促使银行业更加具有韧性。当前美国经济已经低于潜在增长趋势，在高利率水平之下，地产和固定资产投资已经开始放缓，名义工资以及劳动力市场的紧张程度有所下降，通胀也开始放缓。3月份的银行业风险事件已经开始对家庭以及商业部门产生了相当程度的信用紧缩影响，从而对整体的经济活动带来压力，不过具体的影响程度还不确定。当前的货币紧缩政策还需要一段时间才能体现出效果（It will take time, however, for the full effects of monetary restraint to be realized），当前利率可能已经达到足够限制性的水平，但是表示通胀需要一些时间才能下降，因此降息不合适（it would not be appropriate to cut rates）。如果通胀仍然偏高，联储不会降息。此外，对于美国经济衰退方面，鲍威尔表示即使经济出现衰退，可能也是较为温和的（It's possible that we have a mild recession）。债务上限方面，表示如果无法达成相关协议，会对美国经济造成高度不确定性，并对经济前景构成风险。

2、本轮加息终点已至，降息条件尚不充分

2.1、就业市场保持韧性、通胀水平依旧偏高促使联储再次加息

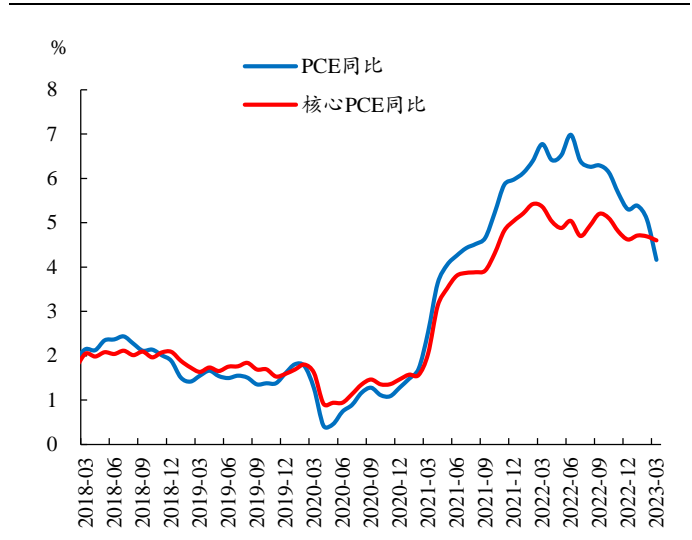
3月新增非农就业23.6万人，较2月份继续下降，但仍高于市场预期的23万。3月JOLTS数据显示当前美国职位空缺数与职位空缺率均迎来一定程度下行，劳动力市场进一步降温。美联储关注的雇佣成本指数（ECI）在2023年1季度同比上涨4.8%，较2022年4季度下降0.3个百分点，但环比上涨1.2%，环比增速有所上升，显示当前美国就业市场韧性仍存（可参考报告《就业市场韧性或助推美联储5月继续加息——美国3月非农就业数据点评》）。通胀方面，美国3月CPI同比上升5.0%、环比上升0.1%，绝对通胀水平连续9个月下降，为近21个月来的最低位。从美联储关心的PCE指标来看，2022年3月PCE同比上升4.2%，连续多月走低。但核心PCE同比上升4.6%，显示当前美国内生通胀动能仍然强劲，且通胀的绝对水平仍高。（可参考报告《美联储去通胀进程或将进入“深水区”——美国3月CPI点评》）在此情形下，按照3月份的点阵图节奏继续加息是一个合适的选择，一则稳定市场预期，避免引发市场的猜测和恐慌，影响到货币政策的效果；二则也有助于维持政策的权威性，同时避免出现紧缩不足的风险。

图1：ECI指数同比增速连续走低



数据来源：FRED、开源证券研究所

图2：3月美国PCE同比增速再度下降



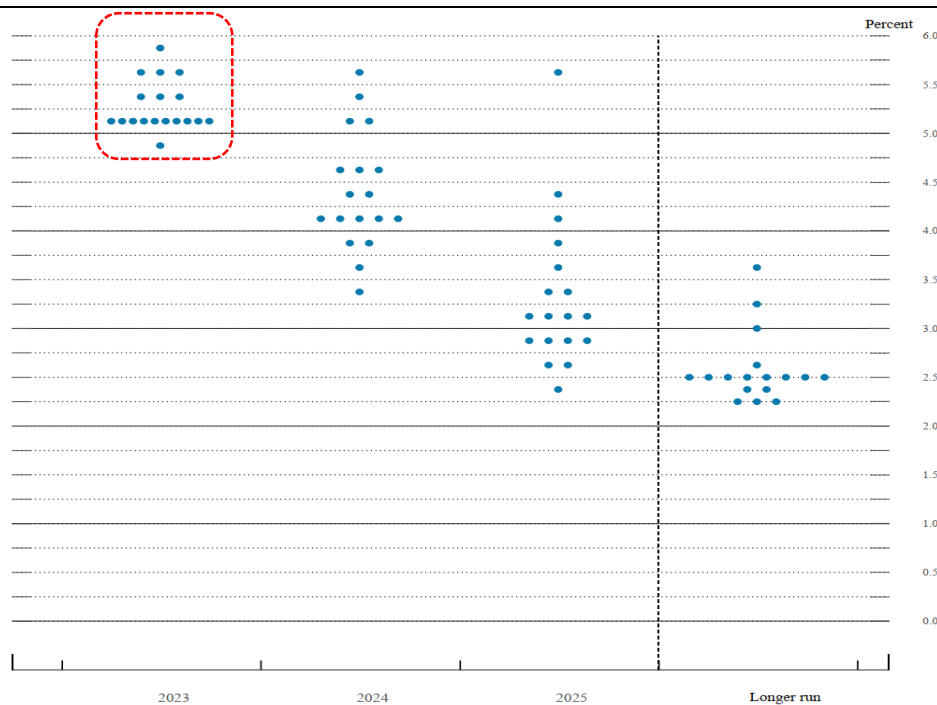
数据来源：FRED、开源证券研究所

2.2、美联储本轮加息终点或已至，但离降息还较遥远

本次虽然可能为美联储本轮最后一次加息，但从当前的美国经济金融情况来看，降息的条件还未成熟，美联储或将保持当前利率水平一段时间，鲍威尔在发布会上也表示可能已经达到足够限制性的利率水平，并排除了近期降息的可能性。首先，从2023年的点阵图来看，美联储对于本次加息终点的利率水平预计在5.0%-5.25%区间，并在2023年保持不变。考虑到该点阵图较2022年12月份并没有变化，显示当前美联储内部对于加息节奏有明确的共识；其次，当前美国劳动力市场和通胀虽然仍有韧性，但下行趋势明显，考虑到银行业危机对经济产生的可能的负面作用，再度提升加息幅度可能会对经济造成更严重的危害，从而造成过度紧缩的局面。较好的政策选择是维持当前高利率水平一段时间，并对经济金融局势进行观察，这样可以保持政策的灵活性，兼顾控通胀与防风险，从而更有效的达成其政策目标；最后，

短期内降息的条件并未成熟，美联储最快的降息时间节点或在 2023 年底。对于美联储而言，当前通胀水平距离其目标区间尚有距离，劳动力市场还有韧性，贸然降息，2023 下半年通胀水平有反弹的风险。因此当前的货币政策“易紧难松”。不过考虑到当前美国银行业危机并没有完全结束，这对于经济增长以及金融稳定有较大的负面作用，随着联储保持高利率水平一段时间，美国银行业的压力将会有增无减（可参考报告《美联储的“电车难题”——美国银行业风险与降息的条件》）。我们认为，最快在 2023 年底，美联储对于通胀和增长的平衡或将逐渐转向经济增长，届时联储内部或将逐渐开始讨论降息的可能性，并在随后开启降息进程。

图3：3月点阵图显示2023年不会降息



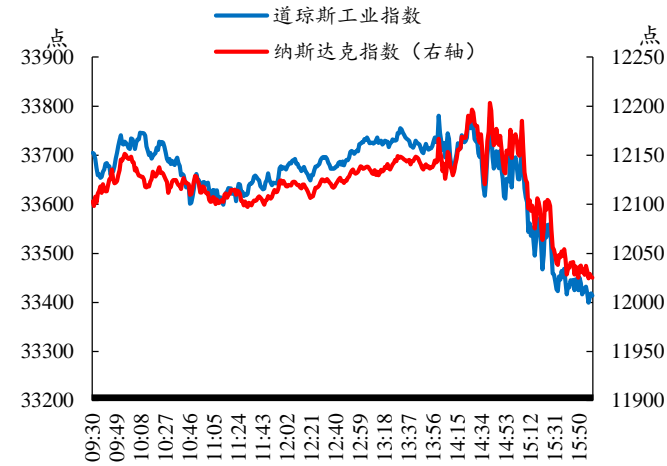
数据来源：美联储、开源证券研究所

3、市场对美联储降息时点预期存在调整风险

本次会议基本符合市场预期，美联储加息或已“告一段落”。从鲍威尔发布会上的发言来看，当前美联储对通胀水平依旧高度关注，因此对降息的可能性表述较为谨慎，而市场当前对于美联储降息时间节点的预期则较为乐观，两者的差异主要体现在经济衰退以及通胀下行的节奏上。事实上，当前美国经济、通胀水平以及劳动力市场确实出现了较为连续的下降，但这一方面是美联储连续快速加息的结果，在相关的货币紧缩政策没有完全发生效用之前，贸然降息会导致货币政策效果“打折扣”，这也是为何鲍威尔表示将会依据数据做决定；另一方面，当前通胀水平依旧高于联储目标，特别是核心通胀水平仍然较高，短期内降息将会导致通胀出现反弹的风险大增，甚至可能出现再度加息的情况，而这将会增加货币政策的成本。而市场对美联储的降息时间节点预期较为靠前，主因银行业危机尚未结束，一季度 GDP 数据显示当前经济“软着陆”可能性进一步降低，因此预期联储会很快降息。但需要注意的是，当前银行业风险更类似于 1980 年代银行业倒闭潮，发展成金融危机的可能性较低，因此美联储可以有更多的时间来观察其可能造成的影响。通胀水平的走势仍是当前美联储的关注重点，降息的时间节点还需要等待，当前市场的预期存在调整的风险。

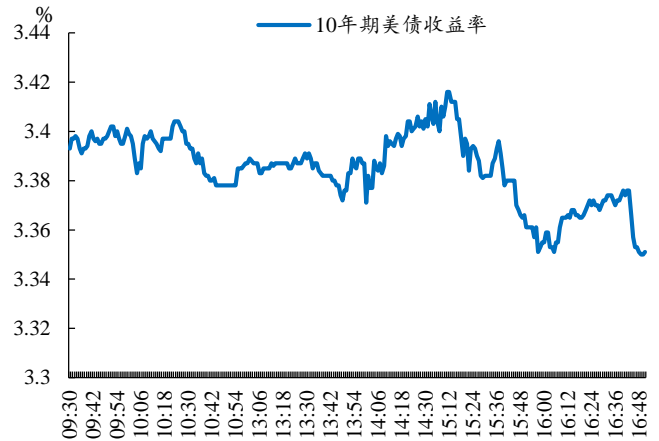
决议发布后，市场整体走势震荡；但发布会后，风险资产录得一定跌幅。美股方面，在发布会后，美股快速下跌，最终道琼斯指数、纳斯达克指数分别下跌 0.8%、0.46%；美债方面，发布会后，10 年期美债收益率快速下跌至 3.35%附近；美元方面，亦呈现出相同的回落态势。利率期货显示美联储最快于 9 月份开始降息。

图4：美股最终收跌



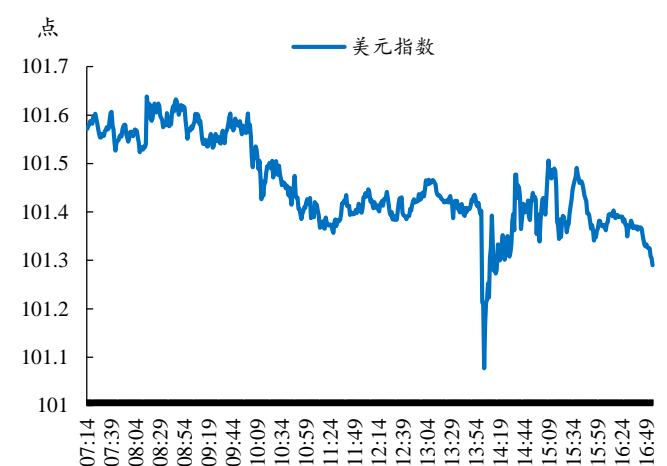
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：10 年期美债收益率走低



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：美元指数走低



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：利率期货显示美联储降息时点较靠前

MEETING DATE	DAYS TO MEETING	EASE	NO CHANGE	HIKE
2023/6/14	41	0.00%	82.28%	17.72%
2023/7/26	83	32.65%	56.66%	10.69%
2023/9/20	139	68.91%	27.24%	3.85%
2023/11/1	181	91.15%	8.15%	0.71%
2023/12/13	223	98.91%	1.06%	0.03%
2024/1/31	272	99.94%	0.06%	0.00%
2024/3/20	321	100.00%	0.00%	0.00%
2024/5/1	363	100.00%	0.00%	0.00%
2024/6/19	412	100.00%	0.00%	0.00%
2024/7/31	454	100.00%	0.00%	0.00%
2024/9/25	510	100.00%	0.00%	0.00%
2024/11/6	552	100.00%	0.00%	0.00%

资料来源：CME

4、风险提示

国际局势紧张引发通胀超预期，新冠疫情形势大幅恶化。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn