

## 暗示暂停加息表态暂不降息，“渐进式紧缩”尚未终结

——2023年5月份美联储议息会议点评

国投安信期货研究院

朱赫 期货投资咨询号 Z0015192

靳顺柔子 期货投资咨询号 Z0014424

**事件：** 美联储货币政策委员会 FOMC 会后宣布，将政策利率联邦基金利率的目标区间从 4.75%—5%上调到 5%—5.25%区间，加息 25 个基点，继续按照此前的计划缩表，幅度符合市场预期。议息会议的会后声明变化暗示此后暂停加息，不过鲍威尔在发布会上也否定了降息，并表示银行业危机有所缓解以及仍然强调了压低通胀的重要性，市场对于发言做出了偏鹰理解，美股尾盘转跌且大型银行和地区银行股转跌。美债收益率普遍回落，黄金反弹，美油继续承压。

### 点评：

#### 一、会前关注点：银行业压力和通胀韧性仍然并存，是否释放暂停加息信号

3 月份的议息会议上，美联储宣布将政策利率联邦基金利率的目标区间从 4.5%—4.75%上调到 4.75%—5%区间，加息 25 个基点，幅度符合市场预期。**议息会议的会后声明在措施方面做出较大变化**，将“持续加息适宜”（ongoing increases will be appropriate）改为“预计一些额外的政策紧缩可能是适当的”（some additional policy firming may be appropriate），这种表述增强了暂停加息的灵活性，**而点阵图较 12 月份维持不动按时再加息一次**。决议公布后市场预计美联储加息周期接近尾声，以及年底前降息至 4%-4.25%之间。

3 月份议息会议后，在美联储快速救助银行业危机后，市场的风险偏好有所修复。由于反应迅速，银行业的冲击对于实体的冲击虽有体现，但是冲击力度有限。从最近公布的经济数据来看，Markit 制造业 PMI 意外重回荣枯分水岭 50 上方、延续了 3 月份以来的反弹，服务业 PMI 也超出预期高达 53.6。而 4 月份 ISM PMI 跟随 Markit 制造业 PMI 低位反弹。在反弹的同时，通胀的韧性仍然显著，PMI 的价格分项反弹显著超预期。从 CPI 的数据来看，通胀放缓的趋势仍在，但核心通胀的上涨也证明了通胀的粘性，劳动力需求虽然持续降温，但失业率仍呈现出一定韧性，劳动力市场仍然偏紧。经

济数据的反弹和通胀的韧性之下，4月中下旬后，随着市场风险偏好的修复，美联储则再度对于市场定价的加息概率进行了“纠偏”，向管理通胀的方向进行了再平衡。但第一共和银行爆出的问题表明在加息和M2同比增速持续负增长的背景下，银行业的压力难以系统性扭转，而近在咫尺的美国债务上限的问题，实际上也反映出了持续地抬高国债利率所带来的负面影响。因此，美国仍然面临着如何在平衡金融和财政问题的同时，来兼顾通胀管理的问题。

从3月份议息会议后到本次5月会议前，由于经济数据传递的信号复杂，从各位委员的表态来看分歧仍然存在。本次会议前市场的关注点在于：首先，25个基点的加息幅度是否如期落地。从期货市场的交易结果来看，随着近期美国经济数据的变化，美联储5月继续加息的预期会前已升至将近90%，可以说5月加息预期接近充分计入。其次，3月FOMC会议上美联储逐步暗示加息终点可能临近，但也并没有给出更多的宽松指引，当前的银行业问题对金融稳定短期不构成严重挑战，但银行业长期问题、美国经济因信贷收紧更快下滑的可能，都令市场普遍预期美联储可能在6月暂停加息以及在年底前开启降息。因此，本次会议市场更关注在会后声明以及记者会上美联储是否会给出关于后续货币政策路径的线索，如果仍然强调“利率将在限制经济增长的高位维持更长时间”，或被解读为鹰派倾向，而如果相对明确地给出接下来会暂停加息的信号，或被解读为鸽派倾向。

## 二、会议内容- 加25bp如期落地，暗示暂停加息表态暂不降息

美联储发布5月议息会议声明，上调联邦基金目标利率25BP至5.00%-5.25%区间，并表示维持减持600亿美元/月美债和350亿美元/月MBS的缩表节奏不变。

从会后声明和鲍威尔的讲话来看，主要有以下重点：首先，利率指引删除“预计可能适合增加紧缩”，这也是市场认为这是本轮加息周期最后一次操作的重要原因之一。这一声明公布后，市场定价的7月降息概率有所上升；第二，首先讨论了银行监管的问题，强调银行业情况总体改善和银行系统稳健性。表示金融系统对于家庭和企业的信贷环境、经济活动、招聘和通胀造成压力，而这些影响的程度是不确定的。向市场传递“美联储将吸取正确的教训，并防止此类事件再次发生”的决心；第三，对于通胀的描述，仍然相对谨慎，重申通胀保持高企，表示将通胀率回落至2%的过程还有很长的路要走，

但是表示好的迹象是“长期通货膨胀预期已经相对可控”；另外，排除了近期降息的可能性，” FOMC 的通胀前景展望并不支持美联储降息 “。

整体来看，虽然暗示此次可能是最后一次加息市场一度做鸽派解读，不过鲍威尔在发布会上也否定了降息，并表示银行业危机有所缓解以及仍然强调了压低通胀的重要性，市场对于这一部分的发言做出了偏鹰理解。预计未来市场仍然是数据驱动，更高的政策利率水平或难以看到，同时硅谷银行冲击后确立的美债收益率的下行趋势或继续延续。市场下一阶段或继续博弈降息时间的启动。

### 三、市场展望— 渐进式紧缩与缓慢去杠杆，跟踪外围市场风险偏好变化

通过美国政策制定者迅速的救助反映，可以看到其极力避免金融体系的过度收缩给实体经济带来剧烈的冲击——即经济的硬着陆，与此同时由于通胀尤其是服务业通胀仍然处于一个较有韧性的状态，美国又不得不仍然施加限制性的经济政策以管理通胀。因此美国更多的是希望继续“渐进式紧缩”和“缓慢去杠杆”来逐步压制通胀使其回落到较为合意的水平。未来或从三个方向把握宏观矛盾的主线：**第一，关注商品通胀和服务通胀的结构变化**，此前在美国通胀同比增速趋势回落的过程中，显然核心与非核心商品通胀的回落贡献了更多的打压通胀的力量，即核心通胀的韧性增加了大宗商品价格的压力，目前市场普遍预计到 2023 年年底美国的 CPI 可能回落至 3% 左右。如果未来银行业收缩的力量给服务业的降温能够有序推进，美联储找到通胀降温的线索，那么商品价格的压力会有所缓解，从下行向低位震荡转换，否则将面临着来自需求抑制的更大的压力和波动率；**第二，关注美国财政债务上限压力的演化**，大概率只是两党博弈的产物，虽然打开债务上限的结果是既定的，但是在当前控制高通胀和维稳金融体系兼顾的复杂宏观背景下，如果解决的路径较为波折也可能给风险偏好带来一些压力；**第三，关注国际局势和地缘风险的演变**，面对美国通胀、银行业和财政三重政策目标压力，关注全球局势朝着冲突放缓和修复供应链以及经贸关系的发展，还是朝着相反的反向发展。

金融品而言，3 月份议息会议后，整体上对于国内金融品而言带来了布局机会，体现了美债收益率天花板显现以及美国政策监管维稳银行体系，所带来的对于人民币资产紧缩外溢的弱化（详细请见《兼顾通胀与金融维稳，紧缩的天花板进一步显现—3 月份美联储议息会议点评》）。在四月中旬之前，维持了股债双强的结构，四月中旬之后随

着增长因子的回落，股债跷跷板回归，即国债进一步走强而股指向震荡转换。**5月议息会议落地后，当前的美债和美元走势仍然不对国内的资金面构成约束，不过当前政策在总量上的观望状态和制造业经济动能向下的折返压制增长因子，且海外市场的弱势亦压制大中华区股市的风险偏好。继续关注外围风险偏好的演化，预计股市以震荡市和结构再平衡来展开，债市仍然维持震荡偏强但谨慎乐观关注陡峭化策略。**

对于大宗商品而言，四月中下旬以来，一方面在美国四月通胀预期反扑的背景下，继续加息的预期和美国银行业压力的挥之不去打压宏观情绪，同时国内基本面尤其是房地产景气度经过一季度的反弹后在4月份有明显回落，前者打压对于美元流动性敏感的原油和有色等国际品种，后者则打压了黑色系商品，因此商品4月份出现了普遍的调整，而贵金属震荡偏强的格局仍在延续。**中期来看，在“渐进式紧缩”和“缓慢去杠杆”的背景下，商品相对震荡承压和震荡分化的格局或有一定的延续性，等待国内外经济政策再度转向积极的信号。短期来看，关注4月份商品价格持续回落对于美国通胀数据和通胀预期的影响，如果回落明显则会带来阶段性的情绪修复。**

*风险提示：*俄乌战事升级和能源供给有所反复，地缘政治博弈下中美经贸进一步复杂化；美国银行业危机继续深化，美国债务上限问题迟迟得不到解决；国内地产基本面压力难以缓解。

## 免责声明

本研究报告由国投安信期货有限公司撰写,研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则,以合法渠道获得这些信息,尽可能保证可靠、准确和完整,但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据,不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证,无论是否已经明示或者暗示。国投安信期货有限公司将随时补充、更正和修订有关信息,但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本报告版权仅为国投安信期货有限公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布,需注明出处为国投安信期货有限公司,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。国投安信期货有限公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。