

作者

东方金诚 研究发展部
分析师 白雪

时间

2023 年 5 月 4 日

核心观点

- 美联储继续加息，意味着在通胀压力仍高、银行业风险相对可控、经济基本面韧性较强的背景下，货币政策仍需要进一步收紧。
- 本次会议在政策声明中调整了关于加息路径的措辞，暗示美联储即将停止加息。我们判断，伴随政策紧缩的累积效应以及银行业危机导致的信贷紧缩，美国经济降温趋势较为显著，同时金融系统脆弱性仍然较强、金融风险尚未完全出清，美联储在多重政策目标权衡之下，6 月起大概率将暂停加息，但仍不能完全排除额外加息的可能性。
- 在当下通胀压力仍未有效缓解、信贷紧缩对经济与通胀的影响尚不明确的背景下，美联储维持利率高点的时长或将长于历史平均水平，不应过度定价年内降息。但不排除若信贷紧缩对经济负面冲击显著，美联储提前开启降息的可能性。



关注东方金诚公众号
获取更多研究报告

北京时间5月4日(周四)凌晨,美联储联邦公开市场委员会(FOMC)宣布将联邦基金利率目标区间上调25个基点至5%-5.25%,是2001年3月以来的最高水平。这是美联储今年的第三次加息,也是去年启动本轮加息进程以来的第十次加息。美联储在货币政策声明中称,美国第一季度经济活动以温和速度扩张,近几个月就业岗位增长强劲,失业率也一直保持在低水平。同时,通货膨胀率仍然很高。FOMC重申,美国银行系统是健全且有弹性的。声明写道,家庭和企业的信贷条件收紧,可能会对经济活动、招聘和通货膨胀产生影响。但这些影响的程度仍然不确定,委员会仍然高度关注通胀风险。声明指出,FOMC寻求在较长时期内实现最大就业和2%的通胀率,将密切关注收到的信息,并评估其对货币政策的影响。在考虑未来的货币政策时,委员会将会关注货币紧缩政策的累计效应、对经济和通胀的滞后性、以及经济和金融事件的后续发展。此外,FOMC将会如先前计划所述地“缩表”——继续减少持有的国债、机构债务以及抵押贷款支持证券(MBS):每个月缩减600亿美元的美国国债和350亿美元的MBS。声明最后称,如果出现了可能阻碍FOMC实现目标的风险,委员会将准备酌情调整货币政策的立场。劳动力市场的状况、通货膨胀压力、通货膨胀预期以及金融和国际形势变化都在观察信息之列。会后发言中,鲍威尔驳斥了市场对于近期降息的定价,明确表态“如果通胀仍然偏高,我们就不会降息”。

对此,我们解读如下:

一、美联储继续加息,意味着在通胀压力仍高、银行业风险相对可控、经济基本面韧性较强的背景下,货币政策仍需要进一步收紧。

本次会议如期加息25个基点,意味着美联储认为货币政策仍需要进一步收紧,主要出于以下几方面原因:一是通胀仍远超2%的政策目标水平,美联储平抑通胀的工作尚未完成。3月美国CPI同比增幅5%,仍远高

于政策目标，同时核心 CPI、核心 PCE 居高不下，而最新公布的一季度就业成本指数（ECI）较去年四季度进一步上升，意味着来自薪资的压力仍将持续对核心通胀，乃至整体通胀起到支撑作用，短期内通胀实质性降温可能仍存波折，需要进一步加息遏制通胀；二是银行业风险相对可控，整体金融条件尚未明显收紧。本次货币政策声明认为，美国银行业“健全而有韧性”，鲍威尔在记者会上也表示，近期出险的三家银行都得到了较好的处置——上周末，第一共和银行已被监管机构 FDIC 接管，摩根大通也宣布了对第一共和银行的资产收购计划。这意味着第一共和银行已进入市场化债务重组阶段，这将有助于及时防范风险进一步向系统性风险蔓延。目前看，美国大银行依旧稳健，也暂未出现金融机构批发融资挤兑现象，这意味着金融风险在短期内不会构成美联储进一步加息的掣肘因素；三是在强劲的劳动力市场支撑下，美国私人消费仍有一定动能，而近期地产销售回暖、房价指数环比反弹，也显示楼市出现一定企稳迹象，短期内经济依然能够保持韧性，这为继续加息提供了基本面支撑。

二、本次会议在政策声明中调整了关于加息路径的措辞，暗示美联储即将停止加息。我们判断，伴随政策紧缩的累积效应以及银行业危机导致的信贷紧缩，美国经济降温趋势较为显著，同时金融系统脆弱性仍然较强、金融风险尚未完全出清，美联储在多重政策目标权衡之下，6月起大概率将暂停加息，但不能完全排除额外加息的可能性。

本次会议最具有重要意义的关注点在于美联储对后续加息路径措辞的修改：货币政策声明中，不再保留“一些额外的政策收紧可能是适当的”这一利率前瞻指引，暗示当前利率水平已接近终点，结合鲍威尔在讲话中承认本次会议“更加接近暂停加息”，认为“原则上不需要利率提高那么高”，并表示内部已开始就停止加息进行相关讨论，我们认为，美

联储释放了即将停止加息的政策信号，为6月起暂停加息做出了铺垫。这背后体现了美联储对货币政策的累积和滞后效应，以及当前经济金融基本面状况的综合考量：

最新公布的美国一季度GDP数据显示，美国经济已连续三个季度环比放缓，近期美国零售销售、核心耐用品订单持续下滑、服务消费增速回落、制造业投资持续低迷，加之3月以来金融风险不断暴露，表明美联储前期货币紧缩政策的累积效应以及滞后性已有明显体现，利率快速走高对美国经济增长动能和金融市场带来了较大冲击。这意味着美联储不得不在控通胀工作尚未完成的背景下，额外考虑加息带来的经济衰退和金融“爆雷”的风险，即在通胀、经济与金融之间取得平衡。

当前，美国M2同比增速已连续三个月处于负值且不断下行，通胀下行的趋势较为确定，实际利率即将由负转正。在经济降温趋势较为显著、金融风险仍未完全出清、金融体系脆弱性仍高的情况下，利率在5-5.25%这一限制性水平上继续提高，对于控制通胀的边际效应可能并不明显，但却对可能对宏观经济与金融市场产生较大的“副作用”。因此，在权衡通胀、经济与金融风险多个目标后，本次加息可能将是本轮加息周期的“最后一步棋”——我们判断，此后美联储将大概率在6月停止加息，以进一步观察货币政策对经济的滞后效应，避免产生更大的衰退压力与金融风险。

需要注意的是，在本次会议中，美联储并未明确承诺停止加息，为后续货币政策灵活性保留了一定空间，因此仍不能排除后续有额外加息的可能性。本次会议的政策声明中并未完全删除“额外的政策巩固”的表述，鲍威尔在记者会上也强调“货币政策仍处于持续评估阶段，未来还需要观察更多数据，并在每一次会议中做出决定”，并表示对就此结束加息也并不十分有信心。这表明，当前的通胀走势与强劲的就业状况，尚不足以令美联储相信通胀可以趋势性快速降温，加之银行业风险带来的信贷紧缩效应能在多大程度上对加息起到替代作用，仍需要一定时间

观察，令美联储并未释放明确的停止加息信号——这就保留了后续额外加息的政策空间。因此，在正式停止加息靴子落地之前，不应排除继续加息的可能性。

三、在当下通胀压力仍未有效缓解、信贷紧缩对经济与通胀的影响尚不明确的背景下，美联储维持利率高点的时长或将长于历史平均水平，不应过度定价年内降息。但不排除若信贷紧缩对经济负面冲击显著，美联储提前开启降息的可能性。

目前市场对美联储年内降息的预期升温，但我们认为，即使6月停止加息，也并不意味着很快将开启降息。历史上看，美联储从停止加息到降息的平均时间为半年左右，但考虑到本轮通胀压力迟迟未能缓解、劳动力市场展现出超预期的韧性，加上银行“紧信用”对经济与通胀的影响尚不明确，高利率持续的时长应该会长于历史均值，才能有效抑制通胀，避免通胀长期化预期，因此基准情形下，不宜过度期待今年下半年降息——鲍威尔也在会后发言中明确表示，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。

不过，若后续银行危机、信贷紧缩对经济的冲击显著，导致美国经济出现断崖式降温，陷入深度衰退，美联储仍有提前开启降息的可能性。我们估计，未来1-2个月将是一个重要的观察窗口期：银行信贷增速，以及将于5月8日公布的2023年一季度美国银行信贷意见调查，将是美联储观察金融环境收缩对信贷影响的关键数据。

权利及免责声明：

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、研究观点等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以其他方式传播。未获书面授权的机构及人士不应获取或以其他方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方或/及发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

本研究报告的结论，是在最初发表本报告日期当日按照东方金诚的研究流程及标准做出的独立判断，遵循了客观、公正的原则，未受第三方组织或个人的干预和影响。东方金诚可能不时补充、修订或更新有关信息，也可能发出其他与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但没有义务和责任更新本报告并通知报告使用者。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本声明为本研究报告不可分割的内容，任何使用者使用或引用本报告，应转载本声明。并且，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

地址：北京市朝阳区朝外西街 3 号兆泰国际中心 C 座 12 层

电话：86-10-62299800（总机）

传真：86-10-62299803

邮箱：DFJCPX@coamc.com.cn