

5月 FOMC 会议点评

加息终点更近，但仍要“走一步看一步”

北京时间5月4日凌晨，美联储公布了5月FOMC会议声明，继续加息25bp，符合市场预期。美联储暗示加息终点进一步接近，但仍强调将基于数据做出下一步政策决议(data dependent)。

- **会议要点：继续加息25bp，维持缩表。**美联储继续加息25bp、维持缩表计划，符合市场预期。美联储暗示加息终点进一步接近，但仍强调将基于数据做出下一步政策决议。鲍威尔认为目前的货币政策已经处于“限制性区间”但不认为年内会降息。我们维持美联储本轮加息终点利率在5.25%左右的判断，年内的降息空间将取决于美国的通胀和经济走势。
- **会议期间市场反应相对平淡。**从近30日的价格变动来看，大类资产的表现是相对分化的，而大部分关键资产价格整体处于一个震荡行情。5月FOMC会议可能并不足以改变这一局面。
- **风险提示：金融风险超预期，通胀韧性超预期。**

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济

证券分析师：周亚齐

yaqi.zhou@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522090002

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

一、会议要点：加息 25bp & 缩表，暗示加息终点进一步接近

美联储宣布将联邦基金利率目标范围继续上调 25bp 至 5%-5.25%，继续缩表计划，符合市场预期。相较于 3 月 FOMC 声明(statement)，5 月会议声明在关键问题上的同异点主要是：1) 货币政策展望方面，本次声明删除了“一定程度上的额外的货币政策收紧(policy firming)仍然是必要的”以及“(委员会将综合考虑)未来目标利率上调的范围”，并以“(委员会将综合考虑)货币政策进一步收紧(policy firming)的空间”取而代之，暗示美联储目前已经进一步接近加息的终点。2) 金融风险方面，两次声明均将金融风险的讨论于全文第二段单列，并且都强调了其对经济影响的不确定性以及委员会的高度关注。3) 经济方面，两次声明均指出经济实现了轻微的(modest)增长，并且通胀处于高位 & 失业率处于低位，显示两次会议之间的经济数据并未改变委员会对于经济的整体判断。

图表 1. FOMC 会议声明主要内容变化

	2023年5月FOMC	2023年3月FOMC
货币政策决议	加息25bp & 继续缩表	加息25bp & 继续缩表
货币政策展望	委员会将综合考虑：1) 累计的紧缩货币政策影响 2) 政策影响的滞后性 3) 经济和金融情况，来决定货币政策进一步收紧(policy firming)的空间	委员会认为一定程度上的额外的货币政策收紧(policy firming)仍然是必要的。委员会将综合考虑：1) 累计的紧缩货币政策影响 2) 政策影响的滞后性 3) 经济和金融情况，来决定未来目标利率上调的范围
经济增长整体展望	第一季度经济活动实现了轻微的扩张	(经济) 支出和生产实现了轻微的增长
金融风险	美国银行系统仍然是稳健的；收紧的信贷条件对于经济的影响仍然是不确定的；委员会高度重视金融风险的变动	美国银行系统仍然是稳健的；近期的事态发展很有可能会导致信贷条件收紧，并对经济活动造成冲击；委员会高度重视金融风险的变动
通胀	通胀水平仍处于高位	通胀水平仍处于高位
就业	失业率仍然处于低位	失业率仍然处于低位

资料来源：美联储，中银证券

在 FOMC 决议公布之后的记者会上，我们认为美联储主席鲍威尔的发言有以下几点值得特别关注：1) 货币政策方面，在综合考虑了目前的实际利率水平¹，缩表以及信贷条件收紧的影响之后，鲍威尔认为目前的货币政策已经处于“限制性区间”(restrictive area)。鲍威尔承认目前已经更接近加息终点，但仍然强调需基于未来数据的变动(Data dependent)来决定未来的货币政策走向，并且不认为年内会降息。2) 劳动力市场方面，鲍威尔认为长期来看，大约为 3% 的名义工资增速是一个同 2% 的通胀目标相适应的水平²。这意味着目前约 4.2% 的非农平均时薪增速仍然高于政策合意水平。3) 经济增长方面，尽管部分美联储的经济研究人员认为轻微的衰退是大概率事件，但是鲍威尔仍然认为衰退是可以避免的：这次可能不一样，劳动力市场可以降温同时避免失业率快速上行。4) 通胀方面，鲍威尔认为通胀水平快速下行的可能性不大，并且存在反复的可能性。

综合来看，本次 FOMC 维持加息 25bp & 缩表符合市场预期，但是对于未来指引方面并没有给出非常鸽派的信号：尽管美联储暗示加息进度进一步接近本轮的终点，但是面对经济增长和通胀走势的不确定性，美联储仍然强调需要进一步观察数据来做出货币政策判断。在对于未来经济和通胀走势缺乏可靠的预测方法的背景下，美联储目前似乎仍然延续了去年以来的“三步走框架”(提速加息—降速加息—维持高位)，并且拒绝排除进一步加息的可能性。基于此，我们维持美联储本轮加息终点利率在 5.25% 左右的判断，年内的降息空间将取决于美国的通胀和经济走势。

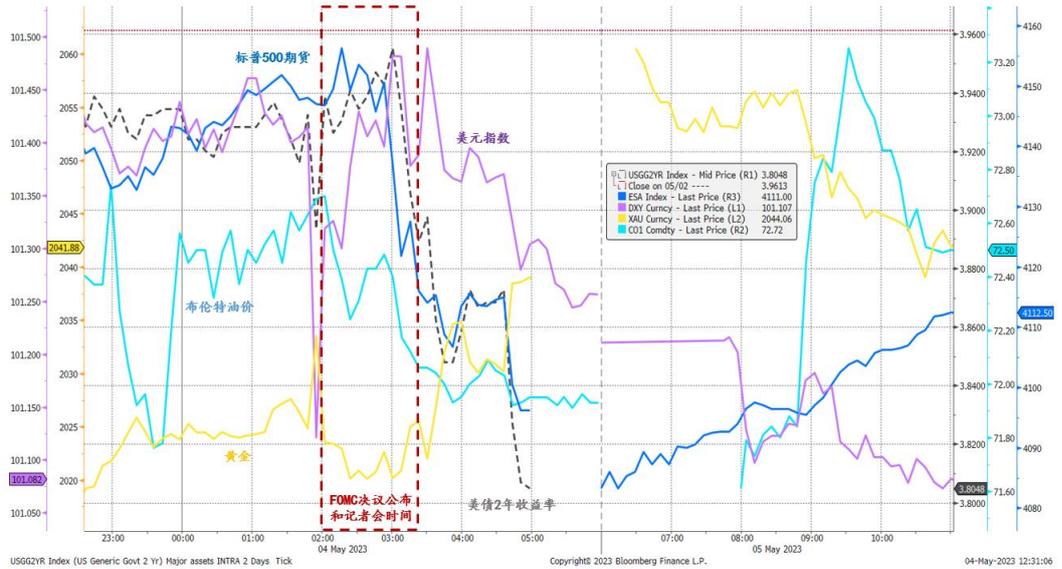
二、市场反应相对平淡

5 月 FOMC 加息 25bp 符合市场预期，而鲍威尔的记者会发言尽管表达了对于加息终点进一步接近的观点，但是其对于数据的强调以及对于市场降息预期的反驳也淡化了本次会议的鸽派信号。整体来看，主要资产价格在此期间(北京时间 5 月 4 日凌晨 2 点至 3 点左右)保持了相对稳定：标普 500 期货和布伦特油价小幅下行，金价和美元指数小幅走高，美债收益率大致震荡，而市场对于 6 月和 12 月的利率水平预期变动幅度也较小。尽管会议之后市场曾一度走出了避险交易的特征，但截至亚盘北京时间上午，这一交易走势又出现了部分逆转。站在稍长一点的视角，从近 30 日的价格变动来看，大类资产的表现是相对分化的，而大部分关键资产价格整体处于一个震荡行情。5 月 FOMC 会议可能并不足以改变这一局面。

¹ 鲍威尔认为“实际利率”大约等于“名义利率”减去“一年之后的通胀水平(大约为 3%)”；“实际利率”目前大约为 2%。

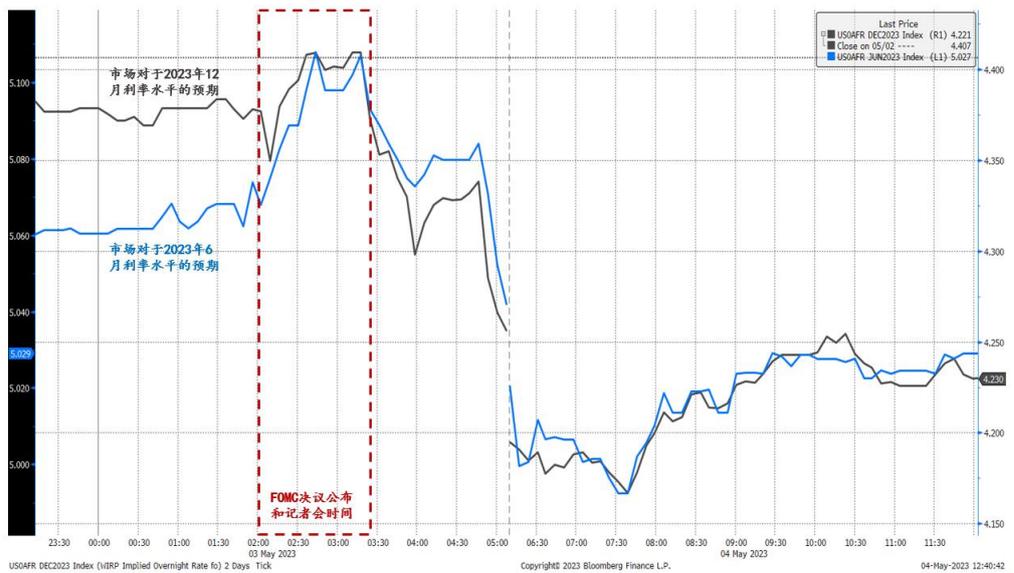
² 鲍威尔认为合意的名义薪资增速 = 生产力增速 + (合意的)通胀水平

图表 2. 大类资产在会议期间的表现



资料来源：彭博，中银证券

图表 3. 市场对于 6 月和 12 月利率水平的预期在会议期间的变动



资料来源：彭博，中银证券

风险提示：金融风险超预期，通胀韧性超预期。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371