

加息暂停后，寻找下一个超预期

2023 年 05 月 04 日

北京时间 5 月 4 日，美联储 5 月会议宣布加息 25BP，美国加息周期似乎毫无意外地行至尾声，资本市场亦波澜不惊。我们提示，短期内美国降息预期修正、欧元区加息不及预期和美元反弹、以及年末美国经济衰退带来非线性降息可能是海外市场未来的超预期所在。

➤ 5 月会议如预期加息 25BP，前瞻指引暗示未来加息或暂停。

货币政策前瞻指引的修改基本暗示了 6 月大概率暂停加息。

在 5 月加息 25BP 后，联邦基金利率目标区间来到了 5%-5.25%。文稿分析上，5 月会议声明与 3 月份基本一致，仅有一处明显改动。美联储将“委员会预计一些额外的政策紧缩是合适的，在决定未来加息幅度时，将考虑货币政策的累计紧缩效应”改成了“在决定额外紧缩是否合适时，将考虑货币政策的累计紧缩效应”。美联储删除了前瞻指引中关于“未来加息”的表述，释放了较强的暂停加息信号，这与 3 月份点阵图暗示的利率终点一致。

发布会中鲍威尔重申年内降息可能性较小，资本市场反应较为平淡。

发布会中，鲍威尔表示虽然本次会议有参会者讨论暂停加息，但并非在这个月暂停。他认为通胀回落的进程可能不像市场预期般顺利，年内降息的可能性不大。

不过，鲍威尔又指出，在经历了 500BP 加息和快速缩表，且银行业出现了一定动荡后，美联储应该观察一下货币紧缩的累计作用再作行动。

需要注意的是，市场与美联储在降息上的分歧存在已久。市场预期下半年美联储会降息 2-3 次，但美联储的口风一直是不降息。因此，鲍威尔在发布会的讲话既没有给出超过 3 月点阵图的信息，也不让市场感到意外。美债利率和美元指数在会议声明发布后小幅下挫，体现了对偏鸽派前瞻指引的反应；发布会开始后美债利率和美元指数有所回升，美股也回吐涨幅，但全日波动均不大。

➤ 加息周期暂缓后，海外市场的超预期在何处？

随着美联储加息周期接近尾声，以及海外银行业风波尚且可控，似乎海外市场将在平淡中等待新一轮宽松。我们认为，市场中仍有不少潜在的超预期机会。

第一个也是老生常谈的问题，市场的加息预期和美联储的指引如何收敛？

5 月会议前后，联邦基金期货隐含的加息预期没有发生明显的变化，均表示下半年美国或降息 2-3 次，与美联储 3 月会议点阵图（2023 年剩下时间维持利率在 5%-5.25% 区间）相距甚远。正如鲍威尔所说，市场预期和美联储指引背离的背后是双方对通胀回落的看法差异。

关于降息的时点，鲍威尔给出了两个相关线索。一个是核心通胀可能要显著稳定地向 2% 靠拢；第二是与 2% 通胀目标相符的工资增速在 3% 左右。当前美国核心 CPI 和核心 PCE 同比增速均呈现出较强的韧性；工资增速方面，无论是 ECI 和非农时薪同比都离 3% 有较大差距。近期非农时薪增速有明显的回落，但即使其未来维持 0.2% 的环比（低于近期平均水平），也要在年底才能回到 3%，若环比增速在 0.3% 甚至 0.4%，则不可能在 2023 年回到 3%。

也就是说，我们预计市场降息预期修正概率较高，甚至说，若 4、5 月就业和通胀数据较强，6 月份仍有加息 25BP 的可能。

第二，欧元区的加息路径是否如市场预期般“坚挺”？

当前市场预期欧央行将在 5、6、7 三个月分别加息 25BP，并将利率维持至年底。也就是说，相较于美国，欧元区从加息的“追赶者”变成了加息的“领先者”。这也是近期欧元表现强势，美元指数偏弱的主要原因。这一次美国降息预期的发酵与银行业风波有关，然而我们看到美国银行信贷投放并没有在银行业风波后显著降低，相反欧元区已经经历了近两年的“紧信用”。我们认为，欧洲增长动能很难在长时间的紧信用中维持，加息可能会不及预期，美元指数存在反弹风险。

第三，美国非线性的经济衰退可能会带来非线性的降息。

在报告《加息 25BP，美国“大宽松”未至》中我们提到，对于美联储来说，未来只有两个情况。一个是银行信贷条件因硅谷银行事件而显著收紧；另一种情况是，美国银行的信贷条件并没有持续性地收紧，美联储为应对通胀压力不得不超预期加息。两者均指向今年美国经济大概率是“紧信用”，经济衰退或不可避免。

当前美国银行体系信贷标准已大幅收紧，传导至实体经济可能在年末。若经济进入衰退且通胀快速下行，美联储要将利率快速降至均衡利率附近或以下，意味着降息进程并非线性。也就是说，届时美联储不会像市场预期一般每次会议降息 25BP，而是大概率效仿新冠疫情时期的操作，单次大额降息。

➤ 风险提示：美联储加息节奏超预期；美国地缘政治风险；美国通胀失控风险。



分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

分析师 谭浩弘

执业证书：S0100522100002

电话：18221912539

邮箱：tanhaohong@mszq.com

相关研究

1. 全球大类资产跟踪周报(2023 年第 17 期)：

国内外定价经济疲软-2023/05/03

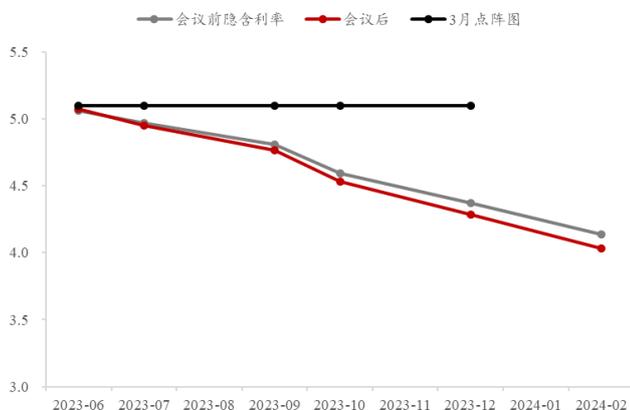
2. 流动性跟踪周报：银行与非银的大分歧-2023/05/02

3. 4 月政治局会议及 PMI 数据点评：二季度经济轮廓和政策风向-2023/05/01

4. 政策系列研究(五)：房地产税距离落地还有多远？-2023/04/27

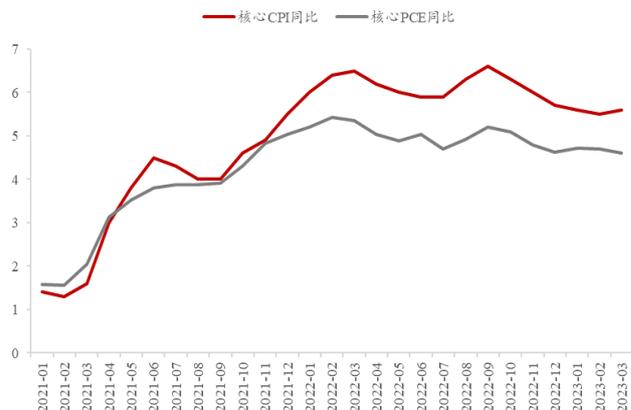
5. 政策研究系列(四)：十年回顾：4 月政治局会议的三种范式-2023/04/24

图1：联邦基金期货隐含加息预期（单位：%）



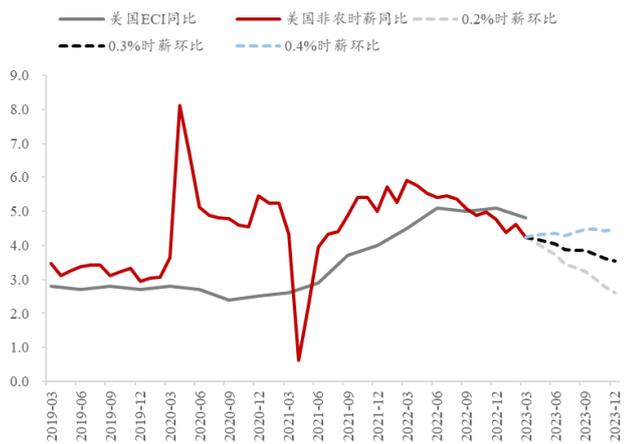
资料来源：Wind，民生证券研究院

图2：美国核心通胀韧性仍较强（单位：%）



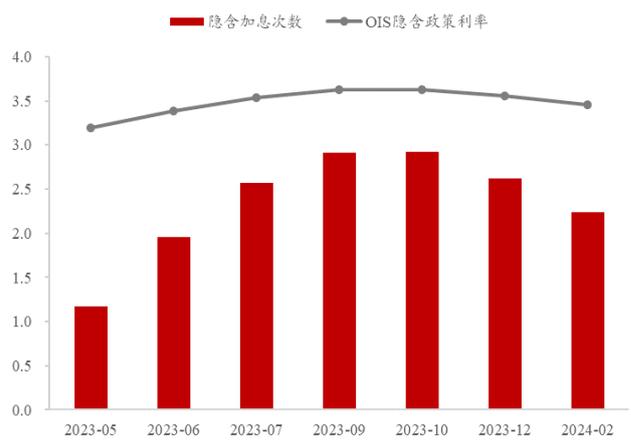
资料来源：Wind，民生证券研究院

图3：美国工资增速（单位：%）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图4：欧元区加息预期（单位：%）



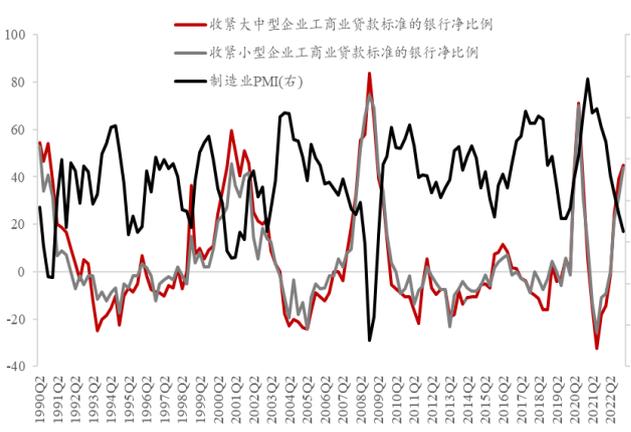
资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

图5：美国和欧元区银行信贷增速（单位：%）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图6：信贷收紧或带来经济衰退（单位：%）



资料来源：美联储，Wind，民生证券研究院

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026