

美联储无限接近暂停加息

——美联储4月FOMC点评

2023年5月4日

宏观经济 事件点评

分析师

康明怡 电话：021-25102911 邮箱：kangmy@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480519090001

事件：

美联储加息 25bp，联邦基金利率升至 5%~5.25%。

主要观点：

- 1、加息幅度符合预期，无限接近暂停加息。维持后续若高于 5.25%，衰退风险加大。
- 2、真正的挑战在于基数效应结束后是否有第二轮上涨或是长期处于平台期不再下降，市场不应对降息的时间点过于乐观。
- 3、通胀仍是第一决定因素，鲍威尔给出 3%是通胀与就业的权重平衡点。
- 4、美十债极限下限看到 2.7~2.85%，若无降息预期则在 3%~3.15%，正常波动范围维持 3.1%~3.65%，上限维持 3.8%~3.95%。
- 5、欧洲政策利率与通胀距离较大，加息必要性远高于美国，加之美国无限接近停止加息，美元将继续维持弱势。

美联储无限接近暂停加息。鲍威尔用大幅篇幅讲述通胀压力作为记者会开场，同时在记者问答环节中主动提及本次会议声明删减了“认为还需加息”的表述，以这种方式平衡暂停加息带来的“宽松”误解。本次加息得到了绝大多数委员的支持，有一部分官员提及了暂停加息，但并不是这次会议的主要议程。未来每次会议的加息政策将由经济数据决定，是不确定的，也不会以未来经济数据的预期来做利率决定。若未来通胀仍旧超预期，不排除继续加息；同时表明限制性的货币政策除加息以外，还有缩表和银行信贷收紧。

市场不应对降息的时间点过于乐观，就业重新回到平等权重需通胀稳定接近 3%。鲍威尔以去年为例表示通胀可能反复，需几个月的时间确定通胀的趋势性下降。在记者问答环节中，他认为当通胀降至 3%时，可以重新平衡通胀与就业的关系。我们从 2020 年疫情开始对本轮通胀周期的观点一直有二：一是通胀维持高位的时间比美联储预期的要长，二是通胀回落的幅度比美联储预期的要小。本轮通胀已脱离原油增长趋势，为 90 年代以来首次。一般而言，核心通胀与过去 24 个月 CPI 均值高度相关，因此有效回落需要更长时间。在薪资增速同比没有降至 4%以下前（现值 4.6%），服务类价格较难有效回落。通胀真正的挑战在于下半年基数效应结束后是否有第二轮上涨或是长期处于平台期不再下降。基于 70 年代的经验，政策利率必须维持高位一段时间以确保高通胀结束。期间必须要忍受一段时间经济数据的低迷，而不能迫于压力终止政策并迅速转向宽松，否则功亏一篑。因此，市场不应对降息的时间点过于乐观。同时在美国一季度 GDP 点评中，我们提及对第二轮通胀反弹的预期比之前略有降低，后期住宅分项见顶回落将有效对冲其余核心服务通胀压力，在总量上可压制同比反弹幅度。

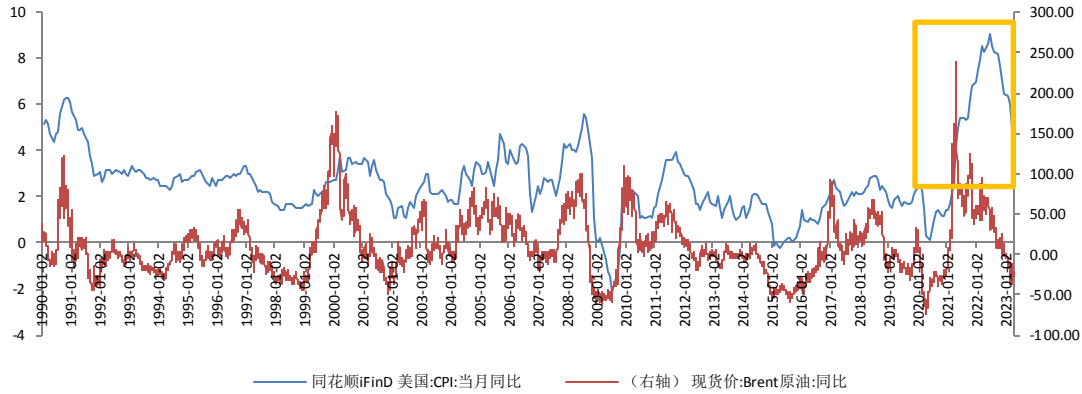
鲍威尔认为区域性银行风波暂告一段落，我们认为尚需时日。区域性银行经营模式较为单一同质，容易被金融波动传染，这在 80 年代初期的储贷危机以及 08 年后期均是如此。存款搬家对区域性银行的冲击较为相同。在市场对商业地产贷款仍有担忧，而存款利差持续存在时，仅通过私人银行收购较难平复市场的风险偏好收紧。但区域银行风险总规模远小于 08 年，属于一般经济衰退范畴。

市场方面，若无降息预期，美十债下限为 3%~3.15%，正常波动范围为 3.1%~3.65%，上限 3.8%~3.95%。若下半年出现降息预期，下限为 2.7~2.85%。最近两次加息后美十债利率均以下跌收盘，表明市场对利率水平的承受能力已开始降低。美股方面，一季度反弹基本验证，长期趋势仍保持中性。

美元继续弱势。从历史数据来看，正常周期中，政策利率不低于通胀才能起到遏制通胀的作用。即使考虑到目前宏观杠杆率远高于以往，两者也至少要接近。从这一角度来看，美联储基本完成加息进程，欧洲收紧货币政策的紧迫性显著高于美国，并且欧洲通胀在没有有效降低的前提下出现了反复迹象，因此欧洲央行目前的鹰派态度远甚于美联储是合理的。欧美货币政策距离将继续收窄，美元继续处于走弱趋势之中。

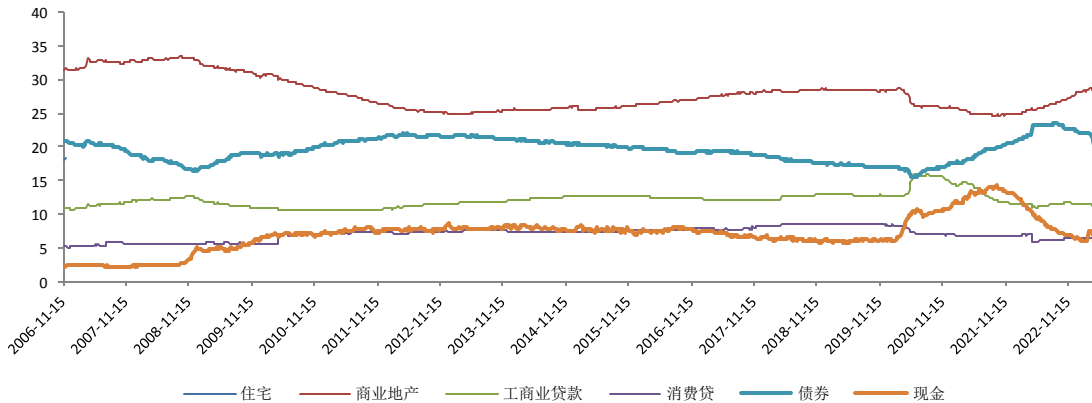
风险提示：海外通胀回落不及预期，海外经济衰退。

图1：本轮通胀大幅脱离原油价格为 90 年代以来首次，通胀下降须有耐心



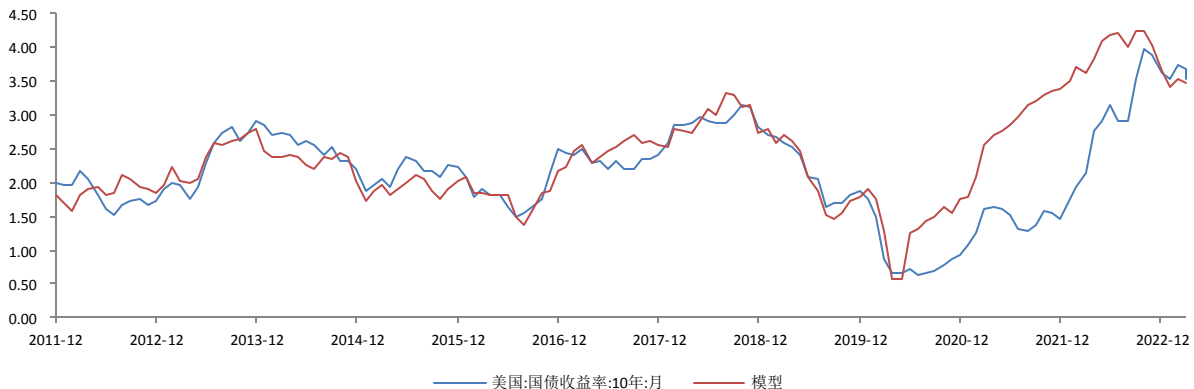
资料来源：iFinD, 东兴证券研究所

图2：美国小银行资产占比，现金占比止跌。



资料来源：iFinD, 东兴证券研究所

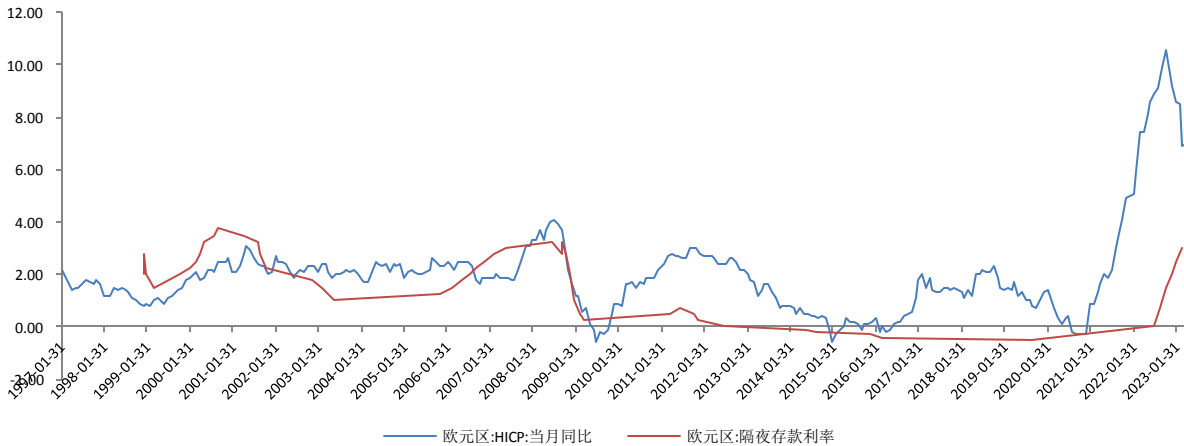
图3：美十债模型



资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图4: 美国通胀与政策利率重合


资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图5: 欧元区通胀与政策利率相距甚远


资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
宏观普通报告	宏观普通报告: 美国一季度 GDP 不及预期, 但消费强劲	2023-04-28
宏观普通报告	宏观普通报告: 美联储期待银行信用收紧缓解通胀	2023-03-23
宏观普通报告	宏观普通报告: 美国通胀回落趋势保持, 3月加息 0 或 25bp	2023-03-15
宏观普通报告	宏观普通报告: 非农仍有空间, SVB 对加息影响有限	2023-03-13
宏观普通报告	宏观普通报告: 美国通胀回落不及预期, 市场对加息终点预期略有升温	2023-02-15
宏观普通报告	宏观普通报告: 强劲非农不会影响利率终点	2023-02-06

报告类型	标题	日期
宏观普通报告	宏观普通报告：美联储如期加息 25bp，美十债中枢下移	2023-02-03
宏观普通报告	宏观普通报告：美国四季度 GDP 略超预期，美联储或加息 25bp	2023-01-30
宏观普通报告	宏观普通报告：美国非农再超预期，劳动力市场紧绷或持续半年	2023-01-13
宏观普通报告	宏观普通报告：美国非农再超预期，劳动力市场紧绷或持续半年	2023-01-09

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

康明怡

经济学博士。分别就读于武汉大学、清华大学和明尼苏达大学，博士期间曾在明尼苏达大学、美联储明尼阿波利斯分行从事多年教学和访问工作。2010 年开始执教于复旦大学经济学院 985 平台，上海浦江人才计划项目。2017 年加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：010-66554070
传真：010-66554008

电话：021-25102800
传真：021-25102881

电话：0755-83239601
传真：0755-23824526