



## 年内最后一次加息落地

## ——美联储 5 月议息会议点评

## 研究院 FICC 组

## 研究员

## 孙玉龙

✉ sunyulong@htfc.com

从业资格号: F3083038

投资咨询号: Z0016257

## 徐闻宇

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号: F0299877

投资咨询号: Z0011454

## 蔡劭立

✉ caishaoli@htfc.com

从业资格号: F3056198

投资咨询号: Z0015616

## 高聪

✉ gaocong@htfc.com

从业资格号: F3063338

投资咨询号: Z0016648

## 投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1289号

## 策略摘要

北京时间 5 月 4 日周四, 在美联储 FOMC 货币政策会议上, 美联储宣布了 2023 年的第三次加息, 加息 25bp 至 5%-5.25%, 符合市场预期, 预计是年内最后一次加息。我们提出在此情境下的投资策略供参考:

**建议短期关注加息向降息转换时期的投资策略。**研究发现该阶段下: (1) 加息周期结束利好风险资产, 尤其是股指, 中美经济预期的强弱决定两国股指的强弱; (2) 随着降息的临近 (衰退/风险倒逼降息), 风险资产普遍调整, 黄金表现分化; (3) 2008 年以后资产对货币政策的弹性显著增加。

**建议远端关注美联储降息周期超预期开启的投资策略。**研究发现该阶段下: (1) 从整个降息周期看, 股指、商品会面临不同程度压力, 政策应对方式造成节奏上的区别, 贵金属持续受益但系统性风险除外 (2008 年); (2) 需求因素主导整体商品震荡调整, 板块间不存在统一的强弱逻辑; (3) 供给因将获得较强的支撑。

## 核心内容

### ■ 事件

北京时间 5 月 4 日周四，在美联储 FOMC 货币政策会议上，美联储宣布了 2023 年的第三次加息，加息 25bp 至 5%-5.25%，符合市场预期。

### ■ 会议要点

会议声明要点如下：一、将基准利率上调至 5%-5.25% 区间，同时，将贴现率从 5% 上调至 5.25%；二、（多次重申）将把 FOMC（本轮加息周期以来）数次紧缩以及传导机制的滞后性纳入（决策）考量；三、维持缩表（即减持美国国债和抵押贷款支持证券/MBS）进度不变；四、信贷条件收紧所造成的影响的深度具有不确定性，可能会拖累（银行业/美国经济）活动；五、重申美国银行系统是健康的，具有韧性；六、美国通胀偏高，高度留意那些通胀风险；七、经济活动在一季度温和扩张，最近数月的就业人口增幅是稳健的。

会后鲍威尔新闻发布会要点：一、讨论暂停加息的可能性，但如果通胀仍然偏高，则不会降息，通胀前景暂不支持降息；二、债务上限对前景构成风险，就美国爆发债务违约的风险而言，任何人都应当假设美联储能保护美国经济，也不应当认为美联储能捍卫美国的信誉；三、劳动力市场存在大量过剩需求，薪资增速高于 2% 这一通胀目标。

### ■ 会议点评

利率指引删除“增加额外紧缩”的措辞，预示本次加息为年内最后一次。5 月美联储继续加息“25BP”至 5-5.25%，但暗示此后将暂停加息，预示这将是年内最后一次加息。在这一阶段，宏观环境将继续处在利率紧缩带来的累计影响上——经济增长的放缓和金融风险的上升。为实现货币政策的目标，维系美联储的货币信用，前方需求的回落是必然的，对于商品需求的展望仍维持负面。

高度关注信贷环境收紧对经济的滞后负面影响。银行业压力的上升通过收紧家庭和企业信贷条件的方式对经济活动和通胀形成影响，美联储对于这种影响程度的重视度进一步提升。虽然鲍威尔在新闻发布会上称银行系统相对健康，但是我们认为在美国收益率曲线自去年 7 月倒挂至今的累计影响仍将持续发酵，“紧信用”已经是必然，未来宏观需求的回落趋势确定。

就业市场降温和金融风险上升促使美联储逐步转向。美国 4 月消费者信心指数创九个月新低；就业市场呈现降温迹象，持续申领救济人数大增；3 月 PPI 同比仅 2.7% 创 27 个月最低，并低于预期的 3%，能源价格高位回落对于 PPI 的拖累较为明显；此前公布的 CPI 同比亦低于预期和前值，但核心 CPI 反弹且高于预期。通胀中枢下移为美联储放缓

加息节奏创造客观条件，就业市场的韧性减弱和银行业风波凸显金融风险促使美联储逐步转向。

## ■ 行情分析

5月利率决议公布后，主要资产大幅波动，股指先涨后跌，利率大幅下行，与3月利率决议公布后的走势如出一辙。道指收跌-0.8%，标普500收跌0.7%，纳指收跌0.46%；美债利率跳水，10Y收跌至3.432%，2Y收跌至3.982%；美元指数跌0.6%，伦敦金现涨2.09%；布伦特原油期货跌4.9%，WTI原油期货跌2.92%。5月议息会议释放的信号进一步鸽派，对于贵金属和美债的提振较明显，但股指和部分商品仍受衰退预期升温的抑制。

近一个月，恐慌指数下行，贵金属和原油领涨，风险偏好改善明显。4月份，恐慌指数下降，原油价格回升。具体来看，土耳其10Y利率、日本10Y利率、Wind软商品、WTI原油、英国10Y利率、COMEX白银领涨；VIX、Wind煤焦钢矿、马来毛棕榈油、Wind化工、Wind油脂油料、LME铜跌幅居前。推动风险偏好回升的力量来自于加息预期降温的同时美国经济呈现阶段改善的迹象。

考虑到未来极大概率步入加息向降息转换的过渡期，故我们回溯了美联储货币政策平台期（从加息转为降息期间）的资产表现，选取历史上美联储最后一次加息结束到第一次降息期间的历史数据，研究发现：（1）加息周期结束利好风险资产，尤其是股指，中美经济预期的强弱决定两国股指的强弱；（2）随着降息的临近（衰退/风险倒逼降息），风险资产普遍调整，黄金表现分化；（3）2008年以后资产对货币政策的弹性显著增加。

不排除衰退预期进一步发酵之下，美联储降息周期超预期开启，故我们也回溯了美联储降息周期下的资产表现，选取近四轮美联储第一次降息到最后一次降息的时段，研究发现：（1）从整个降息周期看，股指、商品会面临不同程度压力，政策应对方式造成节奏上的区别，贵金属持续受益但系统性风险除外（2008年）；（2）需求因素主导整体商品震荡调整，板块间不存在统一的强弱逻辑；（3）供给因将获得较强的支撑。

## ■ 风险

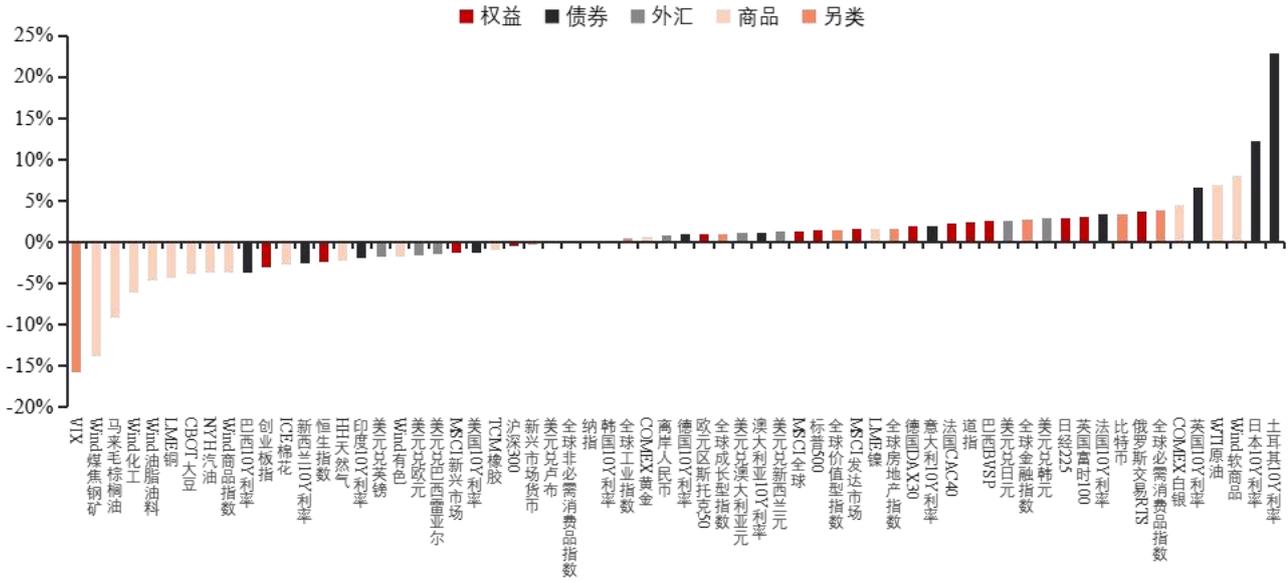
**美元反弹；加息预期再升温；银行业风险加大**

表 1： 近几次重要 FOMC 议息会议摘要

	2023 年 5 月会议	2023 年 3 月会议	2023 年 2 月会议	2022 年 12 月会议
经济活动	经济活动在一季度温和扩张，最近数月的就业人口增幅是稳健的。信贷条件收紧所造成的影响的深度具有不确定性，可能会拖累（银行业/美国经济）活动。	失业率保持低位，就业增长势头强劲，劳动力市场（的供需关系）仍然“极端紧俏”。薪资增速表现出放缓迹象，劳动力需求大幅超过工人供应。	失业率保持低位，就业增长势头强劲，劳动力市场（的供需关系）仍然“极端紧俏”。JOLTS 职位空缺数据“可能是一个重要的就业指标”。	当前中性的失业率偏高，但失业率上升并不意味着劳动力市场走软，美国存在一个结构性的劳动力供应短缺，在平均小时薪资增幅放缓方面，没有看到太多的进展
通胀	通胀已经在一定程度上放缓，但仍然偏高，高度留意那些通胀风险。	通胀已经在一定程度上放缓，但仍然偏高，远高于 2% 的既定目标	通胀已经在一定程度上放缓，但仍然偏高。	通胀仍然偏高，这在一定程度上体现出（供需）失衡问题。
对后续经济和通胀的观点	劳动力市场存在大量过剩需求，薪资增速高于 2% 这一通胀目标。	调低短期经济预期，调高长期经济预期，调高通胀预期，通胀仍将持续保持韧性。	存在可以让通胀降至 2%，同时不会出现经济大幅衰退的路径，美国经济仍可能软着陆。	经济预期概要（SEP）中，美联储对美国 GDP 的预期不符合爆发经济衰退的标准。
利率和购债规模	委员会决定将联邦基金利率的目标区间上调至 5% 至 5.25%，如有必要，美联储将暂停加息。将继续按原定计划削减所持美国国债和抵押贷款支持证券（MBS）。	委员会决定将联邦基金利率的目标区间上调至 4.75% 至 5%，如有必要，美联储将超预期加息。将继续按原定计划削减所持美国国债和抵押贷款支持证券（MBS）。	委员会决定将联邦基金利率的目标区间上调至 4.5% 至 4.75%，正在讨论再加息几次至限制性水平，之后就暂停。将继续按原定计划削减所持美国国债和抵押贷款支持证券（MBS）。	委员会决定将联邦基金利率的目标区间上调至 4.25% 至 4.5%，认为需要继续加息直至（对美国经济）具有“实质性的限制性”。在 2023 年开始后仍将继续加息，使得中位利率预期将进一步达到 5.1% 的峰值，之后，加息周期才会与高通胀的苦战取得胜利后暂告一段落。将继续按原定计划削减所持美国国债和抵押贷款支持证券（MBS）。

资料来源：Wind 纽约联储 华泰期货研究院

图 1： 近一月全球大类资产表现



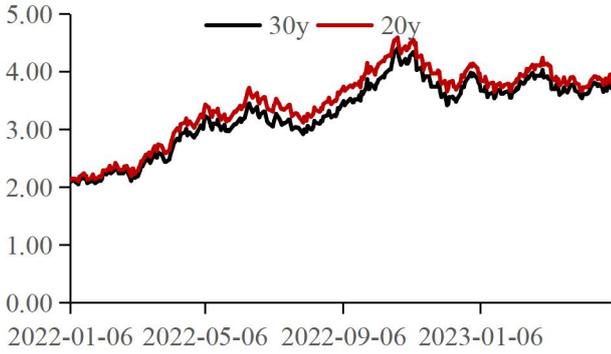
数据来源： Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图 2： 近一月全球大类资产量价观察



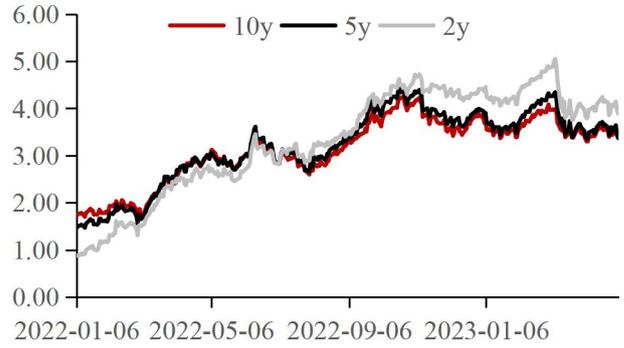
数据来源： Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图3：长债利率走势 | 单位：%



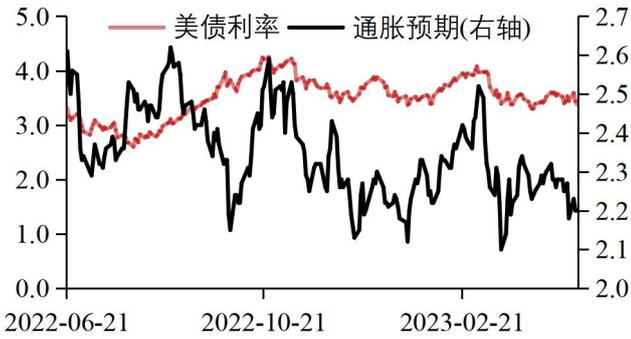
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图4：短中债利率走势 | 单位：%



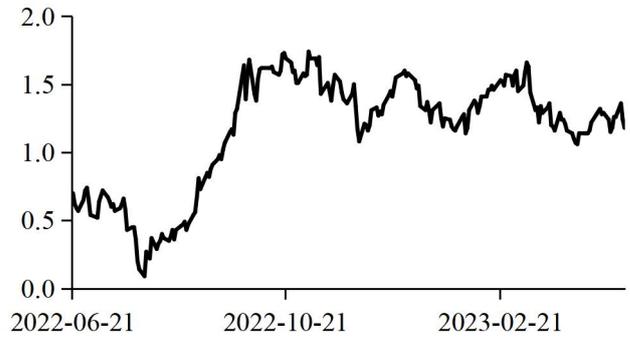
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图5：名义利率与通胀预期 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图6：实际利率 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图7：加息引发利差持续倒挂 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图8：就业和房价的韧性 | 单位：%



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 9： 美国 CPI 各分项环比热力图 | 单位： %

指标名称	2023-03	2023-02	2023-01	2022-12	2022-11	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05	2022-04	2022-03
CPI	0.10	0.40	0.50	0.10	0.20	0.50	0.40	0.20	0.00	1.20	0.90	0.40	1.00
核心CPI	0.40	0.50	0.40	0.40	0.30	0.30	0.60	0.60	0.30	0.60	0.60	0.50	0.30
能源	-3.50	-0.60	2.00	-3.10	-1.40	1.70	-1.70	-3.90	-4.70	6.90	3.40	-1.00	8.20
食品与饮料	0.00	0.30	0.50	0.50	0.60	0.70	0.70	0.80	1.00	1.00	1.10	0.80	0.90
住宅	0.30	0.50	0.80	0.70	0.50	0.60	0.70	0.80	0.50	0.80	0.80	0.60	0.70
服装	0.30	0.80	0.80	0.20	0.10	-0.20	0.00	0.30	-0.10	0.70	0.40	-0.10	0.30
交通运输	-0.50	0.20	0.40	-1.60	-0.70	0.70	-0.40	-1.60	-2.30	3.30	1.80	-0.10	2.80
医疗保健	-0.30	-0.50	-0.40	0.30	-0.40	-0.30	0.70	0.60	0.40	0.60	0.40	0.40	0.50
娱乐	0.10	0.90	0.50	0.20	0.50	0.80	0.10	0.30	0.40	0.30	0.40	0.40	0.20
教育与通信	0.20	0.10	0.40	0.10	0.70	0.00	0.10	0.10	-0.10	0.10	-0.10	-0.10	-0.20
其他商品与服务	0.50	0.90	0.60	-0.10	0.70	0.50	0.30	0.70	0.40	0.50	0.50	0.40	0.50

数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 10： 美国经济月度热力图 | 单位： %

指标名称	单位	2023/03	2023/02	2023/01	2022/12	2022/11	2022/10	2022/09	2022/08	2022/07	2022/06	2022/05	2022/04	2022/03
GDP:不变价:同比	%					0.9			1.9			1.8		3.7
Markit制造业PMI	%	49.2	47.3	46.9	46.2	47.7	50.4	52.0	51.5	52.2	52.7	57.0	59.2	58.8
投资 全部制造业:新增订单:当月同比	%		2.7	-0.8	2.8	1.8	5.7	6.5	6.8	7.7	9.5	9.2	9.8	8.9
成屋+新建住房销售	万套		1,098	1,033	1,025	994	1,033	1,018	1,123	1,031	1,084	1,176	1,176	1,276
新增非农就业人数	万人	23.6	31.1	51.7	22.3	26.3	26.1	26.3	31.5	52.8	37.2	39.0	42.8	43.1
就业 失业率	%	3.5	3.6	3.4	3.5	3.6	3.7	3.5	3.7	3.5	3.6	3.6	3.6	3.6
非农职位空缺数	万人		993	1,056	1,123	1,075	1,047	1,085	1,020	1,138	1,096	1,144	1,176	1,203
CPI:当月同比	%	5.0	6.0	6.4	6.5	7.1	7.7	8.2	8.3	8.5	9.1	8.6	8.3	8.5
消费 零售和食品服务销售额:同比	%	3.1	6.1	8.0	5.2	6.0	7.9	9.1	11.0	8.5	9.4	9.4	8.3	7.4
个人可支配收入:同比	%		8.5	8.5	4.5	4.2	4.0	3.5	1.9	1.5	2.0	1.4	-1.5	-16.3
个人消费支出:同比	%		7.6	8.2	7.4	7.1	7.9	8.5	8.7	8.7	9.3	9.3	8.9	9.2
财政 财政收入:同比	%	-0.6	-9.6	-3.8	-6.5	-10.4	12.2	6.1	13.2	2.8	2.6	-16.1	96.7	17.8
财政支出:同比	%	36.1	3.6	40.3	6.3	6.0	-9.5	74.9	19.2	-14.8	-11.8	-23.6	-16.5	-45.2
贸易 出口金额:同比	%		8.1	13.5	7.1	10.5	13.6	22.5	21.5	22.0	22.3	21.5	21.7	17.6
进口金额:同比	%		0.7	3.8	1.6	2.1	13.5	14.4	13.8	16.8	20.0	23.1	23.9	27.2

数据来源：Wind 华泰期货研究院

表 2： 2007 年至今美联储资产负债表和各类资产的相关性 | 单位：%

	美元指数	纳指	沪深 300	CRB 综指	10Y 中债利率	10Y 美债利率
纳指	0.503864	1				
沪深 300	0.155775	0.697077	1			
CRB 综指	-0.32079	0.426803	0.593739	1		
10Y 中债利率	-0.67326	-0.47028	-0.33303	0.332823	1	
10Y 美债利率	-0.3375	-0.6707	-0.56828	-0.52562	0.618534	1
美联储资产负债表规模	0.434983	0.903195	0.684515	0.567008	-0.49639	-0.84967

资料来源：Wind 华泰期货研究院

图 11： 代表衰退计价的美债 10Y-2Y 和 10Y-3M 利差持续处于低位震荡状态 | 单位：%



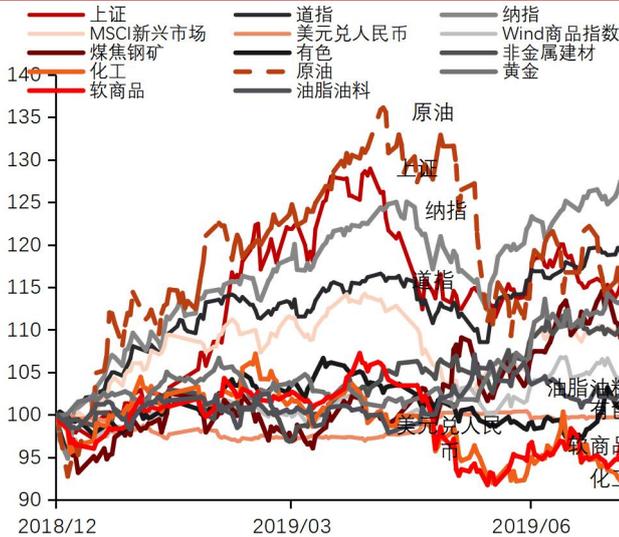
数据来源：Wind 华泰期货研究院

表 3： 美国往轮衰退周期下大类资产表现 | 单位：%

	美元指数	纳指	道指	10Y 美债利率绝对变化	CRB 综合	CRB 食品	CRB 油脂	CRB 家畜	CRB 金属	CRB 工业原料	CRB 纺织品	黄金	原油
2020/1-2020/4	1.70%	-13.84%	-2.86%	-0.87	-12.60%	-15.97%	-13.36%	-17.38%	-15.37%	-10.20%	-3.56%	7.48%	-56.41%
2014/10-2015/3	13.22%	2.22%	5.83%	-0.41	-9.57%	-12.85%	-17.31%	-19.06%	-17.21%	-7.23%	0.90%	1.95%	-35.71%
2011/12-2012/7	3.23%	7.00%	13.08%	-0.36	0.09%	5.58%	2.46%	6.49%	-5.92%	-3.54%	-7.29%	2.75%	-1.60%
2008/7-2008/12	10.89%	-22.87%	-32.19%	-1.74	-31.47%	-29.33%	-47.33%	-43.46%	-49.27%	-32.80%	-9.29%	-5.77%	-52.90%
1997/10-1998/12	-1.54%	23.37%	37.59%	-1.19	-21.05%	-21.29%	-21.17%	-34.52%	-25.57%	-20.87%	-12.05%	-7.69%	-47.40%
1989/5-1999/1/1	-20.45%	10.33%	-7.17%	-0.57	-8.72%	-8.29%	-9.78%	1.31%	-21.36%	-10.74%	1.39%	1.16%	13.72%
1980/11-1982/2	24.35%	-17.01%	-13.80%	1.31	-16.49%	-16.66%	-14.35%	-5.55%	-18.71%	-15.88%	-14.73%	-41.49%	-1.61%
平均涨跌幅	4.49%	-1.54%	0.07%	-0.55	-14.26%	-14.12%	-17.26%	-16.02%	-21.92%	-14.47%	-6.37%	-5.94%	-25.99%
上涨概率	71.43%	57.14%	42.86%	14.29%	14.29%	14.29%	14.29%	28.57%	0.00%	0.00%	28.57%	57.14%	14.29%

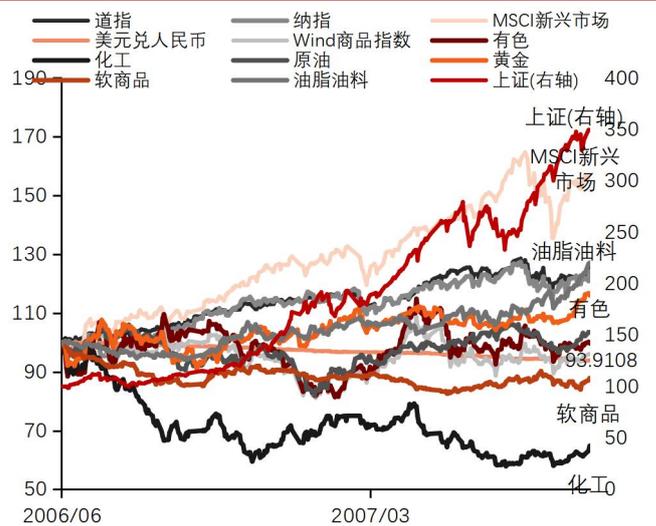
资料来源：Wind 华泰期货研究院

图 12： 2018/12-2019/8 美联储从加息转为降息期间



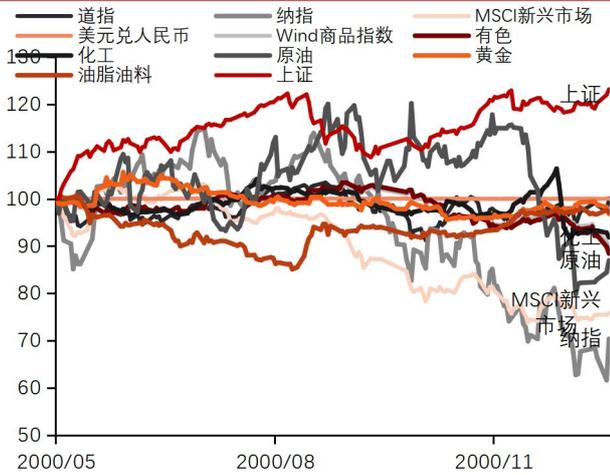
数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图 13： 2006/6-2007/9 美联储从加息转为降息期间



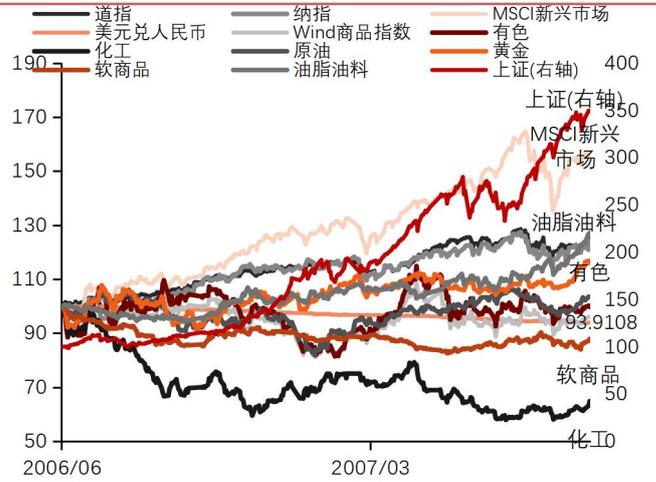
数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图 14: 2000/5-2001/1 美联储从加息转为降息期间



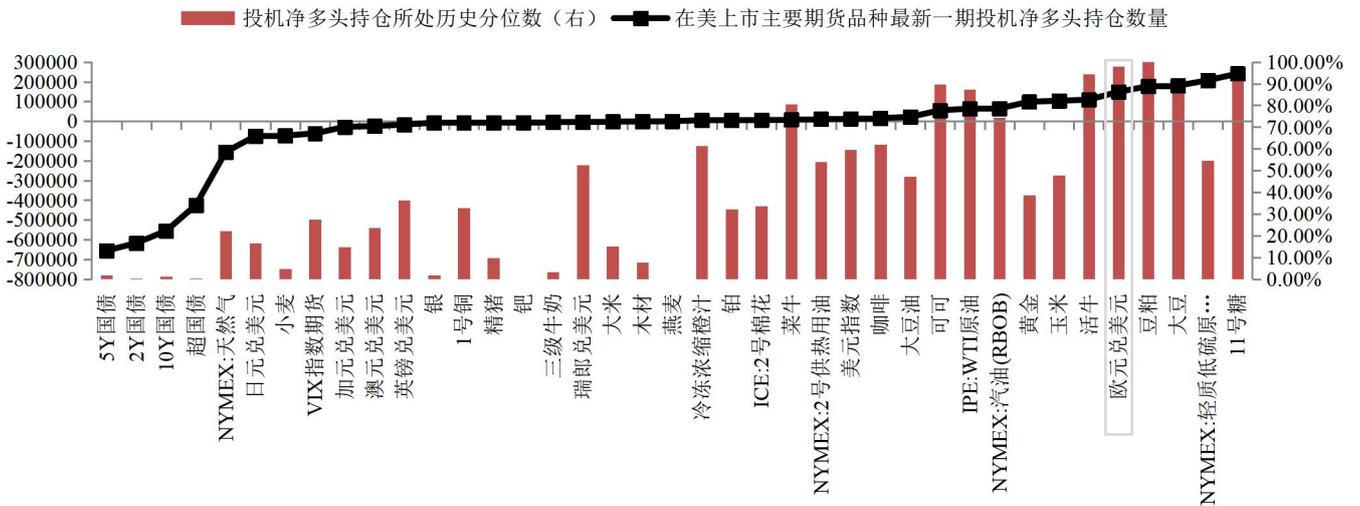
数据来源: Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图 15: 1995/2-1995/7 美联储从加息转为降息期间



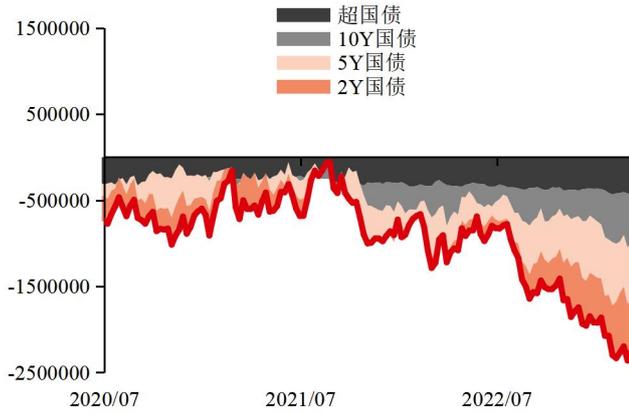
数据来源: Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图 16: 在美上市主要期货品种净多持仓情况



数据来源: Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图 17: 美国国债期货投机净多头持仓 | 单位: 张



数据来源: Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图 18: 美元指数与非商业净多头



数据来源: Bloomberg Wind 华泰期货研究院

## 免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

## 公司总部

广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com