

实际利率即将转正，加息周期或已见顶

——2023 年 5 月美联储议息会议点评

美东时间 5 月 3 日，美联储在 5 月议息会议后宣布加息 25bp，将联邦基金利率区间提升至 5.0-5.25%，缩表上限按计划维持每月 950 亿美元。美联储对经济“软着陆”仍有信心，加息立场进一步软化，并表示将持续关注银行信贷收紧对经济的影响。

一、经济：始终乐观

会议声明表示，一季度美国经济处于温和扩张状态。2023 年一季度美国 GDP 环比折年率初值录得 1.1%，大幅低于市场预期的 2.0%，但消费分项环比拉动达到 2.6pct。鲍威尔在发布会上坚称“这次不一样”（**this time is really different**），强劲的劳动力市场可能让美国经济免于衰退。

从美联储“双目标”看，就业延续了 3 月“就业持续多月增长强劲，失业率维持低位”的表述，通胀表述则由 3 月的“通胀仍处高位”软化为 5 月的“高度关注通胀风险”。鲍威尔在发布会上表示，2021 年 6 月以来通胀多次反弹，所以仍需要几个月去确认政策力度已经足够。就业方面，失业率维持低位（3.5%），一季度每月平均新增非农就业仍在 30 万人以上，1 个求职者仍对应着 1.6 个就业岗位，劳动力市场总体仍然强劲。

二、政策：加息立场进一步软化

美联储加息 25bp 符合市场预期。随着通胀水平快速回落，美联储加息立场进一步软化。议息会议声明中的表述由 3 月的“一些增量巩固性政策将是适当的”软化为 5 月的“将确定多大力度的增量巩固性政策是适当的”。鲍威尔在发布会上表示，政策利率是否达到紧缩水平仍处持续评估之中（ongoing assessment），但已接近该水平。前瞻地看，美联储在利率路径上与市场仍有分歧。市场普遍认为下半年美联储将开启

降息，但鲍威尔在发布会上再次表态暂不考虑降息，并重申货币政策的目标是让通胀回落至 2% 的水平，不会接受 3% 或者其他目标。

美联储对平息近期金融风险仍然充满信心，但高度关注信贷收紧的影响。会议声明延续了美国银行系统仍然稳健且有韧性（sound and resilient）的表述。鲍威尔在发布会上重申近期银行业风险问题本质上是监管问题（而非宏观问题），表示 3 月以来的银行业危机局限在 3 家中大型银行，随着第一共和银行被收购，危机已经基本平息。但信贷收紧确实在持续，且暂时无法确认会对经济造成何种影响。

缩表方面，方案仍无变动，每月缩表上限仍为 \$600 亿国债和 \$350 亿 MBS，银行业危机阶段性缓解后美联储资产负债表重回收缩。硅谷银行问题爆发以来，受 BTFP、其他延展工具和贴现窗口三大紧急救助工具扩张影响，美联储一度累计扩表近 4,000 亿美元，相当于去年 6 月后缩表规模的 2/3。之后的 5 周美联储已累计缩表 1,710 亿美元，重回收缩。

三、市场：美元流动性宽松

美元流动性平衡。当前境内美元短期流动性平衡，中长期交投清淡。价格方面，短期因加息因素有不同程度上调，3 个月以上长期限资金价格基本保持不变，根据 5 月 4 日银行间美元拆借加权成交利率，隔夜 5.11%，1w 5.16%，2w 5.21%，1m 5.28%，3m 5.35%，6m 5.45%。

四、前瞻：实际利率即将转正，加息周期或已见顶

5 月议息会议后美联储政策利率区间来到 5.0-5.25%，当前 CPI 通胀水平亦在 5% 附近，美国实际利率即将由负转正。与此同时，尽管银行业危机仍在可控范围内，但信贷收紧对经济的影响仍不确定。实际利率转正叠加信贷持续收紧或令美国经济进一步承压，在此背景下 6 月议息会议进一步加息的概率已然不大。

(评论员：谭卓 张巧栩 王天程 李芸)

表 1：美联储议息会议声明文本对比

类型	2023 年 3 月 23 日	2023 年 3 月 23 日
经济表现	一季度经济温和扩张。	支出和生产温和增长。
	就业持续多月增长强劲，失业率维持低位。	就业持续多月增长强劲，失业率维持低位。
	信用条件收紧可能令经济承压，幅度尚不确定，银行系统仍然安全有韧性。 委员会持续高度关注通胀风险。	近期的金融风险问题造成了信用条件收紧，幅度尚不确定，银行系统仍然安全有韧性。 通胀仍处高位。
货币政策	委员会坚定致力于将通胀率恢复到 2% 的目标。	委员会坚定致力于将通胀率恢复到 2% 的目标。
	委员会决定将联邦基金利率的目标范围提高到 5.0 至 5.25%。	委员会决定将联邦基金利率的目标范围提高到 4.75 至 5.0%。
	为确定多大力度的“增量巩固性政策”是适当的，委员会将考虑货币政策的累计紧缩效果、货币政策的滞后性、经济和金融情况的后续发展。	委员会预计，“一些增量巩固性政策”将是适当的。在确定未来加息速度时，委员会将考虑货币政策的累计紧缩效果、货币政策的滞后性、经济和金融情况的后续发展。
	委员会将继续减少其持有的国债、机构债务和 MBS。	委员会将继续减少其持有的国债、机构债务和 MBS。
投票情况	全票通过。	全票通过。

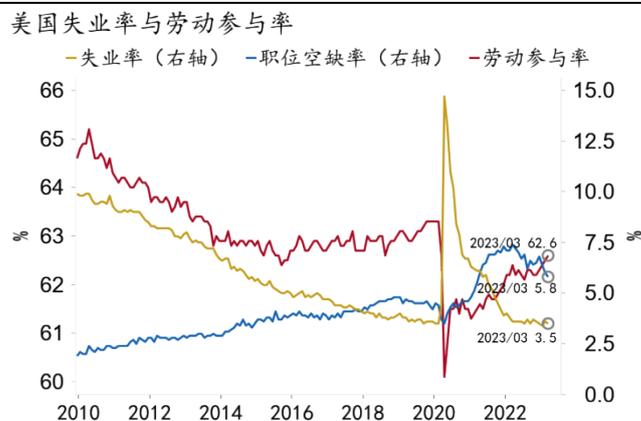
资料来源：美联储、招商银行研究院

图 1：美国通胀快速回落



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

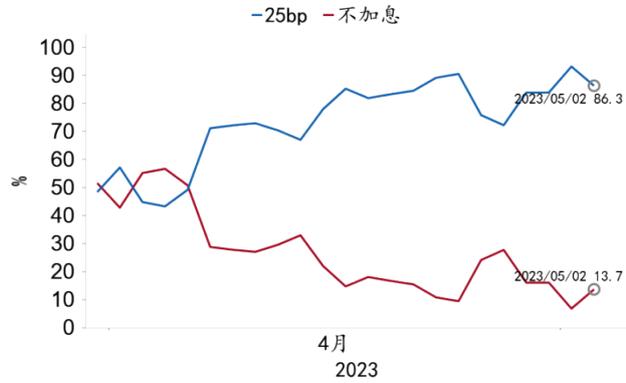
图 2：劳动力市场仍然强劲



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 3: 议息会议前市场预期加息 25bp

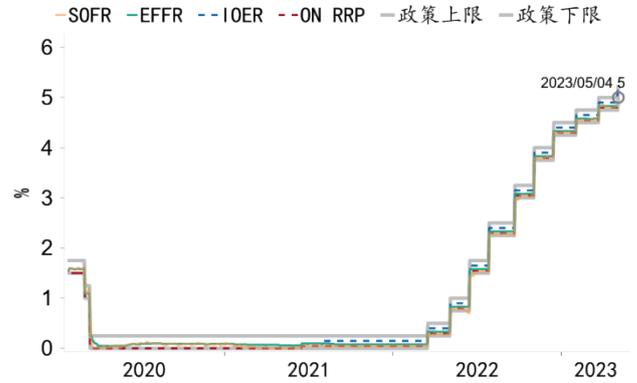
美联储5月议息会议加息概率



资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图 4: 2022 年 3 月至今累计加息已达 500bp

美联储利率操作框架



资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图 5: 美国商业银行信贷供给持续收紧

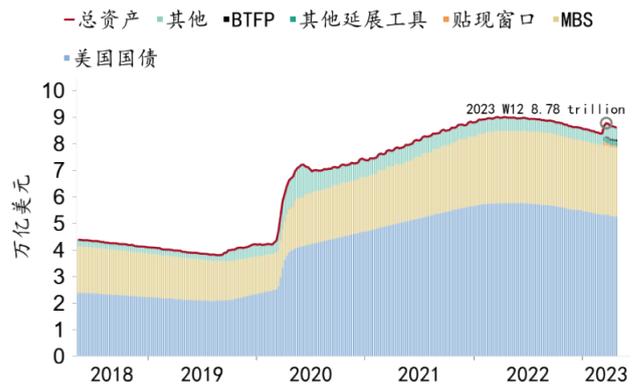
美国商业银行信贷供给同比增速



资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图 6: 美联储资产负债表重回收缩

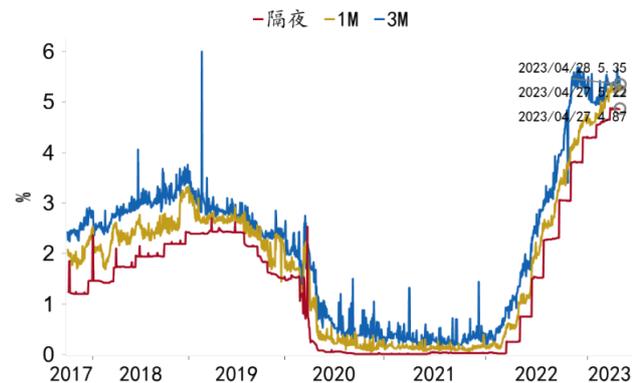
美联储总资产及拆分



资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图 7: 境内美元市场期限利率顶部震荡

境内银行间美元市场利率



资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图 8: 美国实际利率转正

美国实际利率



资料来源: Macrobond、招商银行研究院