

宏观数据点评

利率进入高位平台期——美联储5月议息会议点评

2023 年 05 月 05 日

【事项】

- ◆ 美国东部时间 2023 年 5 月 3 日，美国联邦公开市场委员会（FOMC）公布最新利率决议，将基准利率上调 25 个基点至 5.00%-5.25% 区间。

【评论】

- ◆ **美联储表态边际转鸽。**声明文件措辞转鸽，短期加息倾向减弱。与 3 月份的声明相比，一方面，删去“一些额外的政策紧缩可能是适当的”等表述，转而强调额外的政策紧缩程度影响经济活动和通货膨胀的滞后性，以及经济和金融事态发展，表明美联储不倾向于再次加息。
- ◆ **利率顶点或已至。**根据 CME（芝商所）Fedwatch Tool 测算，利率期货市场隐含 6 月政策利率保持不变的概率在九成以上，不存在进一步加息的概率的可能。
- ◆ **衰退预期升温和金融风险扩散迫使加息提前刹车。**一方面，当前美国 1 年期国债收益率和 10 年期国债收益率深度倒挂，在银行普遍“短借长贷”背景下，收益率倒挂将导致银行业利润受损，短期金融风险仍大。另一方面，美国一季度 GDP 增长数据不及预期，同时制造业 PMI 长期处于收缩区间，经济下行趋势基本确定。
- ◆ **核心 PCE（个人消费支出平减指数）下行偏缓，抗通胀任重道远，美联储货币政策短期较难“急转弯”。**近期通胀水平回落主要受到原油、食品价格回落影响，而服务价格仍居高不下，工资—物价螺旋式上行或将导致通货膨胀具有粘性。预计通胀高企背景下，短期降息概率不大，美联储更可能采取投放流动性等替代政策，聚焦于化解银行业风险。

【风险提示】

- ◆ 美国资本市场风险
- ◆ 全球通胀超预期



东方财富证券研究所

证券分析师：曲一平

证书编号：S1160522060001

联系人：陈然

电话：18811464006

相关研究

《国内外通胀分化，上游制造业利润承压——3 月工业企业利润数据点评》

2022. 04. 28

《增长动能由供给端向需求端切换——3 月经济增长数据点评》

2023. 04. 19

《通胀水平偏低，政策发力空间充足——3 月物价数据点评》

2023. 04. 12

《经济复苏趋势未变——3 月 PMI 数据点评》

2023. 04. 06

1. 美联储表态边际转鸽，利率顶点或已至

声明文件措辞转鸽，短期加息倾向减弱。与 3 月份的声明相比，一方面，删去“一些额外的政策紧缩可能是适当的（some additional policy firming may be appropriate）”和“足够限制性的货币政策（monetary policy that is sufficiently restrictive）”等表述，转而强调“在确定额外的政策紧缩程度可能适合使通货膨胀随时间回到 2% 时，委员会将考虑货币政策的累积收紧、货币政策影响经济活动和通货膨胀的滞后性，以及经济和金融事态发展”，表明美联储不倾向于再次加息。

利率顶点或已至，降息时间点预计在下半年。根据 CME Fedwatch Tool 测算，利率期货市场 5 月 4 日隐含 6 月加息保持 5%-5.25% 利率不变的概率为 95%，降息 25 个 BP 至 4.75%-5% 的概率为 5%，进一步加息的概率为 0。

图表 1：市场预期后续进一步加息概率较低（数据截取时间为 2023 年 5 月 4 日）

会议时间	175-200	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525
6/14/2023				0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	5.00%	95.00%
7/26/2023												2.50%	50.80%	46.70%
9/20/2023	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	1.80%	37.70%	47.80%	12.60%
11/1/2023	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	1.60%	33.50%	46.60%	16.80%	1.50%
12/13/2023	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	2.40%	33.80%	45.80%	16.40%	1.50%	0.00%
1/31/2024	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.10%	3.20%	34.10%	45.20%	16.00%	1.40%	0.00%	0.00%
3/20/2024	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.30%	5.60%	35.00%	42.80%	14.90%	1.30%	0.00%	0.00%	0.00%
5/1/2024	0.00%	0.00%	0.00%	0.10%	1.80%	14.00%	37.20%	34.90%	11.00%	0.90%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
6/19/2024	0.00%	0.00%	0.10%	1.10%	9.00%	27.70%	35.80%	20.80%	5.10%	0.40%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
7/31/2024	0.00%	0.10%	0.90%	7.60%	24.20%	34.30%	23.60%	8.00%	1.20%	0.10%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
9/25/2024	0.50%	4.00%	15.20%	28.90%	29.40%	16.40%	4.90%	0.70%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
11/6/2024	0.00%	0.30%	3.10%	12.30%	25.30%	29.30%	19.80%	7.90%	1.80%	0.20%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

资料来源：CME FedWatch，东方财富证券研究所

2. 衰退预期升温和金融风险扩散迫使加息提前刹车，通胀高企下短期难降息

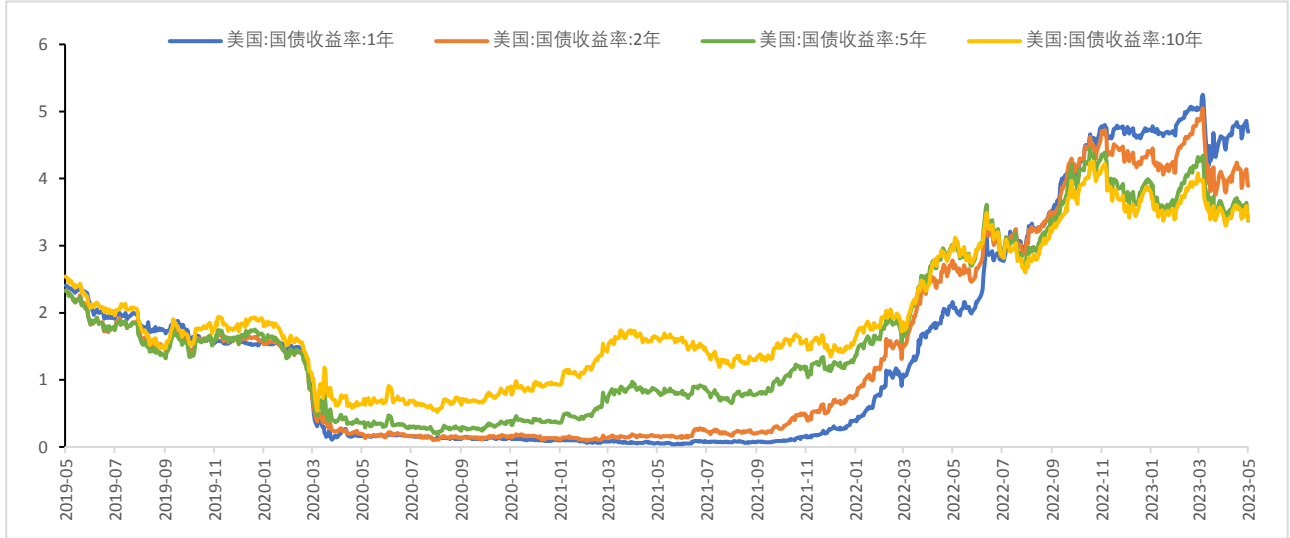
短贷与中长贷利率倒挂加剧，银行业风险激增。2023 年以来，美国短期债券利率和长期债券利率差持续扩大，5 月 3 日，1 年期、2 年期、5 年期、10 年期国债收益率为 4.7%、3.89%、3.37%、3.38%，1 年期与 10 年期利率倒挂 132 个 BP。当前美国银行普遍“短借长贷”背景下，收益率倒挂将导致银行业利润受损，短期金融风险仍大。

经济动能走弱，但衰退暂未体现。4 月份美国制造业 PMI 录得 47.1%，连续 6 个月位于收缩区间，经济下行趋势已形成，但具体经济指标冷热分化，基本面有待观察。一方面，经济下行压力进一步显现。一季度美国不变价 GDP 同比增长 1.6%，环比折年率 1.1%，经济增速低于市场预期。另一方面，就业市场保持强劲。3 月份失业率 3.5%，较前值下降 0.1 个百分点，处于历史低位。

核心 PCE 下行偏缓，抗通胀任重道远，美联储货币政策短期较难“急转弯”。3 月份美国 CPI、PPI 同比分别增长 5%、2.7%，较 2 月降低 1.0、2.2 个百分点，延续去年二季度以来的下行趋势。从美联储较为关心的 PCE 看，3 月 PCE 物价指数、核心 PCE 物价指数分别同比增长 4.2%、4.6%，较 2 月下降 0.9、0.1 个

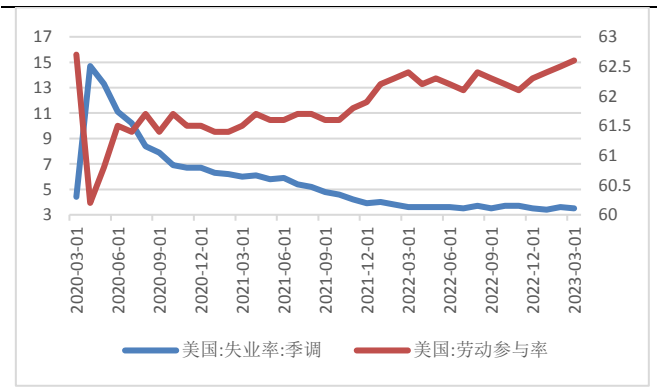
百分点。表明近期通胀水平回落主要受到原油、食品价格回落影响，而服务价格仍居高不下，工资—物价螺旋式上行或将导致通货膨胀具有粘性。预计通胀高企背景下，短期降息概率不大，美联储更可能采取投放流动性等替代政策，聚焦于化解银行业风险。

图表 2：美国短债、长债收益率倒挂



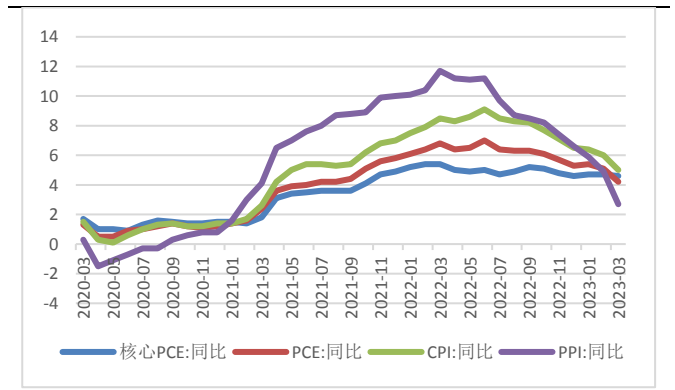
资料来源：CME FedWatch, 东方财富证券研究所，数据截至 2023 年 5 月 3 日

图表 3：美国失业率处于低位



资料来源：Choice, 东方财富证券研究所，截至2023年3月

图表 4：美国通胀压力减弱



资料来源：Choice, 东方财富证券研究所，截至2023年3月

【风险提示】

美国资本市场风险
全球通胀超预期

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师申明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。