

本轮加息周期或已结束 ——美国5月议息会议点评

分析师：张德礼

执业证书编号：S0740523040001

研究助理：马骏

投资要点

- **5月议息会议，美联储如期加息25bp，且按计划继续缩表。**虽然没有提出下次会议将暂停加息，但诸多迹象表明，本轮加息周期或已结束。**第一**，鲍威尔在记者会上表示，部分联储官员已经开始讨论暂停加息。**第二**，美联储首次在声明中删掉了“一些额外的政策紧缩可能是适当的”这一措辞。**第三**，本轮加息进程中，多数委员认为利率终点要处于“限制性区域利率”，而鲍威尔在记者会上称可能已经达到了限制性水平的利率。
- **预计美国经济将出现轻微衰退。**鲍威尔认为，银行业情况总体上有所改善，银行系统健康且具有弹性，美国可能会出现轻微的经济衰退。我们认为美联储的上述表态可能过于乐观，不宜低估美国经济衰退的风险。本轮加息周期节奏和强度远超以往，随着高利率水平及缩表持续，政策的时滞影响将逐步体现，可能出现政策调整过晚，催生风险导致经济衰退的情形。
- **目前的主要分歧在于降息时点，美联储的表态相对鹰派。**鲍威尔在新闻发布会中指出，目前需要集中精力降低通胀，如果通胀继续高企，那么不会降息。因美国服务通胀分项较为坚韧，年内CPI同比可能难以降至2%的目标水平，鲍威尔表示在通胀高企时不会选择降息，这也意味着美联储年内或难主动降息。**不过我们认为，下半年美联储降息的可能性不低。**历史上美联储选择降息的原因，多数是出现大型危机或者经济衰退，年内存在触发降息的可能。
- **展望未来，在美联储开启降息周期前，美股仍有下跌风险，降息后有望迎来反弹。**一方面，即便停止加息，高利率和信贷紧缩的金融环境，也将继续制约企业的投资意愿。**另一方面**，若下半年经济衰退逐步兑现，市场对企业的业绩预期或将继续下修。**美债收益率或将震荡回落**，美国货币政策边际转松，除债务上限违约和银行业危机等风险可能导致特定期限美债收益率短期上行外，十年期美债或将呈现震荡下行趋势。考虑到美欧经济、货币政策的松紧差，**美元指数年内可能继续承压。**
- **风险提示：政策变动，经济恢复不及预期。**

相关报告

图表目录

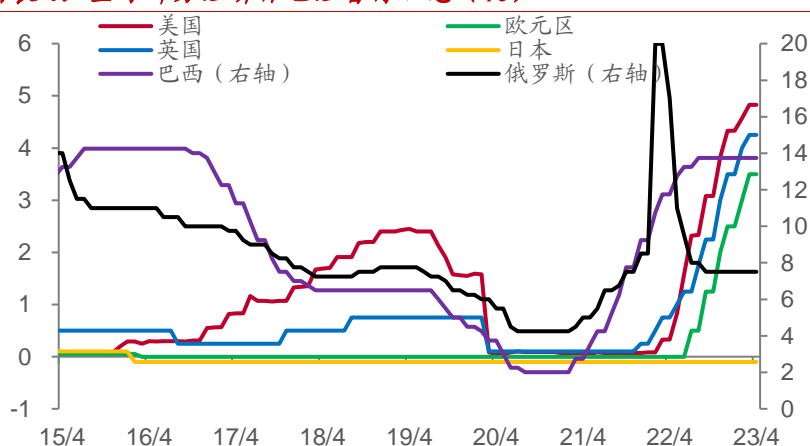
图表 1: 全球部分经济体已经暂停加息 (%)	- 3 -
图表 2: 美联储流动性工具用量有所回升 (百亿美元)	- 4 -
图表 3: 议息会议前后市场预期基准利率 (%)	- 4 -

5月议息会议，美联储如期加息25bp，且按计划继续缩表。本次议息会议中，美联储决定将基准利率提高25个基点，同时提高其他相关利率，按照原有计划继续实施缩表行动。总的来看，美联储的决议和市场预期基本一致。

虽然没有提出下次会议将暂停加息，但诸多迹象表明，本轮加息周期或已结束。第一，鲍威尔在记者会上表示，部分联储官员已经开始讨论暂停加息，从历史经验看，这意味着暂停加息这一行动很可能将于近期出现。第二，美联储首次在声明中删掉了“一些额外的政策紧缩可能是适当的”这一措辞，意味着目前委员会没有在后续会议中强烈加息的打算。第三，本轮加息进程中，多数委员认为利率终点要处于“限制性区域利率”，而鲍威尔在记者会上称可能已经达到了限制性水平的利率。

我们认为，鉴于高利率的滞后影响还在体现，加之银行业危机仍未结束，没有必要再进行额外的加息。

图表 1: 全球部分经济体已经暂停加息 (%)

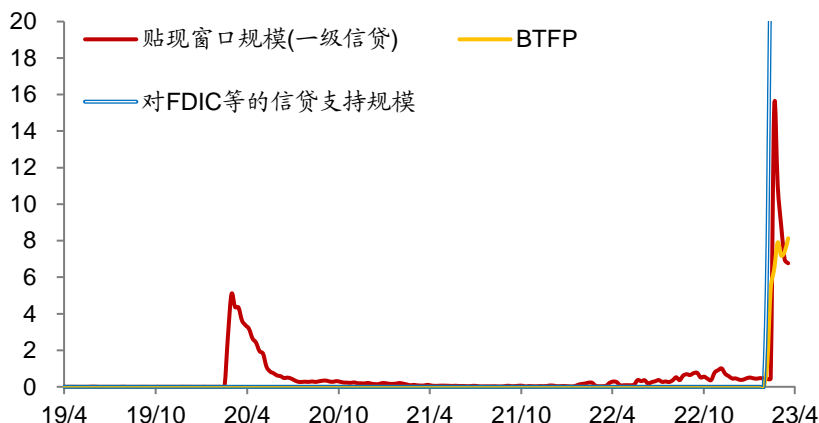


来源: Wind, 中泰证券研究所

预计美国经济将出现轻微衰退。委员会指出美国银行体系健全且富有弹性，但信贷条件收紧可能会对经济、就业和通胀造成压力。鲍威尔认为，银行业情况总体上有所改善，银行系统健康且具有弹性，美国可能会出现轻微的经济衰退。

我们认为美联储的上述表态可能过于乐观，不宜低估美国经济衰退的风险。近期美联储流动性工具用量有所回升，加之第一共和银行破产，美国银行业的危机可能并未结束。尽管美联储对于银行业危机似乎“信心满满”，但历史上每次大型经济危机爆发前，监管部门都对经济持过于乐观的看法。本轮加息周期节奏和强度远超以往，随着高利率水平及缩表持续，政策的时滞影响将逐步体现，可能出现政策调整过晚，催生风险导致经济衰退的情形。

图表 2: 美联储流动性工具用量有所回升 (百亿美元)

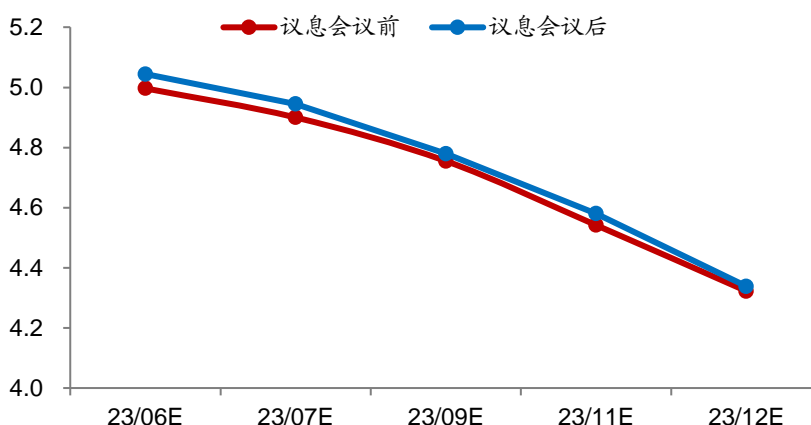


来源: Wind, 中泰证券研究所

目前的主要分歧在于降息时点, 美联储的表态相对鹰派。委员会表示, 美国就业增长强劲, 尽管依然强调追求低通胀目标, 但删除了“委员会坚定地致力于将通货膨胀率恢复到 2% 的目标”这一措辞。鲍威尔在新闻发布会中指出, 目前需要集中精力降低通胀, 如果通胀继续高企, 那么不会降息。因美国服务通胀分项较为坚韧, 年内 CPI 同比可能难以降至 2% 的目标水平, 鲍威尔表示在通胀高企时不会选择降息, 这也意味着美联储年内或难主动降息。

不过我们认为, 下半年美联储降息的可能性不低。历史上美联储选择降息的原因, 多数是出现大型危机或者经济衰退, 年内存在触发降息的可能。一方面, 高利率和缩表对经济的影响持续显现, 加上近期信贷紧缩的影响, 经济呈现持续回落的趋势, 多数领先指标也预示衰退或将至, 市场预期下半年出现衰退。另一方面, 正如前文所指出, 银行业危机尚未结束, 在现有的货币和信贷条件下, 不排除危机进一步演化的可能。因此, 综合来看, 下半年美联储降息的可能性不低。

图表 3: 议息会议前后市场预期基准利率 (%)



来源: Wind, 中泰证券研究所

展望未来，在美联储开启降息周期前，美股仍有下跌风险，降息后有望迎来反弹。一方面，即便停止加息，高利率和信贷紧缩的金融环境，也将继续制约企业的投资意愿。另一方面，若下半年经济衰退逐步兑现，市场对企业的业绩预期或将继续下修。美债收益率或将震荡回落，美国货币政策边际转松，除债务上限违约和银行业危机等风险可能导致特定期限美债收益率短期上行外，十年期美债或将呈现震荡下行趋势。考虑到美欧经济、货币政策的松紧差，美元指数年内可能继续承压。

风险提示：政策变动，经济恢复不及预期。

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。