

相关研究

《美国通胀：谁是助力？谁是阻力——美国2022年11月物价数据点评》  
2022.12.14

《从“理财”回“存款”——11月金融数据点评》2022.12.12

《核心通胀仍受疫情扰动——11月物价数据点评》2022.12.09

分析师:梁中华

Tel:(021)23219820

Email:lzh13508@haitong.com

证书:S0850520120001

分析师:李俊

Tel:(021)23154149

Email:lj13766@haitong.com

证书:S0850521090002

## 通胀仍高，降息尚早 ——美联储5月议息会议点评

### 投资要点:

- **美联储如期加息 25BP，并按计划缩表。坚持加息的关键仍是通胀压力太大。**
- **本次美联储声明较3月有何变化？**第一，重申经济依然稳健，表述修改为“一季度经济温和增长，就业强劲，失业率在低位”。第二，重申美国银行稳健，明确银行风险导致家庭和企业信贷的收紧。第三，重申通胀压力，“通货膨胀仍然很高，委员会仍然高度关注通货膨胀风险”。第四，修改货币政策表述，重申“委员会评估货币政策的滞后影响”，删除“委员会预计一些额外的政策紧缩可能是适当的”。
- **鲍威尔有何表态？**关于经济，认为经济可能面临来自紧缩信贷的阻力，其影响还需要时间来体现；预计美国经济温和增长，有可能避免衰退，或者是温和衰退。关于加息，本次加息依然是共识；认为原则上不需要利率提高那么高，正在评估是否达到限制性水平，认为或已经达到（或已经接近达到）。关于降息，强调劳动力市场在走弱，但依然强劲，薪资水平仍高；通胀有所缓和，但依然高企，远高于目标，降低通胀仍需较长时间，当前降息并不合适。关于银行和债务上限，强调地区性银行发挥非常重要的作用，不希望大型银行进行大规模收购，银行业总体上有所改善，美国银行系统健康且具有弹性。强调应及时提高债务上限。

## 目 录

---

1. 如期加息 25BP .....	4
2. 加息或将结束 .....	4
3. 鲍威尔有何表态? .....	5

## 图目录

---

图 1	美联储联邦基金目标利率水平 (%)	4
图 2	本轮加息周期是 1983 年以来最快、最多的 (%)	4
图 3	美国实际 GDP 增速与周度经济指数 (%)	5
图 4	美国通胀中位数和 16% 截尾通胀平均数 (%)	5
图 5	美国商品与服务实际消费增速 (%)	6
图 6	美国房价增速对租金通胀大概领先 1 年多 (%)	6
图 7	流动性支持工具使用量有所回升 (亿美元)	7
图 8	当前市场年内降息预期仍然较强	7

## 表目录

---

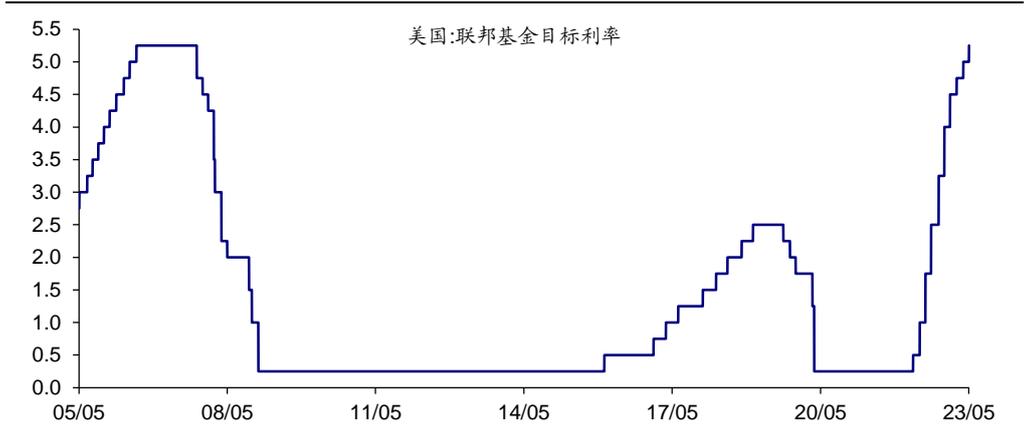
表 1	美国银行风险测算	7
-----	----------	---

## 1. 如期加息 25BP

**如期加息 25BP。**2023 年 5 月 3 日，美联储 5 月 FOMC 会议决定加息 25BP，上调联邦基金利率区间至 5.0%-5.25%，利率回升至 2006 年 6 月以来的高点。此外，上调准备金余额利率（IORB）至 5.15%，上调隔夜逆回购利率（ON RRP）至 5.05%，上调主要信贷利率至 5.25%，上调隔夜回购利率至 5.25%。

**按计划缩表，**美联储将继续减持美国国债、机构债务和机构抵押贷款支持证券，上限为 950 亿美元（600 亿美元国债和 350 亿美元 MBS）。

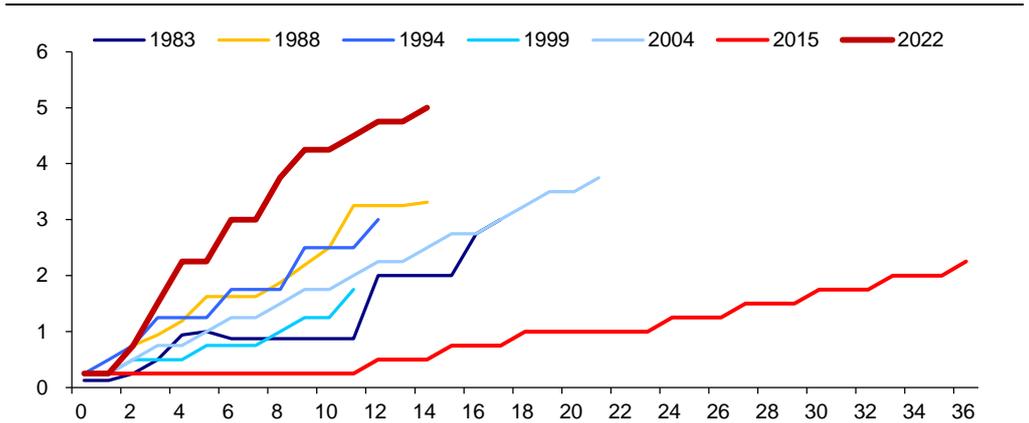
图1 美联储联邦基金目标利率水平（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

我们认为，美联储坚持加息的关键仍在于通胀压力较大。例如，3 月美国核心通胀季调环比仍在 0.4% 的高位，且已经连续 4 个月处于高位；核心通胀年化同比也仍在 4.9%，边际上并没有明显降温。本轮加息是 80 年代以来最快的一次，10 次便累计加息 500BP。

图2 本轮加息周期是 1983 年以来最快、最多的 (%)

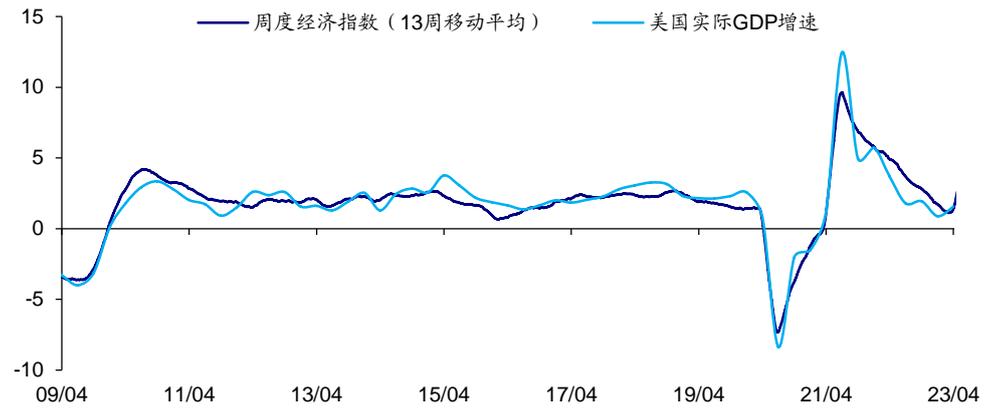


资料来源：Wind，海通证券研究所，横轴为加息后月数

## 2. 加息或将结束

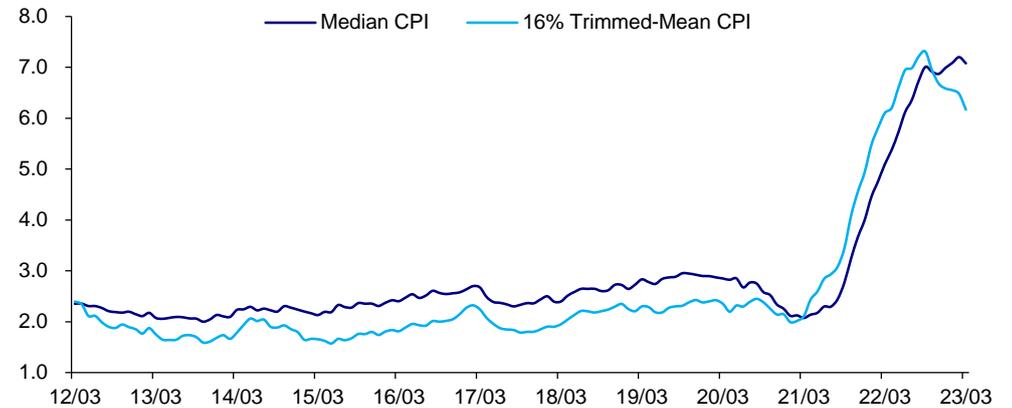
从声明来看，与 2023 年 3 月相比有哪些变化？

关于经济方面，重申经济依然稳健。不过表述修改为“1 季度经济活动以适度的速度增长，最近几个月就业增长强劲，失业率保持在低位”。

**图3 美国实际 GDP 增速与周度经济指数 (%)**


资料来源：Wind，海通证券研究所

关于通胀方面，重申通胀压力。“通货膨胀仍然很高”、“委员会仍然高度关注通货膨胀风险”、“致力于恢复 2% 的通胀目标”。

**图4 美国通胀中位数和 16% 截尾通胀平均数 (%)**


资料来源：美国克利夫兰联储官网，海通证券研究所

关于加息方面，或将停止加息。重申委员会将评估货币政策的滞后影响，“在确定额外的政策紧缩在多大程度上适合于随着时间的推移将通货膨胀率恢复到 2% 时，委员会将考虑货币政策的累积紧缩，货币政策影响经济活动和通货膨胀的滞后，以及经济和金融发展”。重点是删除了“委员会预计，一些额外的政策紧缩可能是适当的，以实现一种货币政策立场”，表明美联储加息或将结束。

关于银行风险，重申美国银行稳健。“美国银行体系稳健且富有弹性”；明确银行风险导致了家庭和企业信贷的收紧（上一次表述为“可能”），重申这对经济、就业和通胀的影响存在不确定性，“家庭和企业信贷条件收紧可能会拖累经济活动、就业和通胀，这些影响的程度仍不确定。”

### 3. 鲍威尔有何表态？

关于经济，仍期待“软着陆”。美联储主席鲍威尔认为，经济可能面临来自紧缩信贷的阻力，其影响还需要时间来体现（尤其是住房和投资领域）。不过明确指出，如果美国出现经济衰退，希望是温和的；强调，美国可能会出现轻微的经济衰退。

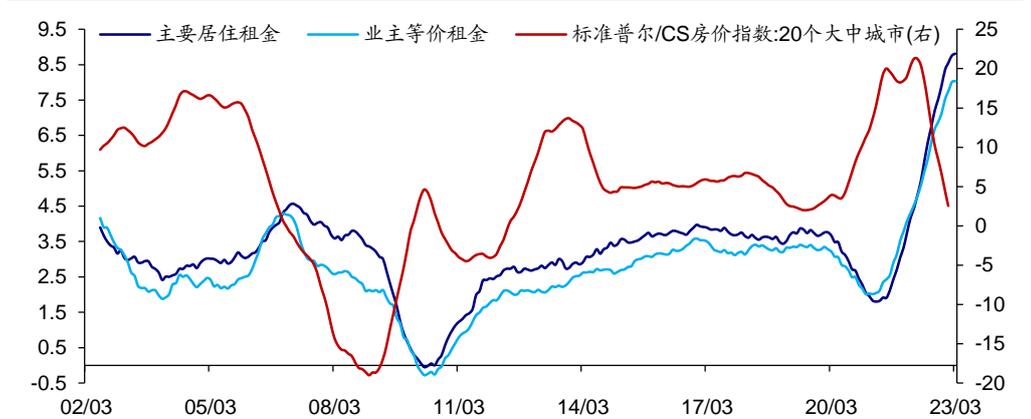
**图5 美国商品与服务实际消费增速 (%)**


资料来源：BEA，海通证券研究所

**关于加息，或已经达到限制性水平。**美联储在3月议息会议时，就已经在讨论停止加息的问题；不过，鲍威尔指出本次加息依然是共识，所有人全票通过，一些政策制定者谈到停止加息，但不是本次会议。

**对于未来利率终点的问题，**鲍威尔认为原则上不需要利率提高那么高，正在评估是否达到限制性水平，认为或已经达到了限制性水平（或已经接近达到），也就意味着也许可以暂停加息了。后续政策变化的关键仍是审视数据，尤其是通胀。

**关于降息，当前并不合适。**鲍威尔强调，美国劳动力市场在走弱，但依然强劲，失业率仍在低位，薪资水平仍高，高于2%的通胀水平。整体通胀有所缓和，但依然高企，远高于目标水平，降低通胀仍需较长时间，当前降息并不合适。

**图6 美国房价增速对租金通胀大概领先1年多 (%)**


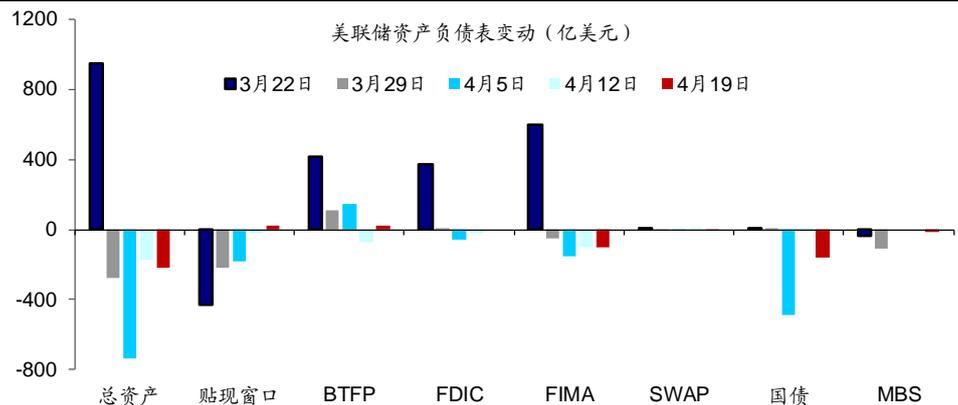
资料来源：Wind，海通证券研究所

**关于银行风险，**鲍威尔强调地区性银行发挥非常重要的作用，不希望大型银行进行大规模收购，银行业总体上有所改善，美国银行系统健康且具有弹性。银行危机的影响程度目前尚不确定。

**表 1 美国银行风险测算**

测算方法	数量 (家)	资产规模 (亿美元)	资产占比 (%)	资本金规模 (亿美元)	资本金占比 (%)	存款规模 (亿美元)	存款占比 (%)
方法一	11	3970	1.9	86	0.4	3700	2.2
方法一*	33	6210	3.0	249	1.3	5550	3.3
方法二	257	5800	2.8	198	0.8	5360	3.1
方法三 (仅为上市银行)	6	5435	3.1	436	2.8	4447	3.5

资料来源: Bankscope, 海通证券研究所测算。其中方法一为将 AFS+HTM 资产占比高于硅谷银行, 且存款下降速度快于硅谷银行的机构视为风险较高的银行; 方法一\*为将 AFS+HTM 资产占比处于前 10%分位数, 且存款增速处于后 10%分位数的银行视为风险较高的银行; 方法二为将资本金能承受的最大亏损幅度小于 10.6%的商业银行视为风险较高银行; 方法三为将股价下跌 50%以上的银行视为风险较高的银行。

**图 7 流动性支持工具使用量有所回升 (亿美元)**


资料来源: 美联储官网, 海通证券研究所, 图中数据为当周变化量

**关于债务上限风险**, 鲍威尔强调应及时提高债务上限, 如果没有达成债务协议, 经济后果“高度不确定”。此前, 美国财政部长耶伦也强调, 如果国会不尽早采取行动提高债务上限, 美国可能最早于 6 月 1 日出现债务违约。

由于美联邦政府触及 31.4 万亿美元的法定举债上限, 美国财政部于今年 1 月宣布采取特别措施, 避免联邦政府发生债务违约。美国国会预算办公室 5 月 1 日发布的最新报告显示, 美国在 6 月初耗尽资金的风险较之前更高。

往前看, 美国银行风险演变成系统性风险的概率或有限, 但中小银行破产或依然会出现。目前市场依然预期美联储 6-7 月维持利率水平不变, 9 月开始降息 (概率达 80%), 年内至少降息 50BP (概率达 90%)。我们认为, 美国经济虽在下滑, 但依然有韧性; 美国通胀压力仍大, 年内降息概率或较低。

**图 8 当前市场年内降息预期仍然较强**

MEETING DATE	MEETING PROBABILITIES													
	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	525-550
2023/6/14								0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	82.3%	17.7%
2023/7/26			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	32.6%	56.7%	10.7%
2023/9/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	20.9%	48.0%	27.2%	3.8%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	17.1%	43.0%	31.1%	8.1%	0.7%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	16.2%	41.8%	31.6%	9.2%	1.1%	0.0%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	15.8%	41.1%	31.9%	9.9%	1.3%	0.1%	0.0%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	17.3%	40.5%	30.6%	9.4%	1.2%	0.1%	0.0%	0.0%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.5%	9.9%	30.0%	35.1%	19.0%	4.9%	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/6/19	0.0%	0.0%	0.2%	3.4%	16.0%	31.6%	30.2%	14.7%	3.6%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/7/31	0.1%	1.7%	9.4%	23.4%	30.9%	22.8%	9.4%	2.1%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/9/25	1.1%	6.8%	18.7%	28.4%	25.5%	13.9%	4.6%	0.9%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/11/6	0.8%	5.2%	15.4%	25.7%	26.3%	17.1%	7.1%	1.9%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源: CME, 海通证券研究所, 截至 5 月 4 日。

## 信息披露 分析师声明

梁中华 宏观经济研究团队  
李俊 宏观经济研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“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客户。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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。