

宏观与金融研究

中国民生银行研究院

2023年5月4日

温彬 民生银行首席经济学家
民生银行研究院院长
王静文 中国宏观经济研究
张丽云 货币政策与流动性研究
应习文 国际宏观经济研究
孙莹 财政政策研究
李鑫 外汇商品研究
杨美超 外资外贸研究
韩思达 资产配置研究

【政策解读】

控通胀仍是主要政策目标，本轮加息或已到达终点 ——美联储5月议息会议点评

【内容摘要】

当地时间5月3日，美国联邦储备委员会将联邦基金利率目标区间上调25个基点到5%至5.25%的水平。这是自去年3月以来美联储连续第十次加息。

从会议声明来看，美联储当前最为关心的依然是通胀风险。同时，在强劲就业形势下，要将通胀率降至2%的合意水平或许仍需较长时日。尽管由硅谷银行、签名银行事件带来的银行流动性冲击已明显缓和，但资产规模更大的第一共和银行被接管，表明美国银行业动荡局面可能仍未真正结束，这会对美联储后续政策制定形成一定制约。

5%-5.25%的目标区间大概率就是美联储本轮加息的基准利率终点，但当前或不宜押注美联储货币政策过快转向，美国基准利率大概率将在终值利率水平上持续较长一段时间。

联系人：孙莹
电话：010-58560666-6473
邮件：sunying16@cmbc.com.cn

控通胀仍是主要政策目标，本轮加息或已到达终点

——美联储 5 月议息会议点评

温彬 李鑫

事件

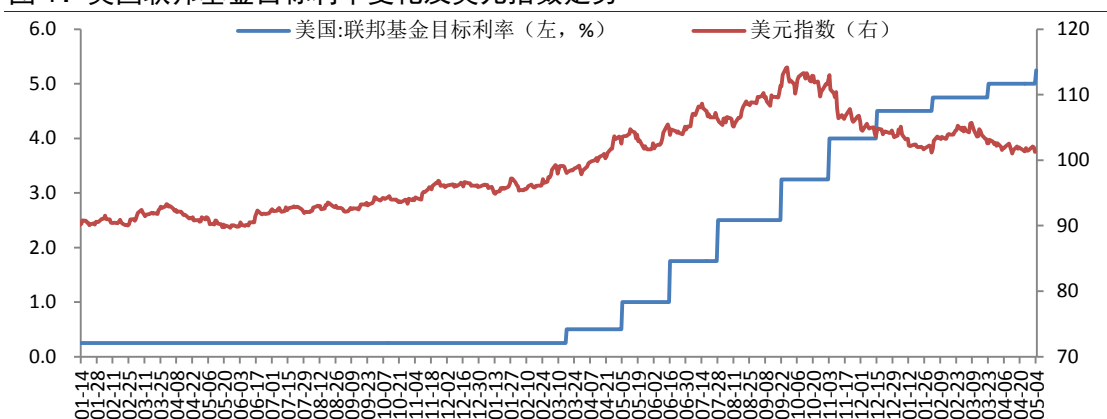
美国联邦储备委员会 3 日宣布，将联邦基金利率目标区间上调 25 个基点到 5%至 5.25%的水平。这是自去年 3 月以来美联储连续第十次加息。

一、美联储 5 月加息 25 个基点总体符合市场预期

当地时间 5 月 3 日，美国联邦储备委员会结束为期两天的货币政策会议，宣布再次将联邦基金利率目标区间上调 25 个基点到 5%至 5.25%之间。从芝商所 FedWatch 工具来看，决议公布前市场预期美联储加息 25 个基点的概率为 83.2%，可见本次加息总体符合市场预期。此外，美联储将继续按照此前公布的计划减持美国国债和机构债券，并致力于把通胀率降至 2%的目标水平。美联储在当天发表的声明中说，美国第一季度经济活动温和扩张，近几个月新增就业岗位强劲，失业率依然处于低位，通货膨胀仍处于高位；美国银行体系健康和富有韧性，家庭和企业信贷条件的收紧很可能会令经济活动、雇佣和通胀承压，这些影响的程度依然不确定。会议后美国金融市场一度有所波动，全天来看，道琼斯工业平均指数跌 0.80%，标准普尔 500 种股票指数跌 0.70%，

纳斯达克综合指数跌 0.46%；美国 2 年期国债收益率跌 8 个基点至 3.89%，10 年期国债收益率跌 6 个基点至 3.38%；美元指数收于 101.2728，日跌幅为 0.67%，Comex 黄金收于 2048.8 美元/盎司，日涨幅为 1.14%。

图 1：美国联邦基金目标利率变化及美元指数走势



资料来源：Wind

截至目前，美联储本轮已累计加息 500 个基点，为确立联邦基金利率为政策利率以来加息速度最快的一次。自去年 3 月以来，美联储在一年里，已将美国联邦基金利率从接近于零推高至 5% 至 5.25%，从历史上看，自从 1994 年美联储确立联邦基金利率为政策利率以来，本轮加息是速度最快的一次。

表 1：1994 年以来美联储历次加息周期总结

序号	时间	加息时长	加息次数	累计加息幅度	目标利率上限变化区间
1	1994.02-1995.02	12个月	7	300bps	3.00%-6.00%
2	1999.06-2000.05	11个月	6	175bps	4.75%-6.50%
3	2004.06-2006.06	24个月	17	425bps	1.00%-5.25%
4	2015.12-2018.12	36个月	9	225bps	0.25%-2.50%
5	2022.03-2023.05	14个月	10	500bps	0.25%-5.25%

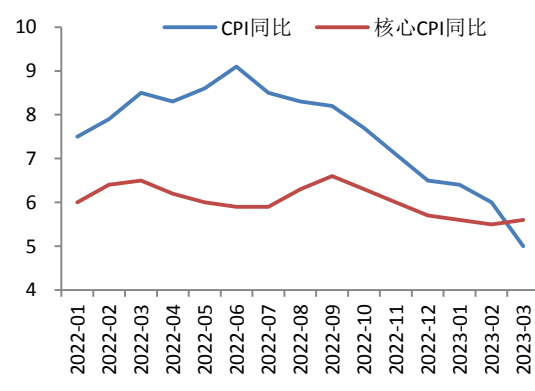
资料来源：Wind。2022 年以来加息周期或尚未结束。

二、美国通胀压力依然较大，银行业风险再度暴露

美国通胀压力依然较大，就业保持强劲。从会议声明来看，

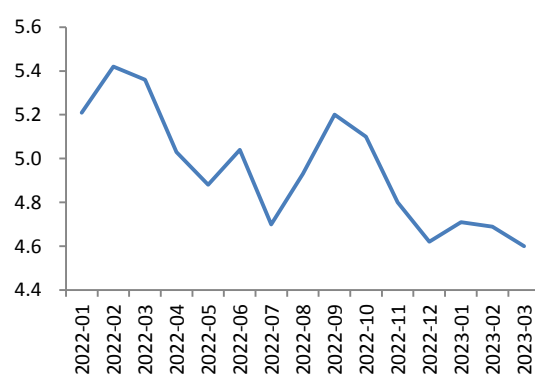
美联储当前最为关心的依然是通胀风险。尽管自 2022 年 10 月以来，美国通胀明显呈回落态势，然而，从绝对水平来看，当前美国通胀率依然很高，尽管 3 月 CPI 同比增速降至 5%，但核心 CPI 同比增速反弹至 5.6%；3 月核心 PCE 同比上涨 4.6%，较前值小幅下降 0.1 个百分点，但高于预期的 4.5%。另一方面，美国就业数据始终较为强劲，虽然 3 月新增非农就业人数略低于预期，但失业率却也低于预期降至 3.5%，如果按普遍认为的 4% 自然失业率为来算，失业缺口为 -0.5%；但 IMF 前首席经济学家布兰查德研究表明，由于疫后劳动力市场匹配效率下降，美国自然失业率相比疫情之前提高了 1.3 个百分点，这意味着实际失业缺口可能达到 -1.8%。事实上，从空缺岗位数和空缺率数据中也可看出美国劳动力市场的极度紧张状况。在强劲就业形势下，要将通胀率降至 2% 的合意水平或许仍需较长时日。不过美国商务部日前公布数据显示，今年第一季度美国实际 GDP 按年率计算增长 1.1%，显著低于去年第四季度的 2.6%，也低于市场预期，表明美联储连续加息确实已在给美国经济踩“刹车”。

图 2：美国 CPI、核心 CPI 走势 (%)



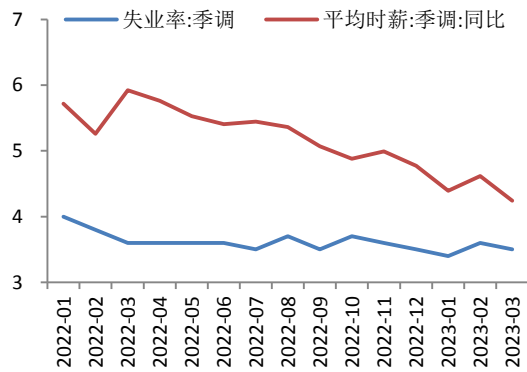
资料来源：Wind

图 3：美国核心 PCE 走势 (%)



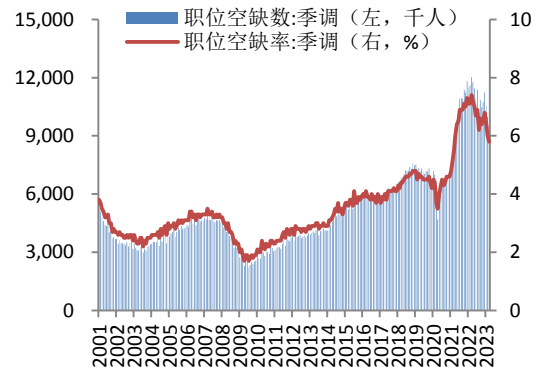
资料来源：Wind

图 4：美国失业率和平均时薪增速情况(%)



资料来源：Wind

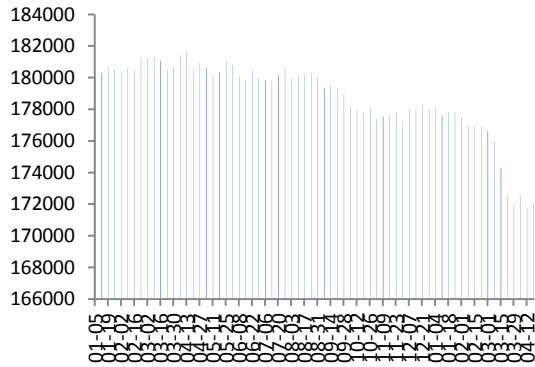
图 5：美国职位空缺仍处于历史高位水平



资料来源：Wind

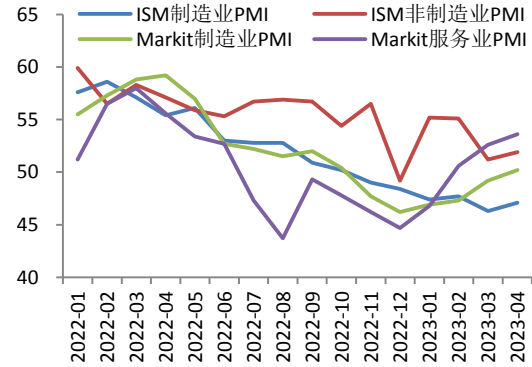
银行业风险仍存，将对美联储政策制定有所制约。由硅谷银行、签名银行事件带来的银行流动性冲击已明显缓和，美联储在短暂扩表后，已重新转为缩表，从截至 4 月 19 日的美国商业银行存款（季调）数据来看，存款下降的趋势也有所遏制。此外，美国 4 月 Markit 制造业 PMI 重回荣枯线以上，服务业 PMI 继续走高，也侧面表明美国经济受银行业危机冲击有限。然而五一期间，较硅谷银行、签名银行资产规模更大的第一共和银行被接管，原因为存款外流超预期，这表明美国银行业动荡局面可能仍未真正结束。尽管美联储声明表示美国银行体系健康和富有韧性，但在美联储持续加息下，美国金融机构流动性却已普遍承压，未来若美联储仍继续连续加息，不排除类似的银行倒闭情况再次出现。故银行业风险未来仍有可能对美联储后续政策制定形成一定制约。根据芝加哥商品交易所的 FedWatch 工具，美联储在 6 月暂停加息的可能性已经升至 90%。

图 6：商业银行存款（季调）变化（亿美元）



资料来源：Wind

图 7：美国制造业、非制造业 PMI (%)



资料来源：Wind

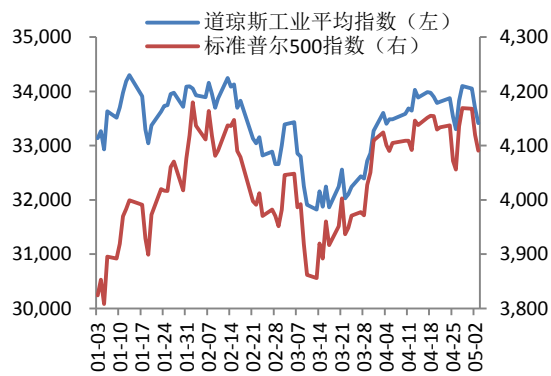
三、5-5.25%或是本轮加息终点，暂不宜过度押注降息

此前在通胀十分顽固的情况下，美联储公布的利率预期中值不断上修，但3月份点阵图显示的利率预期中值5.1%与去年12月份相比并无变化，这对市场来说或许是美联储确认加息终点的信号之一。此外，此次声明删除了“一些额外的政策收紧可能是合适的”和“形成足够限制性的货币政策立场”措辞，令外界猜测这可能是暂停加息的信号。综合研判，**5%-5.25%**的目标区间大概率就是美联储本轮加息的基准利率终点。

美联储降息预期升温，但不宜过度押注。尽管在硅谷银行事件爆发后，标普下调了美国银行、摩根大通等大银行的评级展望，但从金融市场表现看，伴随着美联储加息预期不断减弱而下半年降息预期不断增强，反而出现股债双涨的局面。道琼斯工业指数、纳斯达克指数、标普500指数在短暂下挫后，均一度大幅反弹，不过随着5月加息预期再度升温，市场有所回调，但仍高于硅谷银行事件爆发前的水平。十年期美债收益率也一度降至3.3%，目前在3.4%左右，也明显低于硅谷银行事件爆发前的水平。尽

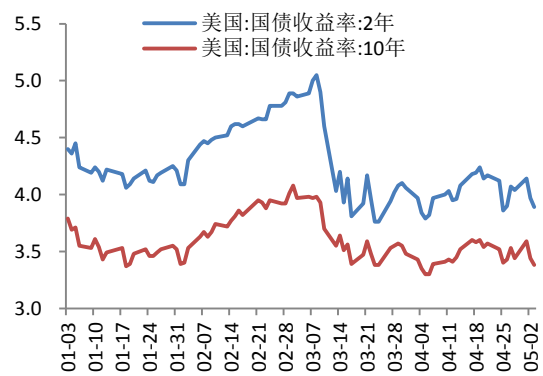
管目前市场预期首次降息或出现在 9 月，但美联储主席鲍威尔在会后举行的记者会上表示，通胀的回落将需要一些时间，很可能在需求和就业市场进一步走弱后再考虑降息才是合适的。结合近期美国通胀就业等数据以及其他美联储官员的最新表态来看，当前或不宜押注美联储货币政策过快转向，美国基准利率大概率将在 5%-5.25%水平上持续较长一段时间。

图 8：今年以来美国主要股票指数走势



资料来源：Wind

图 9：今年以来美债收益率走势 (%)



资料来源：Wind

近期研究成果

1. 地方债发行节奏明显加快——3月地方债发行数据点评（2023年4月3日）
2. 如何看待当前偏弱的通胀形势？——3月CPI、PPI点评（2023年4月11日）
3. 3月信贷和社融为何继续超预期增长？（2023年4月12日）
4. 来自出口的逆袭——3月外贸数据点评（2023年4月13日）
5. 美联储加息预期反复调整,全球汇市震荡延续——2023年一季度外汇市场回顾与展望（2023年4月14日）
6. 央行一季度货币政策例会释放哪些新信号？（2023年4月16日）
7. 经济陷入通缩了吗？（2023年4月17日）
8. 疫后复苏进入第二阶段（2023年4月18日）
9. 财政收入明显好转，财政支出前置发力（2023年4月19日）
10. 4月LPR报价继续“按兵不动”，降息空间进一步收窄（2023年4月20日）
11. 4.28政治局会议有哪些新动向（2023年4月29日）
12. 对当前经济形势的几个判断（2023年4月30日）

声明

本报告所采用的基础数据和信息均来自市场公开信息，所载的资料、数据、意见及预测结果仅反映发布本报告当时的情况，相应数据资料可能随时间被修正、调整或更新。

本报告知识产权归中国民生银行所有，任何对报告内容进行的复制、转载，均需注明来源，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

本报告中的所有信息仅供研究讨论或参考之用，所表述的意见并不构成对任何人、任何机构的投资或政策决策。

如对报告有任何意见或建议，欢迎发送邮件至：yjy@cmbc.com.cn

欢迎扫描二维码加入中国民生银行研究院公众账号“民银研究”（见右图）

