

“暂停”而不是“停止”

——6月美联储议息会议点评

事件概述

北京时间6月15日凌晨2时，美联储公布6月FOMC会议声明。相关点评如下：

主要观点

► 美联储操作：6月如期“暂停”加息，缩表按原计划推进

美联储6月“暂停”加息，符合市场预期。美联储6月议息会议宣布，将联邦基金利率的目标区间维持在5-5.25%，符合CME期货价格隐含的市场预期。这是自2022年3月以来连续10次加息后首次暂停加息。除此之外，存款准备金利率、隔夜回购利率与逆回购利率也均维持不变，分别为5.15%、5%与5.05%。

缩表按原计划推进。此前为了防止银行系统风险的蔓延，美联储向市场注入了约4000亿美元的流动性，在银行风险逐步消退后，联储继续按原计划缩表。从美联储总资产来看，其在3月22日达到8.73万亿美元阶段性高点后，开始逐步回落。截至6月7日最新公布的数据，当前美联储总资产为8.44万亿美元，较高点减少约3000亿美元。

此次FOMC会议仍表明会继续按去年5月份发布的《缩减美联储资产负债表规模计划》实施缩表，缩减规模950亿美元，其中包括600亿美元国债和350亿美元MBS。

► 经济指标预测：调高经济增速、调低失业率、通胀

此次美联储给出的经济指标预期较3月发生了较为明显的变化：

其中2023年GDP增速由今年3月预期0.4%，大幅提高至1%，显示出美联储对于美国当前经济的更为乐观。不过小幅调低了2024年增速，由此前的1.2%降至1.1%；

2023年失业率则由3月预期的4.5%大幅降至4.1%，美国5月新增非农33.9万人，为今年以来最大增幅，显示出美国就业市场韧性仍然较强，这或是美联储调低失业率的底气所在，2024年失业率也小幅调降，由此前的4.6%降至4.5%；

PCE调低，核心PCE调高。2023年6月PCE预期为3.2%，较此前微降0.1个百分点，2024年未变；2023年核心PCE预期为3.9%，较此前调升0.3个百分点，2024年为2.6%，保持不变。

► 鲍威尔表态：“暂停”而不是“停止”

会后的新闻发布会鲍威尔对于未来加息、何时降息、经济预期等问题进行了回应：

关于后续加息：鲍威尔表示，政策紧缩的效果尚未完全显现，几乎所有与会者都预计进一步加息是合适的。并且强调，“继续加息可能是合理的，但速度要更温和”，同时指出市场不应该把六月的暂停加息称为“跳过加息”（skip），而应该解读为“较慢的加息速度能使经济得以适应”。

关于经济预期：鲍威尔表示，大多数与会者预计经济的温和增长将会继续（调高经济预期）。虽然劳动力市场仍然非常紧张，需求仍然远远超过劳动力供应，但已经看到了供需趋于平衡的迹象，预计会更加平衡。同时他也提到，

核心 PCE 方面没有看到太多进展（调高核心 PCE 预期）。

点阵图显示或仍有 50bp 的加息。18 名联储官员中，有 16 人预计今年年末利率会高于 5.25%，其中高于 5.50% 的有 12 人，利率中位数也由 3 月的 5.1% 提升至 5.6%，所以我们预计后续可能仍有 50bp 的加息幅度。

关于何时降息：鲍威尔表示，今年降息是不合适的，内部也没有任何人提出今年降息的建议，只讨论过在未来几年降息。他同时指出，当通胀下降时，降息是合适的。

从鲍威尔的发言以及点阵图来看，我们预计 6 月仅是“暂停”并非“停止”加息，美联储或仍有 50bp 的加息可能，时点或在 7、8 两月，今年降息的可能性较低，除非通胀连续出现超预期回落。此次议息会议，美联储对于后续加息的指引明显超出此前市场预期，市场开始逐步放弃对于今年降息的押注。

► **大类资产表现**

美股涨跌不一、黄金回落、美元先下后上、美债冲高回落：美股三大指涨跌不一，道指跌 0.68%，纳指涨 0.39%，标普 500 指数涨 0.08%；黄金回落，COMX 黄金收于 1956.4 美元/盎司；美元指数先下后上，收于 102.96；美债收益率冲高回落，收于 3.797%。

表 1 近期美联储议息会议声明对比（红色为声明变动）

	2023年6月FOMC声明	2023年5月FOMC声明	2023年3月FOMC声明	2023年2月FOMC声明	2022年12月FOMC声明
利率	维持不变 5.00%-5.25%	加息25bp 5.00%-5.75%	加息25bp 4.75%-5.00%	加息25bp 4.50%-4.75%	加息50bp 4.25%-4.50%
缩表	维持原有缩减计划	维持原有缩减计划	维持原有缩减计划	维持原有缩减计划	维持原有缩减计划
经济	继续温和增长	温和增长	温和增长	温和增长	温和增长
就业	增长强劲	增长强劲	有所回升，并以强劲的速度运行	增长强劲	增长强劲
失业	保持低位	保持低位	一直很低	保持低位	保持低位
通胀	仍然很高	仍然很高	仍然很高	有所缓和，但仍处于高位	居高不下
加息	没有提到	没有提到	一些额外的政策紧缩是适当的	持续升息是适当的	持续升息是适当的
投票	全票通过	全票通过	全票通过	全票通过	全票通过

资料来源：美联储，华西证券研究所

图 1 美联储对于美国经济指标的预测

		2023年	2024年	2025年	长期
GDP	2023年6月预期	1.0%	1.1%	1.8%	1.8%
	2023年3月预期	0.4%	1.2%	1.9%	1.8%
	2022年12月预期	0.5%	1.6%	1.8%	1.8%
失业率	2023年6月预期	4.1%	4.5%	4.5%	4.0%
	2023年3月预期	4.5%	4.6%	4.6%	4.0%
	2022年12月预期	4.6%	4.6%	4.5%	4.0%
PCE通胀	2023年6月预期	3.2%	2.5%	2.1%	2.0%
	2023年3月预期	3.3%	2.5%	2.1%	2.0%
	2022年12月预期	3.1%	2.5%	2.1%	2.0%
核心PCE通胀	2023年6月预期	3.9%	2.6%	2.2%	
	2023年3月预期	3.6%	2.6%	2.1%	
	2022年12月预期	3.5%	2.5%	2.1%	
利率中位数	2023年6月预期	5.6%	4.6%	3.4%	2.5%
	2023年3月预期	5.1%	4.3%	3.1%	2.5%
	2022年12月预期	5.1%	4.1%	3.0%	2.5%

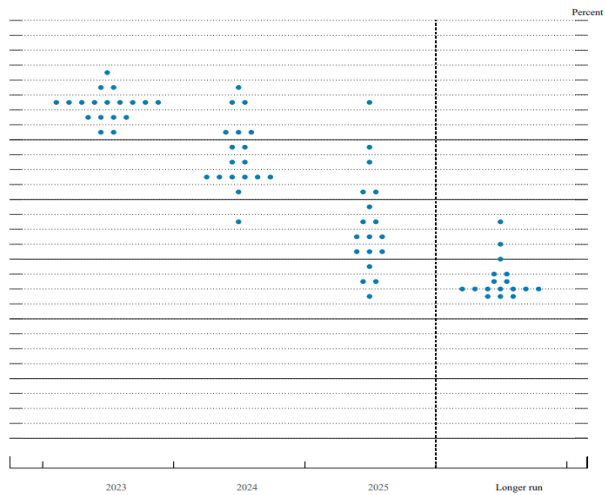
资料来源：美联储，华西证券研究所

图 2 CME 联储观察后续加息预期

MEETING PROBABILITIES														
MEETING DATE	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575	575-600
2023/7/26						0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	34.3%	65.7%	0.0%	0.0%
2023/9/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	28.1%	60.1%	11.8%	0.0%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	22.4%	53.6%	21.6%	2.4%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	16.9%	45.9%	29.5%	7.1%	0.6%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.2%	24.1%	41.8%	23.9%	5.5%	0.4%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.6%	16.5%	35.1%	30.7%	12.5%	2.4%	0.2%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	4.3%	18.8%	34.6%	28.5%	11.3%	2.1%	0.1%	0.0%
2024/6/19	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	2.2%	11.1%	26.2%	31.7%	20.4%	6.9%	1.2%	0.1%	0.0%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	1.9%	9.8%	23.9%	30.9%	22.1%	9.0%	2.1%	0.2%	0.0%	0.0%
2024/9/25	0.0%	0.0%	0.1%	1.6%	8.3%	21.4%	29.6%	23.7%	11.4%	3.3%	0.6%	0.1%	0.0%	0.0%
2024/11/6	1.1%	6.1%	17.1%	26.9%	25.7%	15.4%	6.0%	1.5%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/12/18	0.0%	0.7%	4.3%	13.2%	23.5%	26.1%	19.0%	9.3%	3.0%	0.7%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%

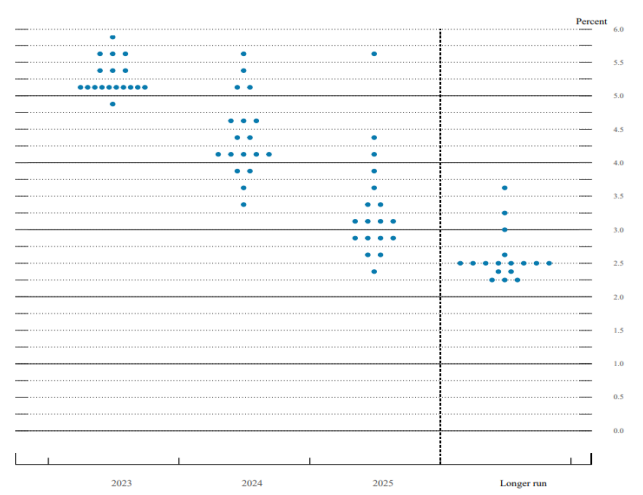
资料来源：WIND，华西证券研究所

图 3 2023 年 6 月美联储点阵图



资料来源：美联储，华西证券研究所

图 4 2023 年 3 月美联储点阵图



资料来源：美联储，华西证券研究所

风险提示

经济活动超预期变化。

宏观首席分析师：孙付
邮箱：sunfu@hx168.com.cn
SAC NO: S1120520050004
联系电话：021-50380388

宏观研究助理：丁俊菘
邮箱：dingjs@hx168.com.cn
联系电话：021-50380388

分析师与研究助理简介

孙付，毕业于复旦大学世界经济系，华西宏观首席分析师，专注于经济增长、货币政策与利率研究，完成“蜕变时期：杠杆风险与增长动能研究”和“逆风侵袭：冲击与周期叠加”两部宏观经济研究专著，诸多成果被“金融市场研究”、“新财富”等收录刊发。

丁俊菘，复旦大学经济学博士，2021年7月加入华西证券研究所，专注于就业、通胀以及流动性等方面的研究，在《金融研究》、《财经科学》、《Grow and Change》等一流期刊发表学术论文多篇。

分析师承诺

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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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