



## 证券分析师

胡少华 S0630516090002

hush@longone.com.cn

## 证券分析师

刘思佳 S0630516080002

liusj@longone.com.cn

## 联系人

董澄溪

dcx@longone.com.cn

## 鹰派暂停之后，还会再加息吗？

——海外观察：2023年6月FOMC

## 投资要点

- **事件：**美联储召开FOMC会议，暂停加息，联邦基金利率的目标范围保持在5%-5.25%。
- **核心观点：**6月FOMC，美联储选择了暂停加息、保持观望、前瞻指引偏鹰。债券市场将第一次降息的预期时间推迟至2024年1月。评估紧缩政策至今的效果后，我们认为经济的后续走势是决定后续政策的关键。我们的中性假设是美联储不再加息、继续缩表至降息前夕。
- **美联储鹰派暂停。**5月的就业数据各说各话、通胀数据弱但还不够弱，正如市场所料，美联储选择了暂停加息、保持观望、前瞻指引偏鹰。SEP中上调2023年年底利率预期中值到5.6%，此前为5.1%，预示下半年还要加息50个基点。SEP中还将2023年的失业率预期从4.5%下调至4.1%，GDP预期从0.4%上调至1%。
- **对于下一步货币政策，**鲍威尔传达了以下几点信息：1) 委员会相信货币紧缩的滞后效应会继续使通胀降温；2) 超级核心通胀的降温需要劳动力市场进一步放松；3) 几乎所有委员认为需要进一步加息，但会议没有讨论下次是否加息，也没有做出任何决定。
- **金融市场抹去年内降息预期。**联邦基金利率期货目前计价2023年9月达到利率终点5.32%，12月的合约利率则上涨至约5.23%，第一次降息的时间为2024年1月。由于美联储暗示仍将加息，国际市场黄金上涨、原油下跌。
- **暂停加息不等于暂停紧缩，缩表依然任重道远。**从2019年的经验来看，停止缩表的门槛比暂停加息更严格，以下2个条件需要满足其一：1) 美国经济出现衰退风险；2) 货币市场流动性出现短缺。本轮缩表的终点大概率仍需等待美国经济给出明确的衰退信号，与降息的起点可能不相上下。
- **紧缩至今，效果如何？**货币政策的效果具有滞后性，我们可以通过观察流动性和信贷条件来判断美联储是否可以安心等待前期政策为通胀进一步降温。
  - **货币供应量显著下滑：**截至2023年4月，M2从2022年7月的高点21.7万亿美元下降至20.7万亿美元；经过通胀调整的实际M2已经回落至2020年4月左右的水平。
  - **货币乘数先降后升：**美国的货币乘数从2021年Q3起重回上升通道，在一定程度上对冲了美联储的紧缩政策。
  - **信贷条件收紧仍在半途：**2021年Q3以来，银行业显著收紧了贷款标准，但企业的贷款增速在2022年Q2后才开始放缓。从历史规律来看，贷款增速的变化滞后于银行信贷标准的变化。未来信贷增速或将继续放缓。
  - **金融条件总体宽松：**金融条件较紧缩前有一定程度收紧，但较历史均值仍宽松。
- **货币政策的后续或仰赖经济前景。**如果美国经济衰退，即使是浅衰退，阻挠货币政策效果的一系列因素也会减轻，美联储可以等待货币政策的效果显现；如果美国经济不衰退，那么通胀大概率会反弹，美联储的加息之路仍有很久要走。
- **风险提示：**
  - 1) 厄尔尼诺效应可能扰乱全球供应链，推动美国通胀反弹，使美联储继续加息；
  - 2) 欧洲经济衰退风险可能使美联储提前转向宽松。

## 正文目录

1. 美联储如预期暂停加息并保持鹰派 .....	4
2. 暂停加息不等于暂停紧缩，缩表依然任重道远.....	5
3. 紧缩至今，效果如何 .....	6
4. 核心观点 .....	7
5. 风险提示 .....	8

## 图表目录

图 1 2023 年 6 月 FOMC 经济预测, % .....	4
图 2 利率期货市场计价的利率概率 .....	5
图 3 美联储总资产规模, 百万美元 .....	5
图 4 隔夜逆回购使用量, 十亿美元 .....	5
图 5 美国的基础货币, 百万美元 .....	6
图 6 美国 M2, 百万美元 .....	6
图 7 货币流通速度, % .....	6
图 8 信用卡贷款条件和增速, % .....	7
图 9 企业贷款条件和增速, % .....	7
图 10 芝加哥联储金融条件指数 .....	7

**事件：**美联储召开 FOMC 会议，暂停加息，联邦基金利率的目标范围保持在 5%-5.25%。

## 1. 美联储如预期暂停加息并保持鹰派

5 月的就业数据各说各话、通胀数据弱但还不够弱，正如市场所料，美联储选择了暂停加息、保持观望、前瞻指引偏鹰。SEP 中上调 2023 年年底利率预期中值到 5.6%，此前为 5.1%，预示下半年还要加息 50 个基点。SEP 中还将 2023 年的失业率预期从 4.5% 下调至 4.1%，GDP 预期从 0.4% 上调至 1%。

图1 2023 年 6 月 FOMC 经济预测，%

Variable	Median <sup>1</sup>				Central Tendency <sup>2</sup>				Range <sup>3</sup>		
	2023	2024	2025	Longer run	2023	2024	2025	Longer run	2023	2024	2025
Change in real GDP	1.0	1.1	1.8	1.8	0.7-1.2	0.9-1.5	1.6-2.0	1.7-2.0	0.5-2.0	0.5-2.2	1.5-2.2
March projection	0.4	1.2	1.9	1.8	0.0-0.8	1.0-1.5	1.7-2.1	1.7-2.0	-0.2-1.3	0.3-2.0	1.5-2.2
Unemployment rate	4.1	4.5	4.5	4.0	4.0-4.3	4.3-4.6	4.3-4.6	3.8-4.3	3.9-4.5	4.0-5.0	3.8-4.9
March projection	4.5	4.6	4.6	4.0	4.0-4.7	4.3-4.9	4.3-4.8	3.8-4.3	3.9-4.8	4.0-5.2	3.8-4.9
PCE inflation	3.2	2.5	2.1	2.0	3.0-3.5	2.3-2.8	2.0-2.4	2.0	2.9-4.1	2.1-3.5	2.0-3.0
March projection	3.3	2.5	2.1	2.0	3.0-3.8	2.2-2.8	2.0-2.2	2.0	2.8-4.1	2.0-3.5	2.0-3.0
Core PCE inflation <sup>4</sup>	3.9	2.6	2.2		3.7-4.2	2.5-3.1	2.0-2.4		3.6-4.5	2.2-3.6	2.0-3.0
March projection	3.6	2.6	2.1		3.5-3.9	2.3-2.8	2.0-2.2		3.5-4.1	2.1-3.1	2.0-3.0
Memo: Projected appropriate policy path											
Federal funds rate	5.6	4.6	3.4	2.5	5.4-5.6	4.4-5.1	2.9-4.1	2.5-2.8	5.1-6.1	3.6-5.9	2.4-5.6
March projection	5.1	4.3	3.1	2.5	5.1-5.6	3.9-5.1	2.9-3.9	2.4-2.6	4.9-5.9	3.4-5.6	2.4-5.6

资料来源：美联储，东海证券研究所

对于下一步货币政策，鲍威尔传达了以下几点信息：1) 委员会相信货币紧缩的滞后效应会继续使通胀降温；2) 超级核心通胀的降温需要劳动力市场进一步放松；3) 几乎所有委员成员认为需要进一步加息，但会议没有讨论下次是否加息，也没有做出任何决定。

金融市场抹去年内降息预期。联邦基金利率期货目前计价 2023 年 9 月达到利率终点 5.32%，12 月的合约利率则上涨至约 5.23%，第一次降息的时间为 2024 年 1 月。由于美联储暗示仍将加息，国际市场黄金上涨、原油下跌。

图2 利率期货市场计价的利率概率

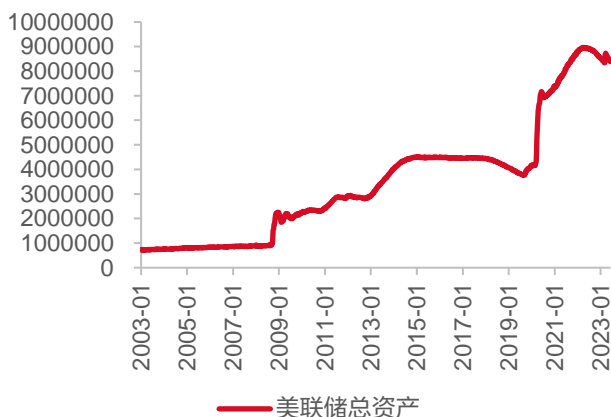
MEETING PROBABILITIES													
MEETING DATE	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575
2023/7/26						0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	36.8%	63.2%	0.0%
2023/9/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	31.6%	59.5%	8.9%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.1%	34.4%	54.5%	8.0%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	10.8%	39.3%	43.1%	6.0%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	5.3%	23.8%	41.0%	26.2%	3.3%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	3.5%	17.0%	34.6%	31.7%	11.8%	1.2%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	3.4%	16.6%	34.1%	31.8%	12.3%	1.5%	0.0%
2024/6/19	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	2.2%	11.6%	27.5%	32.7%	19.7%	5.6%	0.6%	0.0%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	1.9%	10.2%	25.2%	31.9%	21.6%	7.6%	1.3%	0.1%	0.0%
2024/9/25	0.0%	0.0%	0.1%	1.8%	9.8%	24.5%	31.6%	22.1%	8.3%	1.6%	0.2%	0.0%	0.0%
2024/11/6	0.0%	0.0%	0.1%	1.7%	9.4%	23.7%	31.2%	22.6%	9.0%	2.0%	0.2%	0.0%	0.0%
2024/12/18	0.5%	3.6%	12.9%	25.5%	29.1%	19.3%	7.3%	1.6%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源：CME，东海证券研究所

## 2. 暂停加息不等于暂停紧缩，缩表依然任重道远

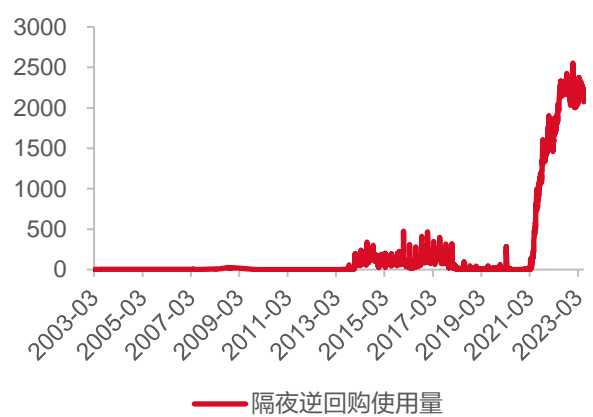
从 2019 年的经验来看，停止缩表的门槛比暂停加息更严格，以下 2 个条件需要满足其一：1) 美国经济出现衰退风险；2) 货币市场流动性出现短缺。本轮美联储的缩表进程并不顺利。初期缩减速度缓慢，2022 年三季度 MBS 持仓甚至不降反升，导致美联储一度面临质疑；2023 年 3 月，美联储对于银行业的救助措施使其资产负债表规模在缩表期间又逆势扩张到 8.7 万亿美元，抵消了之前所做的大部分努力。截止 2023 年 6 月 7 日当周，美联储仍有 8.39 万亿美元资产，较最高点只减去不到 6 千亿美元，仅仅回到 2021 年三季度的水平附近。美国国内货币市场流动性依然过剩，隔夜逆回购工具的使用量仍维持在 2 万亿美元以上，缩表任重道远。本轮缩表的终点大概率仍需等待美国经济给出明确的衰退信号，与降息的起点可能不相上下。

图3 美联储总资产规模，百万美元



资料来源：Wind，东海证券研究所

图4 隔夜逆回购使用量，十亿美元



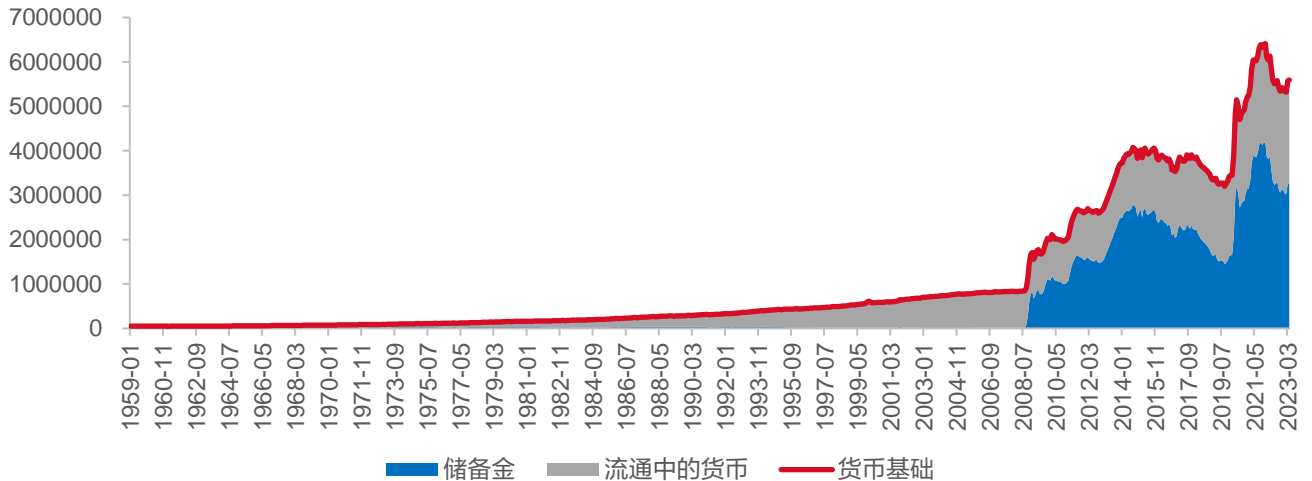
资料来源：Wind，东海证券研究所

### 3. 紧缩至今，效果如何

货币政策的效果具有滞后性，我们可以通过观察流动性和信贷条件来判断美联储是否可以安心等待前期政策为通胀进一步降温。

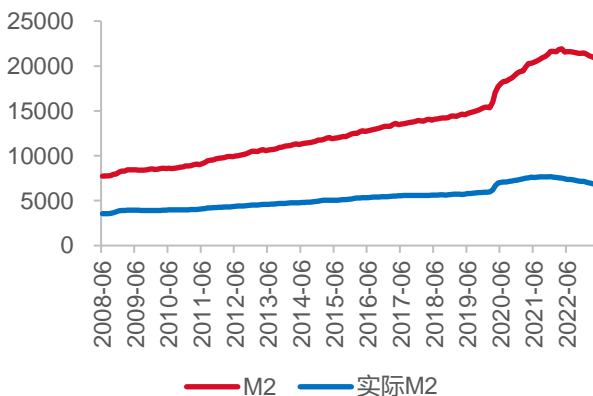
**货币供应量显著下滑：**截至 2023 年 4 月，基础货币从 2021 年 12 月的高点 6.4 万亿美元下降至 5.59 万亿美元；M2 从 2022 年 7 月的高点 21.7 万亿美元下降至 20.7 万亿美元；经过通胀调整的实际 M2 已经回落至 2020 年 4 月左右的水平。

图5 美国的基础货币，百万美元



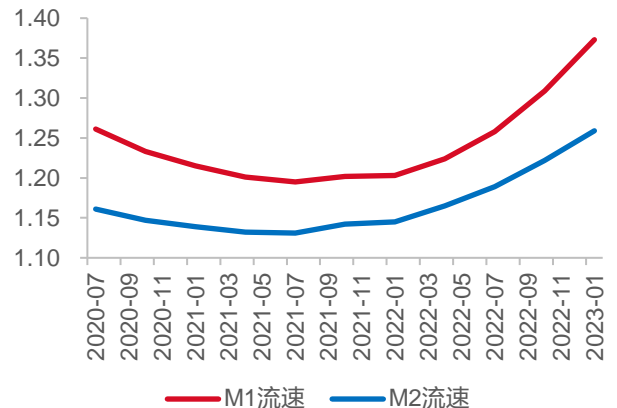
资料来源：Wind，东海证券研究所

图6 美国 M2，百万美元



资料来源：Wind，东海证券研究所

图7 货币流通速度，%

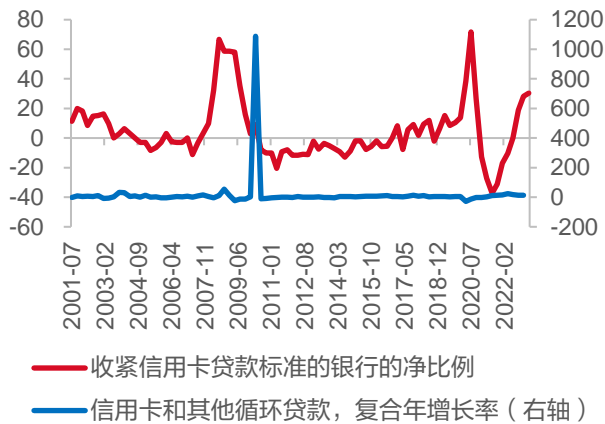


资料来源：Wind，东海证券研究所

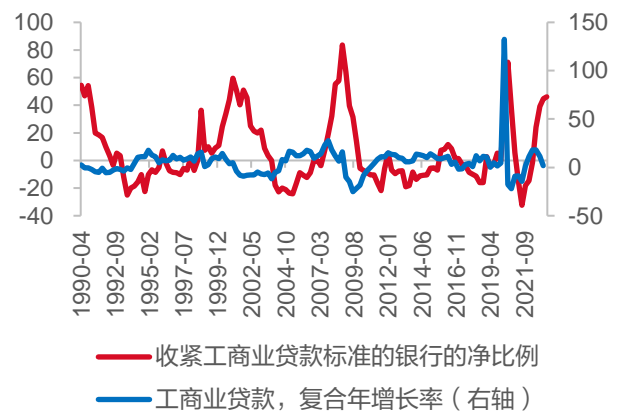
**货币乘数先降后升：**2020 年三季度，美国的货币乘数出现下滑，但从 2021 年 Q3 起重回上升通道，反映消费者和企业更倾向于通过消费和投资支出现金而非储蓄。这其中既有高通胀的影响，也有股市上涨带来的财富效应、对经济前景的信心等因素影响，其结果是在一定程度上对冲了美联储的紧缩政策。

**信贷条件收紧仍在半途：**美联储针对银行高级官员的调查显示，2021 年 Q3 以来，银行业显著收紧了贷款标准，但企业的贷款增速在 2022 年 Q2 后才开始放缓，本次货币紧

缩通过实体经济信贷渠道的效果有限。从历史规律来看，贷款增速的变化滞后于银行信贷标准的变化。未来信贷增速或将继续放缓。

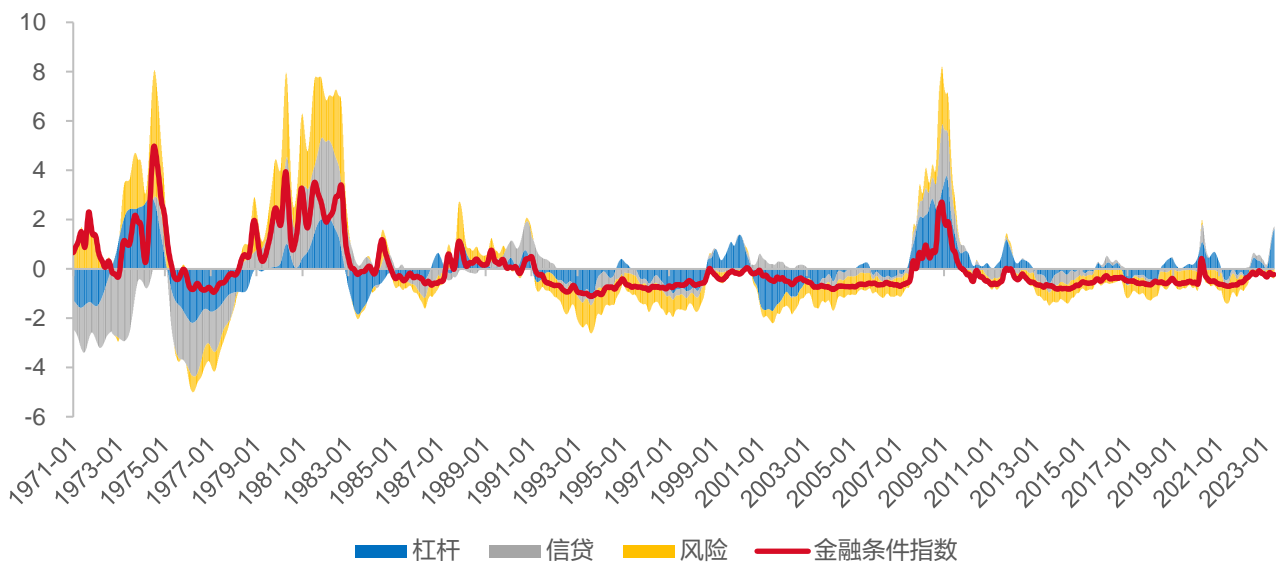
**图8 信用卡贷款条件和增速，%**


资料来源：Wind，东海证券研究所

**图9 企业贷款条件和增速，%**


资料来源：Wind，东海证券研究所

**金融条件总体宽松：**金融条件较紧缩前有一定程度收紧，但较历史均值仍宽松。

**图10 芝加哥联储金融条件指数**


资料来源：芝加哥联储，东海证券研究所

总体来看，美联储紧缩政策的效果被金融系统流动性泛滥、金融资产涨价带来的财富效应等因素有所稀释。货币政策的后续或仰赖经济前景，如果美国经济衰退，即使是浅衰退，阻挠货币政策效果传导的一系列因素也会减轻，美联储可以等待货币政策的效果显现；如果美国经济不衰退，那么通胀大概率会反弹，美联储的加息之路仍有很久要走。

## 4.核心观点

6月FOMC，美联储选择了暂停加息、保持观望、前瞻指引偏鹰。债券市场将第一次降息的预期时间推后至2024年1月。评估紧缩政策至今的效果后，我们认为经济的后续走势是决定后续政策的关键。我们的中性假设是美联储不再加息、继续缩表至降息前夕。

## 5.风险提示

- 1) 厄尔尼诺效应可能扰乱全球供应链，推动美国通胀反弹，使美联储继续加息；
- 2) 欧洲经济衰退风险可能使美联储提前转向宽松。



## 一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

## 二、分析师声明:

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师,具备专业胜任能力,保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑,采用合法合规的数据信息,审慎提出研究结论,独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论,不受任何第三方的授意或影响,其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

## 三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,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多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议,任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效,本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

## 四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

### 上海 东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦  
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)  
 电话:(8621) 20333619  
 传真:(8621) 50585608  
 邮编:200215

### 北京 东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F  
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)  
 电话:(8610) 59707105  
 传真:(8610) 59707100  
 邮编:100089