

2023 年 06 月 15 日

## 如期而至的“跳过”与更为鹰派的指引

策略研究团队

——投资策略点评

张弛（分析师）

zhangchi1@kysec.cn

证书编号：S0790522020002

当地时间 6 月 14 日，美联储宣布将联邦基金利率目标区间维持在 5%-5.25% 不变，是 2022 年以来连续 10 次总计加息幅度达 500BP 后的首次暂停。

### ● 如期而至的“Skip”，换来的是鹰派的前瞻指引

美联储 2023 年 6 月一致同意将联邦基金利率目标区间维持在 5%-5.25% 保持不变，最新声明新增“此次会议保持利率目标区间不变，让委员会能够评估更多的信息，及其对货币政策的影响。”(Holding the target range steady at this meeting allows the Committee to assess additional information and its implications for monetary policy)。如其所述，本次会议的“跳过加息”对于采取数据依赖策略(data-dependent)的美联储而言是折中的选择，给予其更多的时间窗口去观察复杂、混沌的经济数据变化；更为鹰派的利率前瞻指引则表明美联储不会重蹈 2022 年“偏鸽派”的表述被金融市场解读为货币政策转向信号，引致金融条件自发宽松的覆辙，同时预留了其后续货币政策操作的灵活性。结合最新的经济预测(SEP)来看：(1) 利率预期中位数全线上调，2023/2024/2025 年分别较 3 月点阵图上调 50/30/30BP 至 5.6%/4.6%/3.4%，即隐含的加息路径为 2023 年再加息两次。

(2) 美国经济年内不衰退，2023 年美国实际 GDP 增速预期较 3 月预测的 0.4% 大幅上调至 1.0%，2024/2025 年增速预期均被小幅下调 10BP 至 1.1%/1.8%，美国经济韧性凸显；而降温缓慢的劳动力市场同样推动美联储全线下调未来三年的失业率预测，2023/2024/2025 年的失业率预测分别较 3 月的 4.5%/4.6%/4.6% 下调至 4.1%/4.5%/4.5%。(3) 美联储抗通胀之路或依旧道阻且长，其青睐的核心 PCE 同比增速 2023 年预期从 3.6% 被上调至 3.9%，近来整体与核心通胀的分化趋势暗示价格粘性的依然强劲与通胀水平的结构性回落，而即使助力整体通胀快速走低的基数效应也将在下半年面临削弱。整体而言，通胀与经济增长或比金融市场预期的更有韧性，用以佐证中小银行风波事件冲击下信贷收缩以替代加息的商业银行信贷也已重回增长，显然难以期待美联储货币政策的过早转向。

### ● 美债收益率下行或受阻，人民币汇率短期仍然面临压力

记者会上，鲍威尔表示“几乎所有的参会委员都认为在年底前进一步加息是合适的”、“通胀压力仍然很高，让通胀回归 2% 的目标仍有很长的路要走”，我们理解，鹰派指引一则反映薪资价格的自身粘性可能推升通胀二次反弹的风险，二则或是纠正市场对于通胀快速回落的乐观预期。因此，无论后续现实的加息路径如何，市场预期的校正之下，美债收益率或面临向上修正的动力；而最新的经济预测(SEP)则展现了美国经济相对非美经济体的基本面韧性，美元指数与美国股市或继续因此受益。与之对应的是，中国近期下调了 7 天逆回购利率，中美利差或将延续低位，人民币汇率压力短期内或仍难以排除。

● **风险提示：**美国通胀持续高企甚至反复，令美联储加息力度超预期。

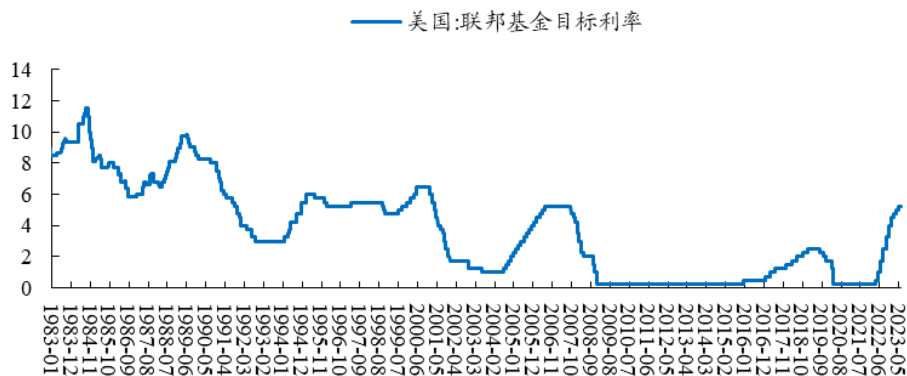
### 相关研究报告

《5 月社融：防御当下，然“黎明”依然可期——投资策略点评》-2023.6.13

《挖掘“洼地”中机会，构建三类“底部反转”策略——投资策略周报》-2023.6.11

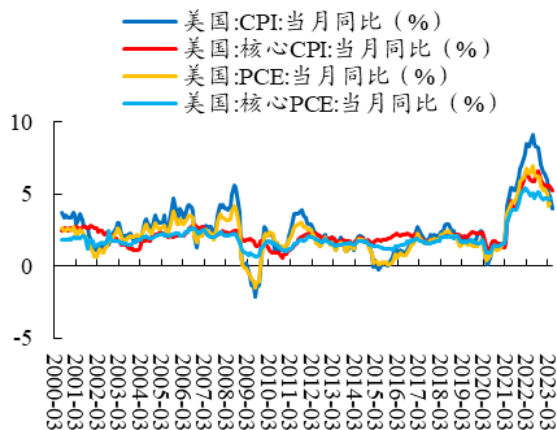
《人民币贬值周期回溯与启示：防御当下，布局长远——投资策略周报》-2023.6.4

附图 1：2022 年以来美联储累计加息 500BP，本次 6 月会议保持目标区间不变



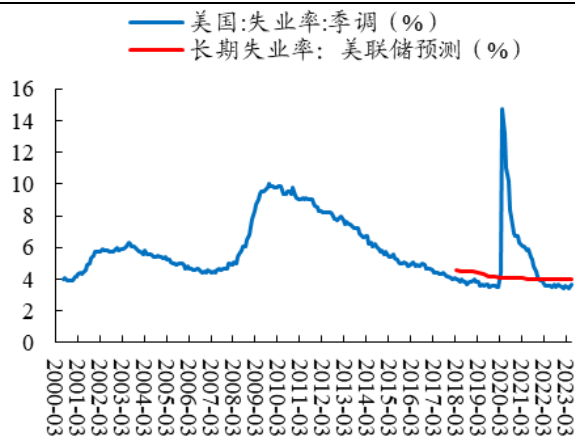
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 2：美国通胀水平下半年基数效应减弱



数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 3：美国 2023 年 5 月失业率仍低于长期预测水平



数据来源：The Fed、Wind、开源证券研究所

附图 4：美债 10Y 收益率或面临向上修正动力



数据来源：Wind、开源证券研究所

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn