

先摆好姿态，再相机抉择

——6月美联储议息会议传递的信号

核心观点

本月联储在暂停加息的同时对年内加息和降息问题给出截然不同的态度：对于年内降息坚决予以否认；对于未来继续紧缩的空间实际处于模棱两可的状态。

我们认为在当前就业市场的强韧性下，本月联储的第一要务是不能给予市场任何宽松预期，因此美联储坚决杜绝年内降息可能性合情合理，也完全符合我们预期。但在银行信用收缩尚不确定的背景下，美联储也处于相机抉择的过程中，年内的政策路径未必完全与点阵图和当前指引一致，7月议息、8月杰克逊霍尔年会均是下一阶段货币政策重要观测窗口。

如果银行信用收缩以及需求回落超预期，将有效缓解通胀和劳动力市场紧张；超储逐步耗尽和学生贷款恢复偿还义务也将在下半年削弱需求，Q4降息的可能性不能完全排除。

□ 继续加息空间模棱两可，坚决否认年内降息

利率区间方面，美联储本月暂停加息，符合市场预期。缩表方面，美联储将按950亿美元/月的原定计划继续执行。对于未来的政策路径：

一是关于未来加息节奏，鲍威尔的态度相较点阵图更为鸽派。本次点阵图指向年末政策利率预期位于5.5%-5.75%区间；即年内仍有50BP的加息空间且没有降息预期。但会后问答中鲍威尔对未来加息节奏给出了相对鸽派的信号：一方面指出点阵图并不完全对应未来的加息计划，未来联储仍将相机抉择，当前联储内部对于7月的加息节奏实际仍存在较大分歧，即7月的决策仍是“开放”的。另一方面，鲍威尔提出当前不应该称本次议息会议为“SKIP”（即跳过本月下月继续加息）；换言之，如果不是“SKIP”，则可能是“END”，同样指向包括7月在内的未来加息节奏是未定的。

二是关于年内降息，鲍威尔当下明确杜绝年内降息的可能性。会后问答中继续明确提出“年内不降息、距离降息的讨论仍有较长时间”。

三是对于银行风险和信用紧缩，美联储认为当前银行系统整体稳健，对于信用收缩的具体影响水平仍持不确定态度；但美联储正在密切关注商业地产风险。

整体来看，本次议息会议鲍威尔在年内加息幅度和降息空间上给出了截然不同的态度。在当前就业数据仍具有韧性的背景下，本月议息会议美联储的第一要务是不能给予市场任何宽松预期，对于年内降息坚决予以否认；但对于未来进一步紧缩的空间实际仍处于相对模棱两可的状态，我们认为主要源于金融稳定等因素的制约，这一结果也完全符合我们前期对本次会议基调的判断。各项资产在会议期间也整体保持震荡，美元和10年美债利率先上后下，美股先下后上。

□ 上调经济和就业预测，明确对当前通胀压力的评估仍然是上行风险偏大

本月发布的经济数据预测中，美联储将2023年的GDP预期大幅上修至1%，此前预测值为0.4%，2023年失业率预测大幅下修至4.1%，此前预期为4.5%。整体预测结果继续指向美国经济及就业韧性明显强于前期联储预期，鲍威尔也在会后记者问答中指出确有“软着陆”的可能性。

通胀方面，美联储小幅下修2023年PCE增速预期至3.2%，此前预测值为3.3%；但核心PCE增速预期再次上修至3.9%，此前预测值为3.6%。核心通胀粘性强于此前预期，主要仍然源于劳动力市场的韧性。会后声明中，鲍威尔同样指出当前经济的韧性核心仍然源自就业，虽然近期招工紧张出现了一定程度的缓解，但整体通胀的风险仍然趋于上行。

分析师：李超

执业证书号：S1230520030002

lichao1@stocke.com.cn

分析师：林成炜

执业证书号：S1230522080006

linchengwei@stocke.com.cn

相关报告

- 1 《通胀回落给予联储灵活决策空间——5月美国通胀数据传递的信号》 2023.06.13
- 2 《5月金融数据：预计下半年仍有降准、降息》 2023.06.13
- 3 《降息是股债双牛的起点》 2023.06.13

□ 加息暂停主要源于流动性虹吸和基数效应下通胀压力的阶段性缓解

我们认为本月加息暂停主要源于两方面考虑：一是债务上限达成后国债放量发行抽水使得流动性环境阶段性紧张；二是通胀压力在基数效应下快速回落为美联储观测信用收缩的影响提供了窗口期。

一是本月加息暂停与流动性环境存在较强关系。我们曾于《如果美国债务上限达成会怎样》中指出：债务协定达成后1年期以内短债发行可能放量并虹吸大量美元流动性，利率曲线可能抬升，近期美国国债市场的情况基本兑现我们的判断。

自6月4日拜登正式签署债务协定以来，美国国债发行开始放量，国债拍卖规模合计已达3711亿美元，均为1年期以内短债且以增量发行为主（并非到期续作）。从承接主体来看，美联储隔夜逆回购（ONRRP）中所淤积流动性释放对国债的承接量暂时有限，同期ONRRP余额仅下降152亿美元，说明多数债券仍由货币市场基金以外的主体（如居民部门等）承接并形成对流动性环境的虹吸作用（数据截至6月12日）。

二是美国通胀可能在基数效应下快速回落，为美联储的相机抉择提供了观察的窗口期。5月美国通胀下行至4.0%后，6月可能在基数效应作用下进一步回落至3.5%以下，通胀读数压力的缓解也给联储提供了喘息的窗口期，下次议息会议前仍有时间可以观测银行体系信用收缩对就业紧张和通胀压力的缓解力度。

□ 当前联储仍处于相机抉择的过程中，7月是否重启加息实际仍有不确定性

当前市场定价的政策路径是7月重启加息；本月点阵图也确实给出了下半年继续加息的空间。但如我们上文所述，联储当前对未来信用收缩同样持不确定性态度，需要根据实际情况的演变相机抉择。在此背景下，联储年内的政策路径未必与当前点阵图一致。如果银行信用收缩以及需求回落超预期，7月是否加息实际仍有不确定性，Q4降息的可能性不能完全排除。7月议息、8月杰克逊霍尔年会均是下一阶段货币政策重要观测窗口。

从实际出发，我们认为：在银行信用收缩的作用下，美国全年通胀下行可能超预期，Q4仍有降息空间：一是源于中小银行的信用收缩可能“定向”缓解三大招工最紧张行业的招工和工资增长压力，从而对美国通胀尤其是核心CPI压力的缓解起到“对症下药”的作用。二是美国居民超额储蓄下半年逐步耗尽（旧金山联储最新测算截至3月美国居民超额储蓄约5000亿美元，将在下半年逐步耗尽）和学生贷款自8月起恢复偿还义务（规模约1.6万亿美元）也将明显削弱消费需求，进一步缓解通胀压力，我们预计年末美国CPI可能回落至2.8%（详细请参考前期报告《水到渠成，股债双牛》）。

□ 学生贷款自8月起恢复偿还义务将削弱消费需求

学生贷款是居民贷款主要组成部分之一，截至2023年Q1规模达1.6万亿美元，占居民债务比重达9.4%。学生贷款在疫情期间享受了美国政府的双重福利：一是**延迟债务偿还**，2020年新冠一揽子方案在免除学生债务利息的同时，将学生债务的偿还期限推迟至2023年8月；二是**部分债务永久豁免**，拜登上任后加码政策豁免了约4410亿美元的学生债务（惠及超过3800万大学毕业生），在政策支持下学生贷款违约率从疫情期间的11%显著下行至0.67%。

上述两项福利可能在Q3中止，偿债压力增加将进一步在Q3对消费施加负面影响。一方面，2023年8月起，学生债务将恢复偿还；另一方面，作为本次债务上限谈判的牺牲品，拜登此前推行的债务豁免计划可能被推翻：

一是**学生债务豁免计划的受益人仍以中低收入和年轻群体为主**，偿债压力增加可能会对消费形成压制。纽约联储数据显示，拜登债务豁免计划97%的受益人是年收入低于75000美元的群体。低收入群体边际消费倾向高，是美国疫情以来消费能力超预期的中流砥柱；根据BLS的估算，年收入小于10万美元/年处于美国收入群体的75%分位以下，占美国整体消费额的比重为59%。

二是**学生贷款违约率将显著回升，助推银行信用收缩**。自疫情以来，受益于联邦政府对学生债务的延期政策，美国学生贷款坏账率由疫情前（2020年Q1数据）的11%陡降至0.67%。纽约联储报告显示，该计划豁免了超过500亿美元的学生贷款坏账，是导致学生贷款违约率大幅下行的主要原因。如果学生贷款豁免计划被取消，此前已经被银行定义为坏账的超过500亿坏账或将需要再度被偿还，由

于此类逾期贷款主要集中于黑人裔、西班牙裔等超低收入群体(年收入低于 50000 美元/年), 超低收入群体偿债压力的陡升可能会导致贷款违约率上行。

□ 美债利率短期或维持高位震荡

美债方面, 短期来看, 美债利率可能维持高位震荡。中期来看, 需重视信贷紧缩的影响, 下半年 10 年美债利率或回落至 3% 以下, 主要源于未来美国信贷收缩可能缓解招工和薪资增速压力, 从而带动通胀预期下行。

美股方面, 预计 Q3 受流动性抽水及衰退压力显性化影响可能有回撤风险, Q4 货币政策拐点明确后拐头向上。

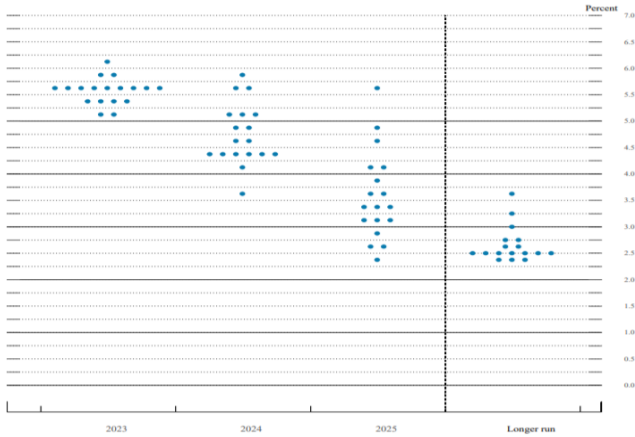
黄金方面, 预计下半年伦敦金将再度挑战 2070 的前高位置, 此后维持高位震荡。一是下半年海外金融市场的结构性隐忧仍在, 避险情绪仍是金价的重要支撑; 二是信用紧缩的环境下, 下半年美国通胀回落可能超预期, 货币政策宽松空间可能进一步打开, 实际利率下行将对金价形成提振。

□ 风险提示

美国通胀超预期恶化; 美联储流动性风险超预期恶化

1.重要图表

图1：2023年6月美联储点阵图



资料来源：美联储，浙商证券研究所

图2：2023年3月美联储点阵图



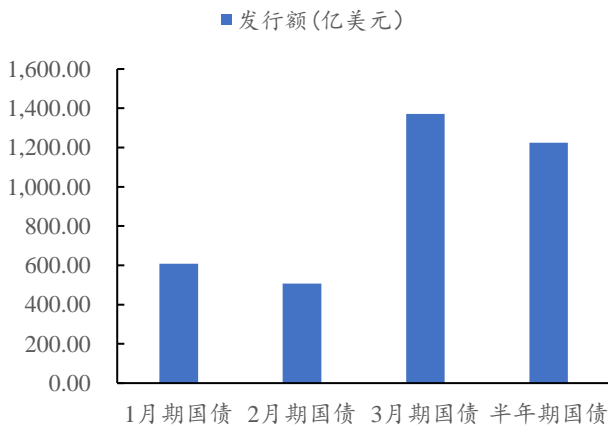
资料来源：美联储，浙商证券研究所

表1：美联储上调2023年经济增长预期和核心通胀预期（%）

		2023	2024	2025	长期
实际 GDP 增长	23年6月预测	1.0	1.1	1.8	1.8
	23年3月预测	0.4	1.2	1.9	1.8
失业率	23年6月预测	4.1	4.5	4.5	4.0
	23年3月预测	4.5	4.6	4.6	4.0
PCE	23年6月预测	3.2	2.5	2.1	2.0
	23年3月预测	3.3	2.5	2.1	2.0
核心 PCE	23年6月预测	3.9	2.6	2.2	
	23年3月预测	3.6	2.6	2.1	

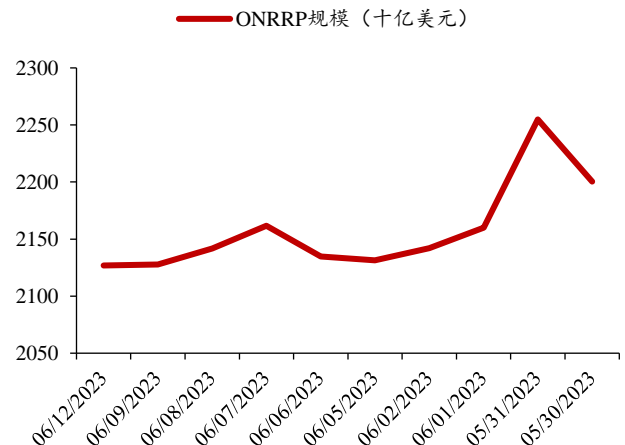
资料来源：美联储，浙商证券研究所

图3：债务上限达成后美国国债拍卖金额



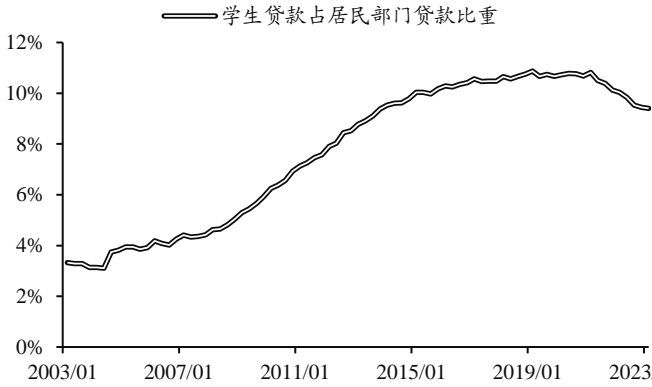
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图4：美联储隔夜逆回购规模（十亿美元）



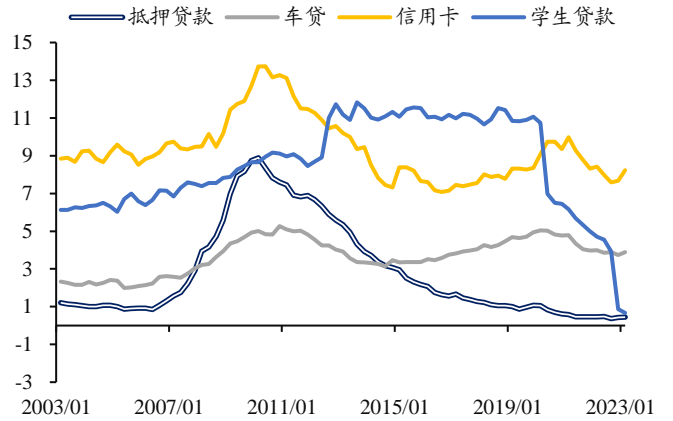
资料来源：纽约联储，浙商证券研究所

图5: 学生债务占居民部门债务比重 (%)



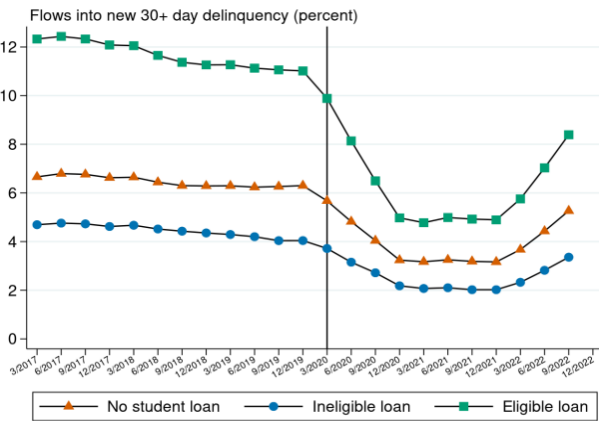
资料来源: 纽约联储, 浙商证券研究所

图6: 政府支持下, 学生贷款违约率显著下行 (%)



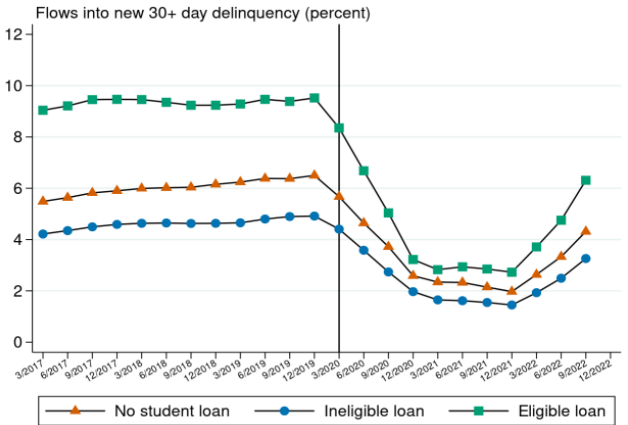
资料来源: 纽约联储, 浙商证券研究所

图7: 获得学生贷款补助群体信用卡违约率高于其他 (%)



资料来源: 纽约联储, 浙商证券研究所

图8: 获得学生贷款补助群体车贷违约率高于其他 (%)



资料来源: 纽约联储, 浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>

