

鹰派的暂停，美债利率高点仍待测试

——2023年6月份美联储议息会议点评

国投安信期货研究院

朱赫 期货投资咨询号 Z0015192

靳顺柔子 期货投资咨询号 Z0014424

事件:美联储货币政策委员会FOMC会后宣布将联邦基金利率目标区间维持在5%-5.25%，符合预期。从经济预测来看，和3月份议息会议相比，上调了2023年的经济增速预测和核心通胀水平的预测，并下调了2023年的失业率预测。整体来看，市场对于暂停加息有充分预期，而点阵图调高终端利率水平、以及年内仍然有2次加息的预期略超出此前市场的预期，属于偏鹰的元素。

点评:

一、会前关注点：最激进加息周期或按下“暂停键”，后续政策路径仍存分歧

5月份的议息会议上，美联储宣布将政策利率联邦基金利率的目标区间从4.75%—5%上调到5%—5.25%区间，加息25个基点，继续按照此前的计划缩表，幅度符合市场预期。议息会议的会后声明中的利率指引删除“预计可能适合增加紧缩”，使得市场认为这是暗示此后暂停加息，这一声明公布后，市场定价的7月降息概率有所上升。不过鲍威尔在发布会上又否定了降息，并表示银行业危机有所缓解以及仍然强调了压低通胀的重要性，市场对于发言做出了偏鹰理解。

5月份议息会议后，随着美国民主、共和两党就债务危机达成了最终协议，市场回归于关注美联储的货币政策导向和经济数据。在债务上限落地后，美联储或考虑到即将出现短债融资高峰，且市场对于美债收益率已经有了偏鹰的计价，因此在六月初释放了偏鸽的信号，暗示6月份暂停加息，但是可能是“跳过加息”，即7月份仍然不排除。从最近公布的经济数据来看，美国通胀压力已经较去年大幅缓解，但仍然存在隐忧。数据显示，在去年中期达到9.1%的峰值后，美国通胀开始逐步降温，5月CPI已经降至4.1%，且降幅超预期。但另一方面，需求驱动的核心通胀仍然具有粘性。劳动力市场方面，5月美国非农新增就业较4月提高4.5万人至33.9万人，显示劳动力市场仍然具有韧性；5月美国非农失业率较4月提高0.3个百分点至3.7%，与新增非农数据有所

背离,美国就业市场是否降温仍待进一步观察。强劲的劳动力需求下薪资同比增长 4.3%,远高于疫情前 2.8%的水平,对劳动力的强劲需求使美国通胀回落仍存不确定性。**且在美国消费者支出和服务业扩张的支持下,二季度美国经济有所加速,此前 IMF 小幅上调了 2023 年美国经济增长预期至 1.7%,高于 2023 年初 1.6%的预期,高盛则将今年衰退的可能性下调至 25%。总的来说,从 5 月份议息会议后到本次 6 月会议前,经济数据传递的信号依然较为复杂,各位委员的表态来看分歧也仍然存在。**

因此本次会议前市场的关注点在于:**首先,美联储是否会如期“跳过”6月加息。**从期货市场的交易结果来看,随着近期美国通胀数据的回落,美联储6月议息会议维持利率不变的概率涨至 95.3%,加息 25 个基点的概率降至 4.7%,**可以说 6 月暂停加息预期接近充分计入。其次,市场更关注美联储如何指引后续货币政策路径。**考虑到银行业面临的挑战,出于风险管理考虑的折中策略,美联储可能无需在本次会议继续加息来抑制通胀,从而有更多的时间评估政策变化及其对经济和市场的影响。**不过,后续加息路径仍存争议。**会议前期货市场交易出来的数据显示美联储将小幅上调点阵图,年底联邦基金利率终值或提高至 5.25%~5.50%区间,对应下半年再加息 25bp,但就 FOMC 究竟是否会在 7 月份加息目前分歧较大。市场也预期美联储最快在今年年底就将降息,“转向”(即降息)的时间节点同样呈现出较大的不确定性。**最后,最新的经济预测中有关经济增长、通胀预期等数据也将成为焦点。**结合最近的会议纪要,美联储内部并未对通胀放松警惕,认为依然难以接受。如前所述,劳动力市场成为了通胀的潜在推动力,考虑到年初以来通胀回落的速度始终没有达到美联储的合意水平,最新的经济预测可能显示今年核心 PCE 通胀的路径小幅上修。年初以来美国经济呈现出衰退的迹象但多项经济数据显示韧性好于预期,在通胀降温相对更明朗的情形下,市场将其视为积极信号,近期风险偏好亦得到提振,可能使得美联储对于未来经济走势更为乐观,也存在小幅上调今年的经济增长预测的可能。

二、会议内容- 暂停加息,但通过点阵图暗示年内仍有两次加息

货币政策操作方面,美联储货币政策委员会 FOMC 会后宣布,委员会决定将联邦基金利率目标区间维持在 5%-5.25%。点阵图来看,本次会议决策者预计联邦基金利率的适当水平将在今年年底为 5.6%,到 2024 年底为 4.6%,到 2025 年底为 3.4%。

今年年底的预测中值比我们 3 月份的预测高 0.5%。这意味着 2023 年年底前，美联储还将实现 2 次加息（25bp 一次），因此这构成了本次会议上相对比较“鹰”的元素。

在经济预测方面，预测中值显示今年实际 GDP 增长率为 1.0%，明年为 1.1%，远低于中长期 1.8% 的中值预测，看点在于是 3 月份会议预期增速 0.4% 的两倍多，同时 2023 年的失业率由 3 月预期的 4.5% 下调至 4.1%。PCE 通胀的中值预测为今年 3.2% 较上次的 3.3% 下调一个百分点，明年 2.5% 以及 2025 年 2.1% 与 3 月份会议持平。核心 PCE 通胀 2023 年的中值从 3 月份会议的 3.6% 上调至 3.9%。从经济周期组合状态上，美联储对于通胀预期与 GDP 增速分别高于和低于中长期预期值。这体现美联储认为短期通胀水平和中期潜在通胀的压力仍然较大，同时美国经济短期的增长和就业市场仍然能够承受更高的加息终点。

从发布会的其它内容来看，主要有以下几个看点：**首先，美联储认为紧缩政策的累计滞后效应正在逐步显示。**本轮加息周期以来，政策利率已经上调 500 个 BP，通过减少证券购买量实现的缩表也仍在进行中。近期回落的通胀数据表明，这些紧缩政策逐步发挥作用。为了稳定评估后续累积货币政策的传导效果，本次以暂停的方式获取评判时间窗口；**其次，强调了长期通货膨胀预期仍然比较高。**一部分原因在于商品供需有好转，但是持续恢复需要时间，此外住房服务通胀的回落需要劳动力市场状况持续放松，而劳动力的回落是缓慢的，甚至在本次 SEP 预测值中体现出相当的韧性；**第三，金融系统性风险是制约项但整体可控。**银行业危机事件使得美联储认识到银行业动荡后果或超出现有的评估情况，提示了银行与商业地产之间的风险传导关系存在，会加强对于集中持仓地产资产的中小银行进行严密监控，但是预计不会突然爆出影响系统的大风险。

整体来看，市场对于暂停加息有充分预期，而点阵图调高终端利率水平、以及年内仍然有 2 次加息的预期略超出此前市场的预期，属于偏鹰的元素。降低通货膨胀的目标可能需要一段时间的较低水平增长以及劳动力市场的走弱来确认，这符合美联储数据导向的基本政策思路。未来通胀预期的回落与金融风险的关注仍然是重点关注项。

三、市场展望— 风险资产开启筑底之路，但美债利率高点仍待测试

在 3-5 月份，美国的政策制定者快速地处理了美国银行业危机和美国债务上限的问题，避免了美国银行业危机演化成雷曼式的危机，也避免了美债的违约对于美国金融市

场深层次的冲击。美国的紧缩政策仅给美国金融条件带来适度的紧缩，达到了“渐进式紧缩”和“缓慢去杠杆”的效果，既维护了金融体系的韧性，同时实体经济中通胀又有一定的降温因素。5月份会议上，美联储一方面释放暂停信号，另一方面也压制年内降息的预期。当前会议结果表明，美国仍然试图平衡金融稳定，并对于存在韧性的核心通胀等因素仍然保持警惕，释放出加息周期仍然要延长的信号。

未来或从三个方向把握宏观矛盾的主线：**第一，关注中美经贸关系和地缘局势的演变**，进入到2季度后，中美经贸谈判仍然较为艰难，与此同时俄乌局势仍然尚不明朗。经贸关系向着积极方向推动以及俄乌局势向着缓和方向发展，会让通胀缓解和流动性缓解的利好，盖过经济回落带来的利空，对于风险资产带来提振，反之则会推动通胀韧性和流动性紧缩延长，并伴随着增长压力的增大，从而对于风险资产带来抑制。当前阶段美国高级官员访华表明中美经贸关系再度到了关键的十字路口，关注后续进展；**第二，关注近期风险偏好修复下美联储继续对于美债利率上限的测试**，进入到5月份之后，在快速平抑了硅谷银行业压力和美债务上限问题后，美国经济和资产价格展现出了对于高利率水平的适应能力，并且本次会议通过点阵图进一步上调终端政策利率以及上调年内的经济增速和核心通胀预期，也与这种适应能力相呼应。债务上限的打开，一方面国债发行增加对于美联储的加息有替代效应，但同时也对于经济的韧性有正向作用。在5-6月份随着美国金融条件保持了一定韧性的基础之上，未来关注美联储是否会继续测试美国对于美债利率的承受上限；**第三，关注国内逆周期政策的出台**，近期在人民币贬值的过程中，随着OMO政策利率的下调，表明贬值再度给货币政策带来空间，政策利率的下调大概率是稳增长政策组合的序幕，但是一揽子财政和准财政政策落地的力度和节奏尚需跟踪。

总体而言，在国际局势和经济政策推动“美债利率强势，人民币贬值”的趋势扭转前，风险资产尤其是国内定价的品种的反弹以修复性和震荡筑底为主，等待驱动的进一步明朗。金融品而言，5月份议息会议后，整体上国内经济政策仍处于观望期，增长因子折返明显，但国内资金面偏宽松，股市震荡格局展开同时债市维持了强势且收益率曲线陡峭化（详细请见《暗示暂停加息表态暂不降息，“渐进式紧缩”尚未终结—5月份美联储议息会议点评》）。股指经过2季度风险的释放，近期随着美元的整固出现修复

性反弹，而债市则在国内经济延续回落和国内货币政策宽松延续下继续偏强。当前股市的震荡筑底和债市的冲高仍然在延续中，随着股债性价比的调整，后续来看，耐心等待宏观政策的进一步转向，等待宽信用的进一步回归驱动股债的再平衡。

商品方面，当前阶段从现实角度来看，国内经济处于外需和内需共振回落的阶段，增长因子弱势，国内工业品整体基本面处于承压状态，不过随着近期经济数据的持续回落，对于逆周期政策的预期不断增强，且最近在海外市场美元整固的过程中，商品出现了一定的估值修复。在“美债利率强势，人民币贬值”的当下，大宗商品整体缺乏较强的驱动，但是当前阶段政策预期开始对于商品在低位构成一定的支撑。参考 2022 年的经验，在汇率贬值后，打开了货币政策空间，随后降息和一系列稳增长政策陆续出台。此次降息大概率是政策组合出台的起点，后续宽信用政策力度以及政策节奏还需要观察，但是整体来看，商品经过 2 季度的持续调整后可能会进入到筑底期，等待逆周期政策驱动进一步发力。

风险提示：俄乌战事升级和能源农产品安全有所反复，地缘政治博弈下中美经贸进一步复杂化；美债流动性压力叠加美国通胀压力难以缓解，美国银行业危机再度回归；国内地产基本面压力难以缓解，人民币贬值幅度加深。

表：近几次美联储 FOMC 会议会后声明对比

	2023 年 3 月会议声明	2023 年 5 月会议声明	2023 年 6 月会议声明
经济	<ul style="list-style-type: none"> 最近的指标显示支出和生产增长和缓。近几个月来，就业增长有所加快，而且正在以强劲的速度增长，失业率保持在低位。 	<ul style="list-style-type: none"> 一季度经济活动以温和的步伐扩张。最近几个月就业增长强劲，且失业率保持在低位。 	<ul style="list-style-type: none"> 最近的指标显示，经济活动继续以温和的步伐扩张。近几个月就业增长强劲，失业率保持低位。
通胀	<ul style="list-style-type: none"> 通货膨胀仍然居高不下。 	<ul style="list-style-type: none"> 通货膨胀仍然居高不下。 	<ul style="list-style-type: none"> 通货膨胀仍然居高不下。

	<ul style="list-style-type: none"> ● 美国的银行体系是健全和有弹性的。最近的事态发展可能导致家庭和企业的信贷条件收紧，并对经济活动、就业和通货膨胀造成压力。这些影响的程度尚不确定。委员会仍然高度关注通胀风险。 	<ul style="list-style-type: none"> ● 美国银行体系健全且富有弹性。对家庭和企业更紧的信贷环境，可能对经济活动、就业和通胀造成压力。这些影响的程度是不确定的。委员会仍然高度关注通胀风险。 	<ul style="list-style-type: none"> ● 美国银行体系健全且有韧性。对家庭和企业更为收紧的信用环境可能对经济活动、招聘和通胀造成压力。这些影响的程度是不确定的。委员会仍然高度关注通胀风险。
<p>货币政策工具</p>	<ul style="list-style-type: none"> ● 委员会决定将联邦基金利率的目标区间上调至 4.75% 至 5%。委员会将密切监测新信息，并评估对货币政策的影响。在确定该目标区间未来的上调程度时，委员会将考虑货币政策的累计紧缩、货币政策在影响经济活动和通胀上的滞后性以及经济和金融状况的发展。 ● 委员会坚定致力于让通胀回归其 2% 的目标。委员会预计，一些额外的政策收紧可能是合适的，以达到“足够限制性”水平使通胀重回 2%。 ● 如之前公布的计划所述，委员会将继续减持美国国债、 	<ul style="list-style-type: none"> ● 委员会决定将联邦基金利率的目标区间上调至 5% 至 5.25%。委员会将密切关注后续信息并评估对货币政策的影响。为了判断何种程度的额外政策收紧对通胀回归 2% 是合适的，委员会将考虑货币政策的累计紧缩、货币政策在影响经济活动和通胀上的滞后性以及经济和金融状况的发展。 ● 委员会坚定致力于让通胀回归其 2% 的目标。 ● 如之前公布的计划所述，委员会将继续减持美国国债、机构债券和机构抵押贷款支持证券。 	<ul style="list-style-type: none"> ● 委员会决定维持联邦基金利率的目标区间为 5% 至 5.25%。此次会议保持(利率)目标范围不变，让(FOMC)委员会能评估更多的信息，及其对货币政策的影响。为判断可能适合让通胀随着时间推移回到 2% 的额外政策紧缩程度，委员会将考虑货币政策的累计紧缩、货币政策在影响经济活动和通胀上的滞后性以及经济和金融状况的发展。 ● 委员会坚定致力于让通胀回归其 2% 的目标。 ● 如之前公布的计划所述，委员会将继续减持美国国债、机构债券和机构抵押贷款支持证券。

	机构债券和机构抵押贷款支持证券。		
--	------------------	--	--

图：2023年3月议息会议点阵图

图：2023年6月议息会议点阵图

Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate

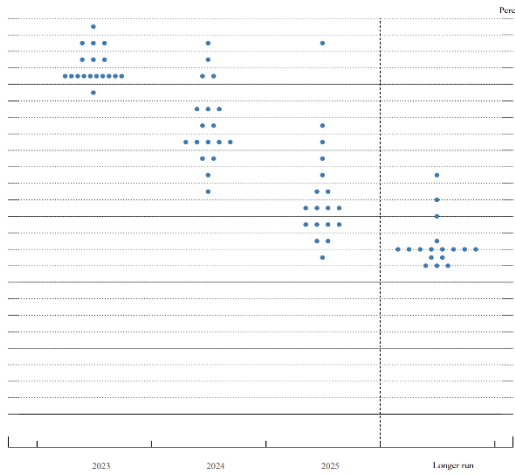
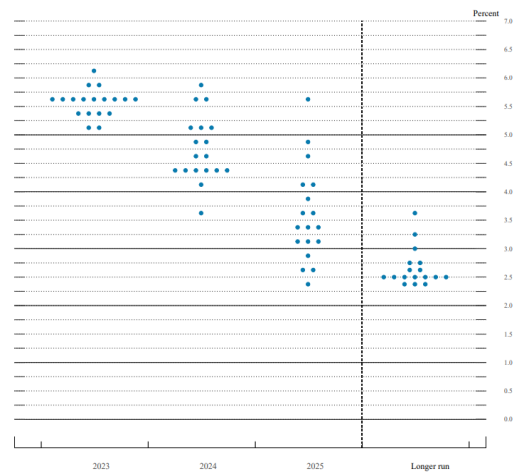


Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



资料来源：美联储，国投安信期货

资料来源：美联储，国投安信期货

图：2023年3月议息会议数据预测

图：2023年6月议息会议数据预测

Variable	Median ¹			
	2023	2024	2025	Longer run
Change in real GDP	0.4	1.2	1.9	1.8
December projection	0.5	1.6	1.8	1.8
Unemployment rate	4.5	4.6	4.6	4.0
December projection	4.6	4.6	4.5	4.0
PCE inflation	3.3	2.5	2.1	2.0
December projection	3.1	2.5	2.1	2.0
Core PCE inflation ⁴	3.6	2.6	2.1	
December projection	3.5	2.5	2.1	
Memo: Projected appropriate policy path				
Federal funds rate	5.1	4.3	3.1	2.5
December projection	5.1	4.1	3.1	2.5

Variable	Median ¹			
	2023	2024	2025	Longer run
Change in real GDP	1.0	1.1	1.8	1.8
March projection	0.4	1.2	1.9	1.8
Unemployment rate	4.1	4.5	4.5	4.0
March projection	4.5	4.6	4.6	4.0
PCE inflation	3.2	2.5	2.1	2.0
March projection	3.3	2.5	2.1	2.0
Core PCE inflation ⁴	3.9	2.6	2.2	
March projection	3.6	2.6	2.1	
Memo: Projected appropriate policy path				
Federal funds rate	5.6	4.6	3.4	2.5
March projection	5.1	4.3	3.1	2.5

资料来源：美联储，国投安信期货

资料来源：美联储，国投安信期货

免责声明

本研究报告由国投安信期货有限公司撰写,研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则,以合法渠道获得这些信息,尽可能保证可靠、准确和完整,但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据,不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证,无论是否已经明示或者暗示。国投安信期货有限公司将随时补充、更正和修订有关信息,但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本报告版权仅为国投安信期货有限公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布,需注明出处为国投安信期货有限公司,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。国投安信期货有限公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。