

美联储暂停加息，保留进一步加息空间

——美联储6月FOMC点评

2023年6月16日

宏观经济 | 事件点评

分析师

康明怡 电话：021-25102911 邮箱：kangmy@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480519090001

事件：

美联储暂停加息，联邦基金利率维持 5%~5.25%。

主要观点：

- 1、 前瞻指引很好的表达了本次停止加息不产生宽松预期的意图。
- 2、 核心通胀回落没有明显进展，年内降息概率很低。
- 3、 宏观上美国经济并未过热，而是消费过热。
- 4、 短端利率倒挂结束，可承受 7 月加息。维持后续若高于 5.25%，衰退风险加大。
- 5、 市场观点不变，即美十债正常波动范围为 3.4%~3.9%，上限为 3.85~4%；美股维持下一季度财报之前没有明显的风险点。长期仍保持中性。
- 6、 欧洲政策利率与通胀距离较大，加息必要性远高于美国。

上次会议声明中删减的“认为还需加息”再次出现，点阵图给出再加息 50bp 的预期。鲍威尔在新闻发布会并没有太多强调还会加息 50bp，而是说是否加息取决于数据，避免用“skip”来形容本次停止加息。他认为利率终点水平和达到终点的速度是独立的两件事情。他多次提及没有看到通胀回落有明显进展，特别是核心通胀；劳动力市场仍然紧绷，但也有部分缓解。首次明确提及年内不太可能降息，这与我们历次点评强调的一致。可以看出目前的美联储政策重心仍是通胀。总体而言，本次的前瞻指引很好的传递了美联储暂停加息的含义，避免市场产生宽松预期。

核心通胀回落没有明显进展，年内降息概率很低。这一观点与我们 CPI 点评一致，核心 CPI 同比的小幅回落基本是基数效应。核心通胀环比从去年 12 月起进入 0.4% 附近的平台，并未出现显著放缓，今年 3~5 月还出现微涨，因此短期看不到降息逻辑。需看到扣除住宅以外的核心 CPI 环比稳定的处于 0.3% 以下，5 月为 0.3%，前值 0.4%。纯基数角度，若未来环比规模不再反弹，6 月 CPI 同比大概率为全年最低点，至 3.5~4%。随后缓慢升高至年末 5%。，最早考察降息是否合适的时间段为 4 季度，若年尾同比低于 5%，则随后或有小幅降息的概率。

鲍威尔对未来通胀的关注仍主要集中于以人力成本为主的服务业。他认为通胀分为三个部分，一是能源和商品，能源价格回落，商品的供应短缺已得到极大缓解。二是住宅，住宅的领先指标如租金已于去年 9 月见顶回落，虽最近部分地区租金同比小幅上涨，但涨幅远低于去年。由于 CPI 中住宅分项的滞后性可长达一年，预期下半年住宅分项将会继续回落。三是除住宅以外的服务分项，这部分主要受到人力成本的影响。目前，中高收入人群工资同比已经见顶，后 25% 的人群尚未，以餐饮业就业恢复速度测算，叠加夏季旅游高峰，预计还需要两个季度才能缓解。考虑到扣除住宅以外的核心服务通胀占 CPI 比重为 27.6%，住宅占 34.4%，我们认为住宅分项见顶回落可对冲其余服务核心通胀压力，后期核心 CPI 环比以缓慢回落为主。

我们认为，宏观上美国经济并未过热，而是消费过热。消费的迅速过度恢复与就业市场固有的缓慢复苏特征是造成去年至今劳动力市场紧绷的主要原因。消费的迅速恢复与美国家庭部门的资产负债表没有受损，反而收入增加有关，这是与以往经济复苏初期最大的不同。由于财政的资助，疫情期间失业人群的收入反而总体高于疫情之前，使得消费恢复的异常迅速。目前，商品消费虽然回落，但仍高于次贷危机以来的长期趋势；服务消费在去年一季度疫情管控全面放开后，三季度就已恢复至长期趋势。而在一般经济复苏初期，失业失群的消费能力较弱，消费与就业复苏的同步性远高于本轮疫情周期。

利率终点取决于对通胀和衰退之间的取舍。在一般周期中，以当前的通胀水平，足够限制性的利率水平应在 6%+，我们之所以认为 5.25% 以上衰退风险加大主要是对企业杠杆处于高位以及实现软着陆的考虑。由于家庭部门杠杆率较低，对高利率的承受能力高于上一轮周期，但也接近上限。家庭部门（即消费）不是本轮经济周期的风险点，反而是经济软着陆的重要支撑

点。但企业杠杆目前处于高位，远高于 2006 年和 2000 年。由于企业部门多数债务的利率并非一年浮动一次，很多存量贷款仍然享受过去极低的利率水平，高利率对企业债务负担的影响显现的要明显慢于家庭部门的循环消费贷款。若要兼顾软着陆的目标，选择长期维持相对高位的利率水平要优于达到绝对高位利率水平。

利率结构改善，可以承受一次 25bp 的加息。1 年期国债利率已回到 FFR 上方，**短端利差倒挂结束，利率结构部分改善。**同时，FFR 利率在最近两个月中表现非常平稳，并未再次出现 3 月异常波动情况。这表明市场可承受未来的小幅加息并开始计入预期。若 6 月核心通胀环比仍保持目前的状态，7 月可以小幅加息。我们认为 7 月是否加息取决于 6 月核心 CPI 环比是否能跌落目前 0.4% 的平台，而非 CPI 同比是否继续回落。

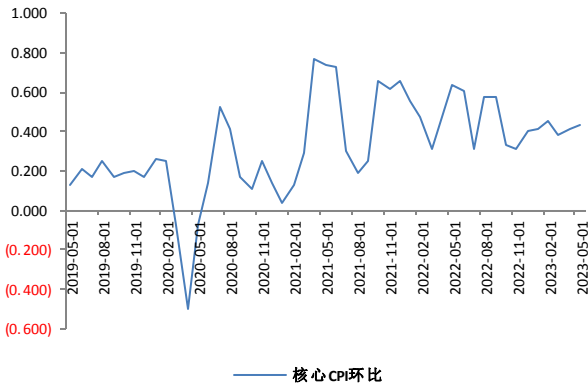
欧洲加息紧迫性远高于美国。从历史数据来看，正常周期中，政策利率不低于通胀才能起到遏制通胀的作用。即使考虑到目前宏观杠杆率远高于以往，两者也至少要接近。从这一角度来看，美联储基本完成加息进程，欧洲收紧货币政策的紧迫性显著高于美国。

市场观点不变，即美十债正常波动范围为 3.4%~3.9%，上限为 3.85~4%；美股维持下一季度财报之前没有明显的风险点。长期仍保持中性。

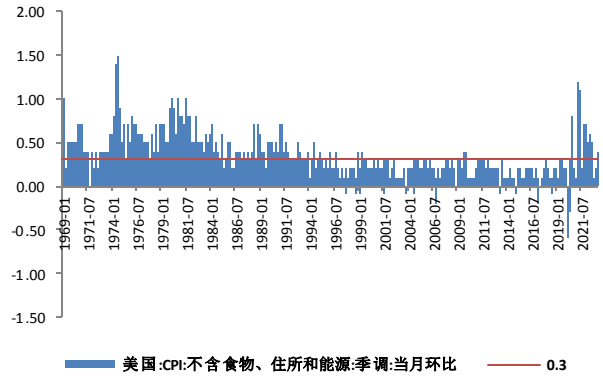
风险提示：海外通胀回落不及预期，海外经济衰退。

图1：核心 CPI 环比没有下降

图2：非住宅核心 CPI 环比需稳定降至 0.3% 以下

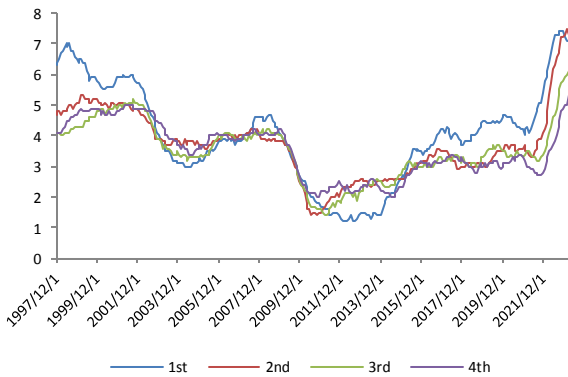


资料来源: FRED, 东兴证券研究所



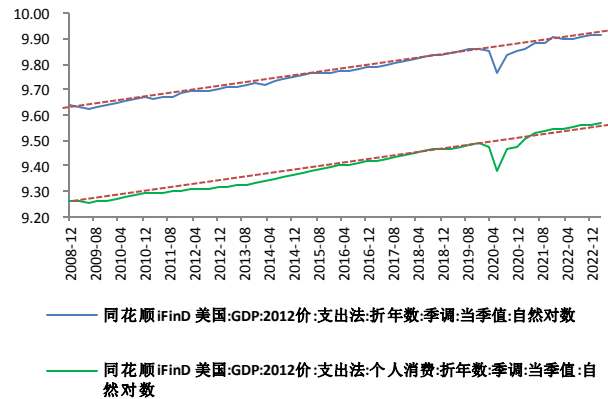
资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图3: 后 25%收入人群 12 月移动平均尚未见顶



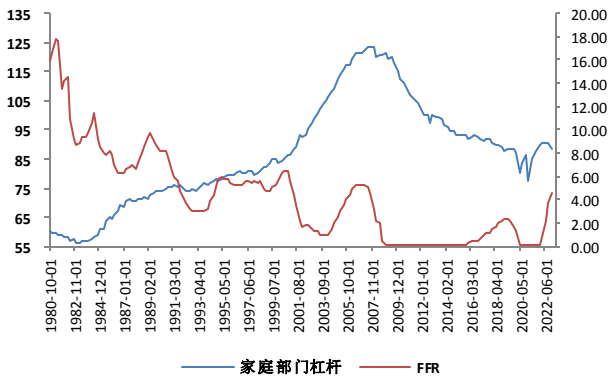
资料来源: 美联储, 东兴证券研究所

图4: 宏观并未过热, 消费相对过热



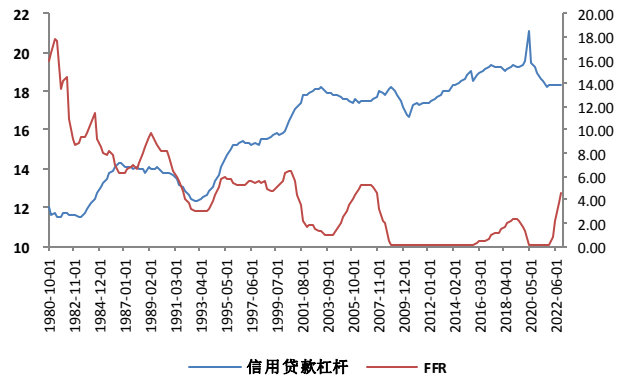
资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图5: 美国家庭部门总杠杆可以承受当前利率



资料来源: FRED, 东兴证券研究所

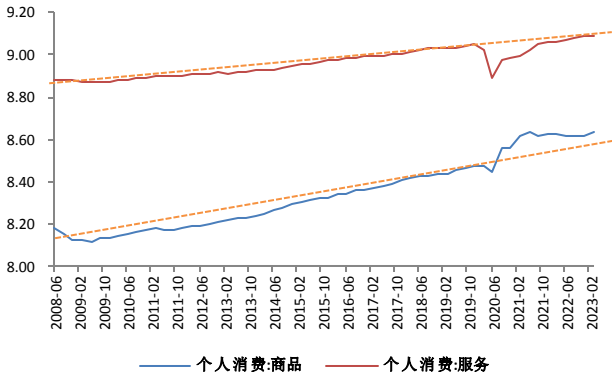
图6: 美国家庭部门消费杠杆可以承受当前利率



资料来源: FRED, 东兴证券研究所

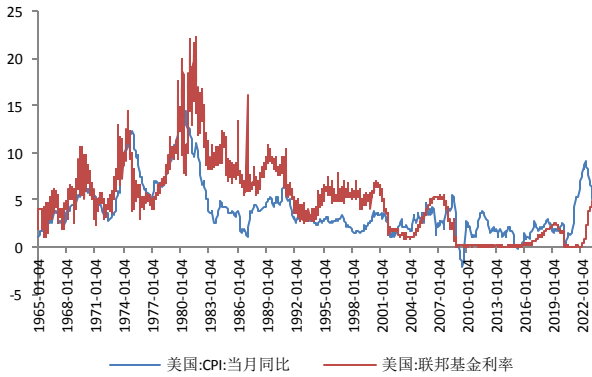
图7: 商品消费过热, 服务消费恢复迅速

图8: 短端利差倒挂修复 (1年期-FFR)



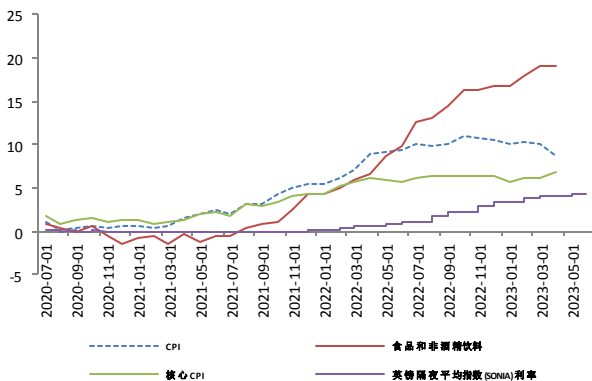
资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图9: 美国政策利率已高于CPI

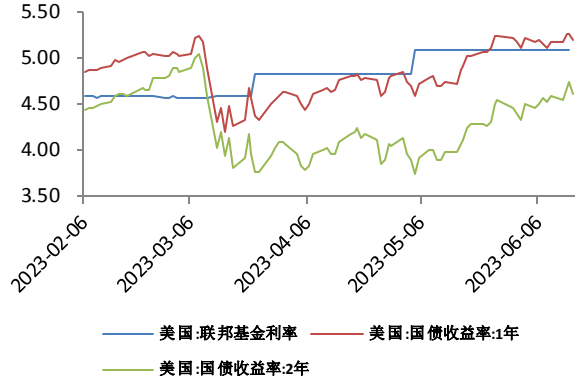


资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图11: 英国政策利率离终点也有明显距离



资料来源: iFinD, 东兴证券研究所



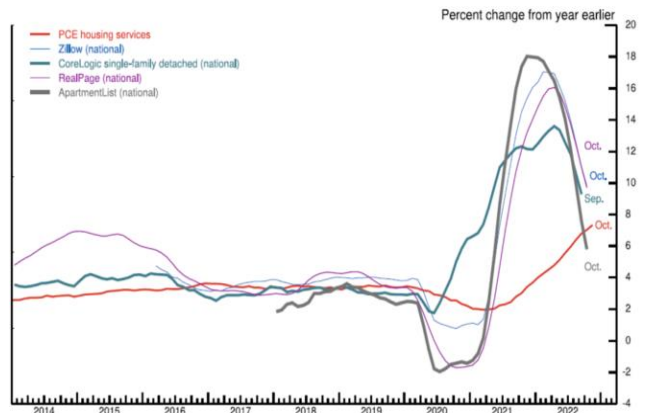
资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图10: 欧洲政策利率离终点尚有明显距离



资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图12: 住宅领先指标已回落近一年



资料来源: FED, 东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
宏观普通报告	宏观普通报告：基数效应护航，6月CPI将继续回落	2023-06-14
宏观普通报告	宏观普通报告：非农仍有上升空间	2023-06-06
宏观普通报告	宏观普通报告：美国6月通胀同比可降至4%	2023-05-11
宏观普通报告	宏观普通报告：4月非农不影响6月美联储利率决议	2023-05-08
宏观普通报告	宏观普通报告：美联储无限接近暂停加息	2023-05-04
宏观普通报告	宏观普通报告：美国一季度GDP不及预期，但消费强劲	2023-04-28
宏观普通报告	宏观普通报告：美联储期待银行信用收紧缓解通胀	2023-03-23
宏观普通报告	宏观普通报告：美国通胀回落趋势保持，3月加息0或25bp	2023-03-15
宏观普通报告	宏观普通报告：非农仍有空间，SVB对加息影响有限	2023-03-13
宏观普通报告	宏观普通报告：美国通胀回落不及预期，市场对加息终点预期略有升温	2023-02-15

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

康明怡

经济学博士。分别就读于武汉大学、清华大学和明尼苏达大学，博士期间曾在明尼苏达大学、美联储明尼阿波利斯分行从事多年教学和访问工作。2010 年开始执教于复旦大学经济学院 985 平台，上海浦江人才计划项目。2017 年加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京 西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层 邮编：100033	上海 虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层 邮编：200082	深圳 福田区益田路 6009 号新世界中心 46F 邮编：518038
---	--	---

电话：010-66554070
传真：010-66554008

电话：021-25102800
传真：021-25102881

电话：0755-83239601
传真：0755-23824526