

75bp 后如何看未来加息节奏

——美联储 6 月会议点评

报告摘要

证券分析师：尤春野

电话：021-58502206

E-MAIL: youcy@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190522030002

美联储加息 75bp，市场鸽派解读。美联储 6 月议息会议加息 75bp，这是 1994 年以来最大的单次加息幅度。决议公布后，美元短线跳升，但随后大幅下跌；10 年期美债收益率短线跳涨，但随后也大幅下行。黄金涨超 1.5%，美国三大股指均涨超 1%，纳指领涨 2.5%。可以看出市场对这一次加息做出了鸽派的解读。为何加息 75bp 而市场仍觉偏鸽？这是因为上周五美国超预期的 CPI 公布之后，资本市场已经大幅提升对加息的定价，不仅对 6 月会议加息 75bp 有非常充分的预期，且抬升了后续加息路径的预期高度。而本次会议上鲍威尔没有释放更加鹰派的言论，根据 CME Group 利率期货所显示的对未来利率路径的预期，在会议之后对加息终值的高度预期反而降低了。所以本次加息并未对市场产生负面冲击。

会议传达了哪些重要信息？第一，美联储大幅下调了对经济的预期。美联储对今年、明年和后年的增长预期分别下调了 1.1、0.5 和 0.1 个百分点至 1.7%、1.7% 和 1.9%。这一增长水平低于美国以往年份中平均 2% 左右的增长速度，即美联储客观承认了抗击通胀所要付出的经济代价。鲍威尔在新闻发布会上表示“我们看到经济有所放缓，但仍处于健康的水平。”整体来看，相比于此前美联储对“软着陆”的自信，当前美联储对未来的经济相对悲观。第二，美联储点阵图显示全部官员都认为今年年末将会加息至 3% 以上，中位数为 3.5%。这意味着年内接下来四次会议以大部分会议以 50bp 甚至更高的幅度进行。2023 年末利率将在 3.75%，较 2022 年继续提升，2024 年开始降息。不过值得注意的是美联储内部存在较大分歧，点阵图显示有与会者认为 2023 年就会降息。鲍威尔在新闻发布会上表示，“预计加息 75 个基点的举措不会成为常态。”这也是市场认为美联储仍偏鸽派的重要原因。相比之下市场对 7 月加息 75bp 的预期仍然非常强。第三，美联储需要确切的证据来表明通胀下降。鲍威尔表示，“在我们真正看到通胀下降的有力证据之前，我们不会宣布胜利。”这传达出两方面意图：一是目前在通胀见顶之前，经济即使压力很大也不会是美联储主要考量因素；二是通胀即使短暂下行也不足以让美联储彻底转变态度，需要确定性的趋势。

如何看待未来的加息节奏？鉴于美国 5 月份 CPI 数据超预期上行，打破了“通胀见顶”的预期。所以今年美联储加息的步伐将会贯穿全年，

停止加息的可能性降低了。未来加息的节奏及市场的预期主要由通胀的走势决定。我们认为美国通胀将于三季度确认顶部。通胀的实际顶部可能在三季度出现，也可能更早，但是在 5 月份 CPI 的意外反弹出现后，美联储和市场对于通胀顶部的“确认”将会更加谨慎，所以在三季度之前加息预期难以明显下行。我们认为通胀即将见顶的主要原因是美国及其它发达国家经济下行、需求放缓的速度超出预期。通胀顶部即为加息预期的顶部。美联储加息的步伐可能会贯穿全年，但加息预期的顶部将会提前出现。我们认为三季度通胀顶部确认之后，加息预期也会逐步下行，市场对流动性的恐慌有望逐步缓和。

对资产价格的影响如何？我们认为美元指数再上行的空间不大。当前主导美元指数的主要因素有两个，一是美联储的加息预期，二是美国长期经济前景。我们观察到从 5 月会议至今，虽然市场对加息的预期大幅增加，但是美元指数走强的幅度极为有限，近日最高点距离 5 月份高点上升幅度不足 1.5%，这是因为美国经济长期前景愈加黯淡，对美元形成压制。本轮加息周期和以往几轮不同的是美国经济状况非常脆弱，所以加息的同时也会大幅增加经济衰退的概率，导致美元上行受阻。我们认为 10 年期美债收益率接近顶部。第一，从中性利率的角度来看，虽然与此前会议相比，美联储点阵图对于加息的预测大幅提高，但是中性利率水平并没有提高，仍在 2.5% 左右。通常美国长期利率不会高出中性利率太多，所以 10 年期美债收益率已经处于过高的水平。第二，虽然 5 月 CPI 数据促使加息预期和美债收益率全线上扬，但是相对短端利率而言，长端利率上行的动力相对不足，这也是美债再度倒挂的原因。这背后是美国经济走弱限制了长期债券收益率的上行空间。第三，缩表所带来的长期债券收益率上行已经基本被 price in。美国众多研究表明扩表和缩表对债券收益率的影响不是对称的，上一轮缩表的经验也表明缩表对长期债券收益率的作用只在缩表开始的时点前后有短期的影响，长期并没有明显影响。我们认为美股短期内可能有情绪上的反弹，但大趋势上仍不乐观。由于市场加息预期边际回落，所以美股出现强反弹，但是长期来看，未来美国有三条路径：第一，通胀失控，滞胀持续。第二，出现大衰退。第三，美国经济软着陆，在不引发衰退的情况下通胀温和下行。滞胀和衰退都会对美股造成巨大打击。只有软着陆的路径利好美股，但目前来看这一可能性在降低。所以美股难言触底。

风险提示：美国通胀继续超预期上行。

目录

1. 美联储加息 75BP，市场鸽派解读	5
2. 会议传达了哪些重要信息	5
3. 如何看待未来的加息节奏	6
4. 对资产价格的影响如何	7

图表目录

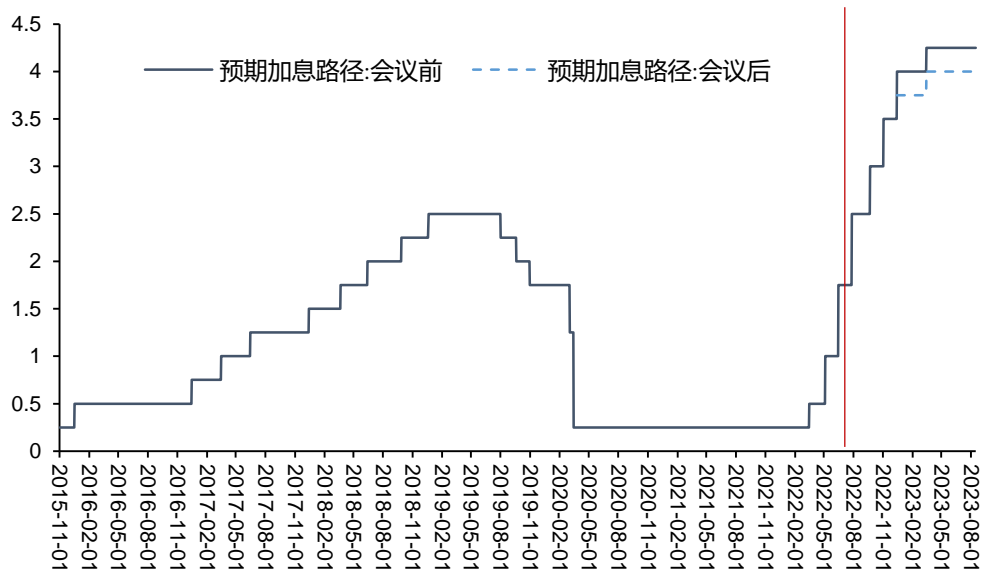
图表 1: 会议之后市场对加息终值高度的预期反而降低了	5
图表 2: 美联储加息点阵图	6

1. 美联储加息 75bp，市场鸽派解读

美联储 6 月议息会议加息 75bp，联邦基金利率区间达到 1.5%-1.75%。这是 1994 年以来最大的单次加息幅度。决议公布后，美元短线跳升，但随后大幅下跌；10 年期美债收益率短线跳涨，但随后也大幅下行。黄金涨超 1.5%，美国三大股指均涨超 1%，纳指领涨 2.5%。可以看出市场对这一次加息做出了鸽派的解读。

为何加息 75bp 而市场仍觉偏鸽？这是因为上周五美国超预期的 CPI 公布之后，资本市场已经大幅提升对加息的定价，不仅对 6 月会议加息 75bp 有非常充分的预期，且抬升了后续加息路径的预期高度。而本次会议上鲍威尔没有释放更加鹰派的言论，根据 CME Group 利率期货所显示的市场对未来利率路径的预期，在会议之后对加息终值的高度预期反而降低了。所以本次加息并未对市场产生负面冲击。

图表 1：会议之后市场对加息终值高度的预期反而降低了



资料来源：CME Group，太平洋证券研究院

2. 会议传达了哪些重要信息

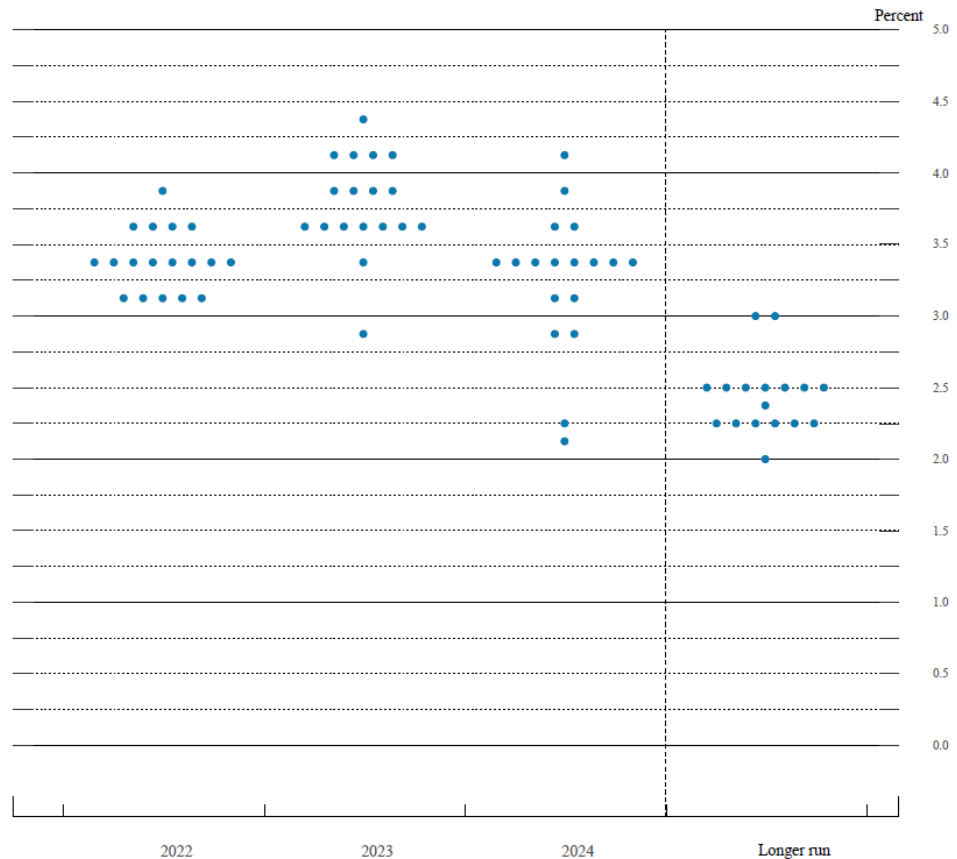
美联储会议决议及鲍威尔的新闻发布会上传达了以下重要信息：

第一，美联储大幅下调了对经济的预期。美联储对今年、明年和后年的增长预期分别下调了 1.1、0.5 和 0.1 个百分点至 1.7%、1.7% 和 1.9%。这一增长水平低于美国以往年份中平均 2% 左右的增长速度，即美联储客观承认了抗击通胀所要付出的经济代价。美联储将这三年的失业率预期由 3.5%、3.5% 和 3.6% 提升到了 3.7%、3.9% 和 4.1%。同时将今年的通胀预期 (PCE) 上调了 0.9 个百分点至 5.2%，且下调了未来两年的通胀率各 0.1 个百分点至 2.6% 和 2.2%。鲍威尔在新闻发布会上表示“我们看到经济有所放缓，但仍处于健康的水平。”整体来看，相比于此前美联储对“软着陆”的自信，当前美联储对未来的经济相对悲观。

第二，美联储点阵图显示全部官员都认为今年年末将会加息至 3% 以上，中位数为 3.5%。这意味着年内接下来四次会以大部分会以 50bp 甚至更高的幅度进行。2023 年末利率将在 3.75%，

较 2022 年继续提升，2024 年开始降息。不过值得注意的是美联储内部存在较大分歧，点阵图显示有与会者认为 2023 年就会降息。鲍威尔在新闻发布会上表示，“预计加息 75 个基点的举措不会成为常态。”这也是市场认为美联储仍偏鸽派的重要原因。相比之下市场对 7 月加息 75bp 的预期仍然非常强。

图表 2：美联储加息点阵图



资料来源：FOMC，太平洋证券研究院

第三，美联储需要确切的证据来表明通胀下降。鲍威尔表示，“在我们真正看到通胀下降的有力证据之前，我们不会宣布胜利。”这传达出两方面意图：一是目前在通胀见顶之前，经济即使压力很大也不会是美联储主要考量因素；二是通胀即使短暂下行也不足以让美联储彻底转变态度，需要确定性的趋势。

3. 如何看待未来的加息节奏

鉴于美国 5 月份 CPI 数据超预期上行，打破了“通胀见顶”的预期。所以今年美联储加息的步伐将会贯穿全年，停止加息的可能性降低了。未来加息的节奏及市场的预期主要由通胀的走势决定。

我们认为美国通胀将于三季度确认顶部。通胀的实际顶部可能在三季度出现，也可能更早，但是在 5 月份 CPI 的意外反弹出现后，美联储和市场对于通胀顶部的“确认”将会更加谨慎，

所以在三季度之前加息预期难以明显下行。我们认为**通胀即将见顶**的主要原因是美国及其它发达国家经济下行、需求放缓的速度超出预期。从信号上来看，美国 2Y-10Y 国债收益率近日再度倒挂，预示美国经济衰退的风险很大。从企业端来看，美国制造业 PMI 持续下行，库存周期也接近顶部，商业投资放缓。从居民端来看，美国居民在疫情期间得到的财政补贴已经消耗殆尽，储蓄率降至十几年来低位，消费贷款大幅增加，而消费者信心指数则跌至上世纪 50 年代有数据统计以来的最低值。昨日公布的 5 月美国零售销售数据也出现负增长。众多信号及实际数据表明美国需求端下滑的速度比预想的更快，所以我们认为除非地缘政治等黑天鹅事件导致能源价格再度大幅上行，否则美国通胀持续上行的可能性较小。

通胀顶部即为加息预期的顶部。美联储加息的步伐可能会贯穿全年，但加息预期的顶部将会提前出现。我们认为三季度通胀顶部确认之后，加息预期也会逐步下行，市场对流动性的恐慌有望逐步缓和。

4. 对资产价格的影响如何

我们认为**美元指数再上行的空间不大**。当前主导美元指数的主要因素有两个，一是美联储的加息预期，二是美国长期经济前景。我们观察到从 5 月会议至今，虽然市场对加息的预期大幅增加，但是美元指数走强的幅度极为有限，近日最高点距离 5 月份高点上升幅度不足 1.5%，这是因为美国经济长期前景愈加黯淡，对美元形成压制。**本轮加息周期和以往几轮不同的是美国经济状况非常脆弱，所以加息的同时也会大幅增加经济衰退的概率，导致美元上行受阻。**

我们认为**10 年期美债收益率接近顶部**。第一，从中性利率的角度来看，虽然与此前会议相比，美联储点阵图对于加息的预测大幅提高，但是中性利率水平并没有提高，仍在 2.5% 左右。通常美国长期利率不会高出中性利率太多，所以 10 年期美债收益率已经处于过高的水平。第二，虽然 5 月 CPI 数据促使加息预期和美债收益率全线上扬，但是相对短端利率而言，长端利率上行的动力相对不足，这也是美债再度倒挂的原因。这背后是美国经济走弱限制了长期债券收益率的上行空间。第三，缩表所带来的长期债券收益率上行已经基本被 price in。美国众多研究表明扩表和缩表对债券收益率的影响不是对称的，上一轮缩表的经验也表明缩表对长期债券收益率的作用只在缩表开始的时点前后有短期的影响，长期并没有明显影响。

我们认为**美股短期内可能有情绪上的反弹，但大趋势上仍不乐观**。由于市场加息预期边际回落，所以美股出现强反弹，但是长期来看，未来美国有三条路径：第一，通胀失控，滞胀持续。第二，出现大衰退。第三，美国经济软着陆，在不引发衰退的情况下通胀温和下行。滞胀和衰退都会对美股造成巨大打击。只有软着陆的路径利好美股，但目前来看这一可能性在降低。所以美股难言触底。

风险提示：美国通胀继续超预期上行。

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	刘莹	15152283256	liuyinga@tpyzq.com
华北销售	董英杰	15232179795	dongyj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售副总监	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售总助	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告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。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。