

# 宏观点评 20230614

## 美联储 6 月会议：以“跳”为进？

2023 年 06 月 14 日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书：S0600523010001

shaox@dwzq.com.cn

### 相关研究

《除了政策，迟来的信贷还有什么信号？》

2023-06-14

《5 月通胀：6 月不加息稳了，但是然后呢？》

2023-06-14

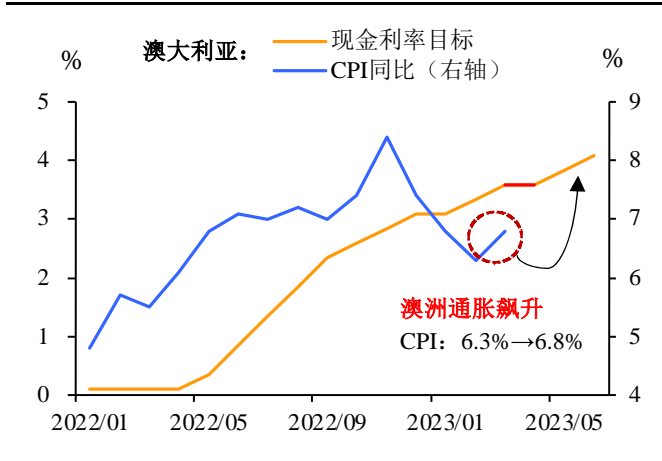
- 美联储 6 月很可能按下加息暂停键，但重启加息的门却若隐若现。从种种迹象来看，此番“歇手”并不意味着就此收手。
- 在连续 10 次出手加息 500bp 后，美联储**可能**在 6 月会议上按兵不动，但从种种迹象来看，此番“歇手”并不意味着就此收手。尤其是考虑到此次会议上可能：1) 上调 2023 年经济和通胀预测；2) 下调 2023 年失业率预测；3) 2023 年政策利率终值预测为 5.25%-5.5%。我们认为在当前美国经济保持韧性，通胀依然高企的背景下，美联储实质上是以“跳”为进，仍有可能在 7 月开始的任何一次会议上重启加息，短期降息的前景则是遥遥无期。
- 既然美联储 6 月很可能是“跳过”一次加息、而不是无限期暂停加息。我们不妨来评估美联储重启加息的门槛有多高？对此并不缺乏现实和历史的案例：
- 横向来看，今年加拿大央行和澳联储的都是“跳”过一两次会议再加息。加拿大央行在今年 1 月加息 25bp 后暂停加息，但由于二季度以来消费支出强劲、楼市活动回升以及劳动力市场吃紧，加拿大央行在“跳”过两次议息会议后，于 6 月重启加息 25bp。澳洲联储则是在今年 3 月加息 25bp 后仅仅跳过了一次会议，便在 5 月和 6 月重启了连续加息（各 25bp）的进程，其背景也是服务业通胀加速、劳动力市场吃紧以及房价回升。
- 纵向来看，美联储在 1994 年和 1999 年都是“跳”过一次会议再加息。1994 年 5 月美联储原本希望自 20 世纪 80 年代以来的首次 50bp 的激进加息足够紧缩，但无奈通胀意外飙升，因此仅是在“跳”过了 6 月会议后便重启激进加息。1999 年 8 月加息 25p 后虽然通胀温和，但非农就业持续大增且失业率走低，因此美联储仅是“跳”过了 9 月的会议，便又从 11 月开始持续加息。
- 由此可见，无论是发达经济央行还是历史上的美联储，即便加息进入尾声，暂停后重启加息的门槛并不高。这是因为在暂停加息后主要央行的转向“数据依赖”，但也有路径依赖，因此只要经济衰退风险有限，强于预期的就业、消费、通胀数据都有可能成为重启加息的催化剂。
- 那么主要资产会如何定价美联储的以“跳”为进？我们可以分成两个阶段来分析：一是暂停加息的时间窗口，通常是一个月，二是重新开始加息之后。从前两次历史来看，在股债汇三类资产中，暂停加息最利好美股，而重启加息后美债收益率可能再次上涨：
- 美股：享受“暂停”，但是加息重启也是一道坎。1994 年和 1999 年美股在暂停期间都出现了上涨，稳定偏强的基本面叠加政策的迟疑是重要的利多因；但是重启加息后美股都进入明显的震荡。当然与 2023 年最明显的不同之处在于，1994 年和 1999 年多是加息中段的暂停，重启之后仍有数次上调政策利率，而 2023 年 7 月可能已经临近本轮加息的收官。因此 2023 年 6 月的暂停加息对于美股是短期的利多：如果经济好于预期，美股可以享受软着陆的好处；如果经济不及预期，短期内加息结束的预期仍利好股市，不过随着时间推移，经济衰退风险重新定价会最终拖累美股。
- 美债收益率：可能还没到乐观的时候。政策的迟疑往往也会带来美债市场的震荡，这一幕在 1994 年和 1999 年都曾上演；而重启加息则会使得 10 年期美债收益率上涨，不过依旧是鉴于本轮美联储加息已经进入尾声，10 年期美债收益率在重新加息之后可能出现小幅脉冲式上涨，但空间和持续性都存疑，而美债收益率能否打开顺畅的下行通道则有赖于经济衰退风险和降息预期的升温。
- 美元：暂停不一定跌，重启不一定涨。直觉上暂停加息利空美元，重启加息利多美元。但从历史上看，从暂停到重启加息前，美元会往往是先跌后涨，因为支持重启加息的理由最终也会在某种程度上支撑美元上涨。而真正重启加息后，美元方向却是不确定的，除了美国自身的因素外，也取决于海外尤其是中国和欧洲的表现。中国方面，稳增长 3.0 呼之欲出，预计能在 7、8 月支撑经济阶段性企稳，叠加市场对于美联储 7 月最后一次加息的预期，美元指数反而可能在 7 月议息会议后阶段性走弱。
- 风险提示：金融体系流动性风险超预期；恐慌情绪蔓延超预期；美国通胀超预期或俄乌局势失控造成大宗商品价格剧烈波动。

图1: 加拿大央行及澳联储加息情况一览

中央银行	时间及加息幅度					重启加息的主要经济背景			
	最后一次加息	累计加息 (bp)	暂停加息	重启加息	重启加息后累计幅度 (bp)	暂停加息CPI同比	重启加息CPI同比	暂停加息时GDP环比折年率	重启加息时GDP环比折年率
加拿大央行	2023-01	450	2023-03	2023-06	25	\	\	0.0%	0.8%
澳大利亚央行	2023-03	350	2023-04	2023-05	50	6.3%	6.8%	\	\

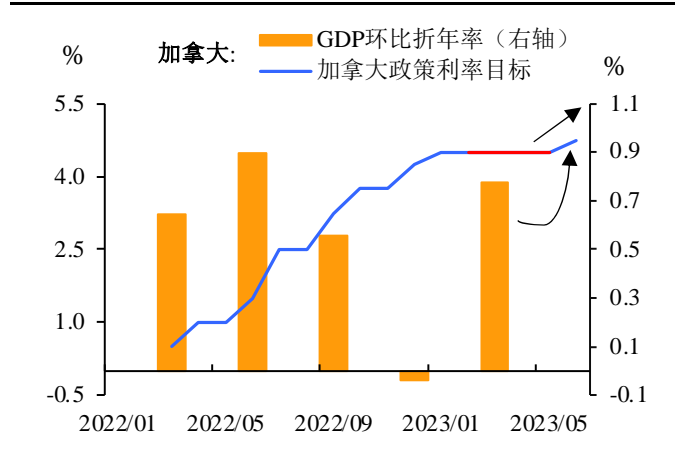
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图2: 澳大利亚受CPI影响, 成为首个重启加息的央行



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图3: 加拿大由于经济超强的韧性, 也重新开始加息



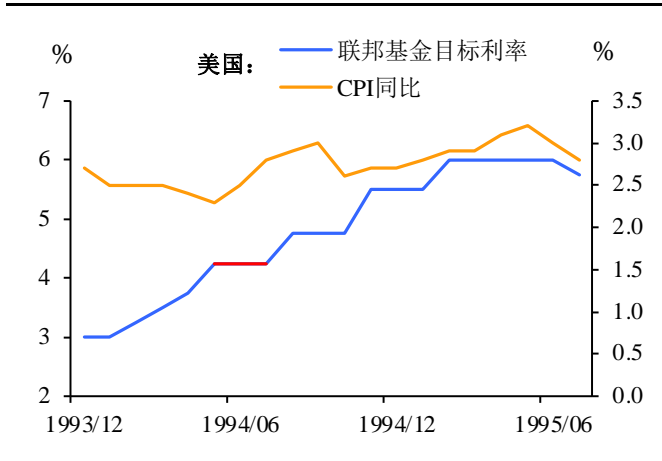
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图4: 跳过加息后再度加息的门槛

时间			跳过加息--上一次加息美国经济表征变化			
连续的最后一次加息	跳过加息	再度加息	新增非农就业 (万人)	失业率 (%)	CPI同比 (%)	核心CPI同比 (%)
1994-05	1994-07	1994-08	3.7	0.0	0.5	0.1
1999-08	1999-10	1999-11	25	-0.1	0.3	0.2
	1999-12	2000-02	1.7	-0.1	0.1	-0.2
平均			10.13	-0.1	0.3	0.0

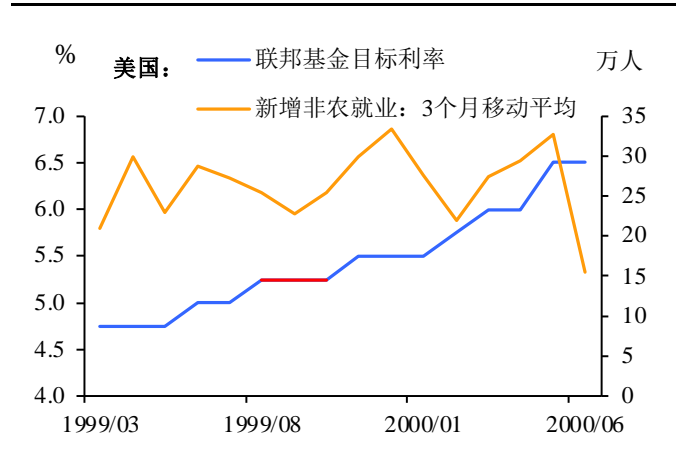
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图5: 1994年再度加息的原因是CPI反弹



数据来源: Fred, 东吴证券研究所

图6: 1999年重启加息是因为飙升的新增非农就业



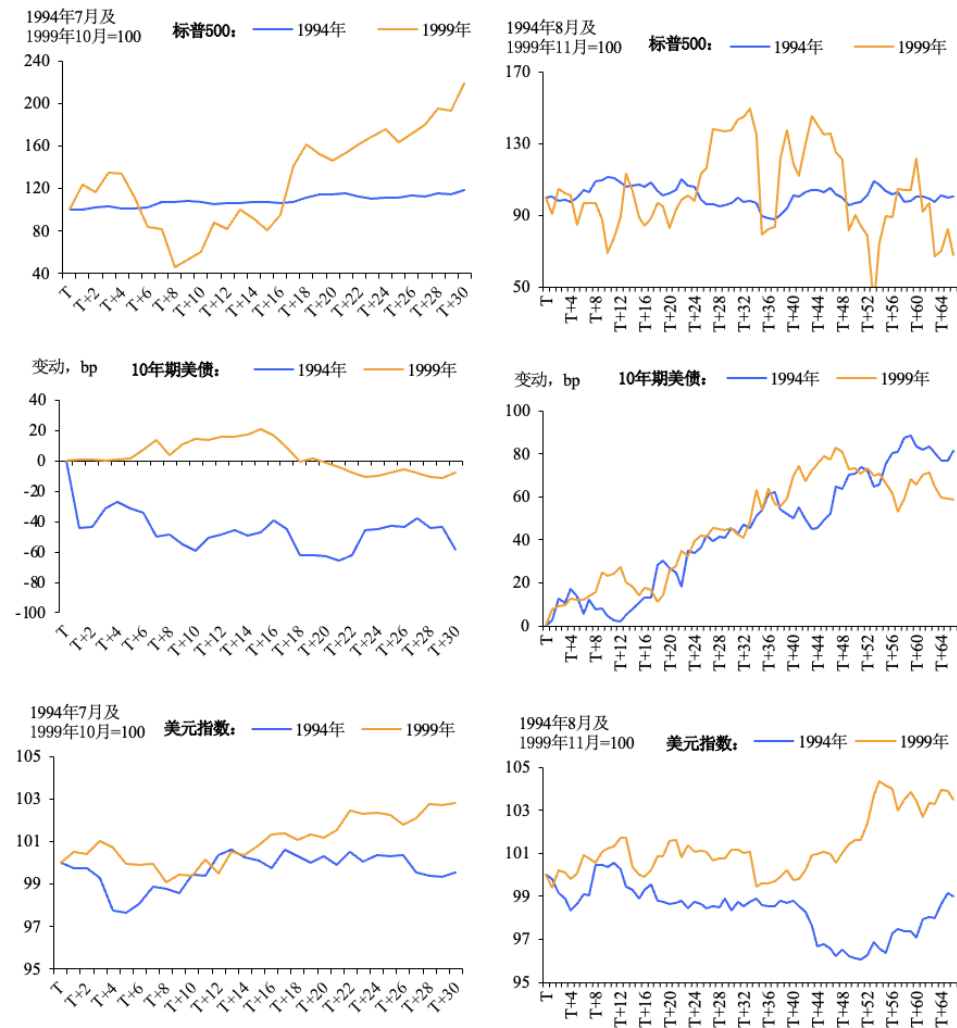
数据来源: Fred, 东吴证券研究所

图7：美联储7月再度加息的门槛高

中央银行	失业率	CPI同比	核心CPI同比	决策过程
加拿大央行	5.0%	4.4%	4.1%	重新加息
澳洲央行	3.7%	6.8%	7.3%	重新加息
美联储	3.7%	?	?	暂停？跳过？
欧洲央行	6.5%	7.0%	5.6%	加息
日本央行	2.6%	3.4%	4.1%	YCC政策
英国央行	3.9%	8.7%	6.8%	加息

注：失业率为2023年5月数据，CPI以及核心CPI均为2023年4月数据  
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图8：历次跳过加息后重新加息资产价格变化



注：左排为暂停加息时资产价格表现，T为美联储宣布暂停的议息会议日期；右排为重新加息时资产价格表现，T为美联储宣布重新加息的议息会议日期

数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（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，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）），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。



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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街5号  
邮政编码：215021  
传真：（0512）62938527  
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

