

央行开始“逆周期”，顺周期的未必乐观

——评人民银行降息和美联储货币前瞻

研究院

徐闻宇

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号：F0299877

投资咨询号：Z0011454

蔡劭立

✉ caishaoli@htfc.com

从业资格号：F3056198

投资咨询号：Z0015616

高聪

✉ gaocong@htfc.com

从业资格号：F3063338

投资咨询号：Z0016648

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289号

策略摘要

北京时间 2023 年 6 月 15 日凌晨 2 点，美联储将公布 6 月利率决议，同时将公布对未来的经济展望。我们预计美联储将暂时跳过 25 个基点的加息，强调通胀问题的“非对称性”，下调 2023 年失业率的展望，维持对经济增长的展望和对利率终点 5.1%的展望。央行“不加息”的逆周期性预计短期提振市场风险偏好，但顺周期的宏观经济未必乐观。

核心观点

■ 美国通胀短期回落，美联储政策预计按兵不动

5月通胀压力显著缓解。美国 5 月 CPI 同比+4%，为 2021 年 3 月以来最小同比涨幅；环比+0.1%，相比较 4 月+0.4%显著回落；其中剔除住房的核心服务通胀同比降至 4.6%，虽然仍处在高位但已显著回落。短期通胀的回落为美联储加息的“按兵不动”提供了依据，美元指数 6 月以来延续回落 0.95%。

■ 中美央行短期“逆周期”信号增加市场调整压力

6月中央央行“降息”和美联储预计“不加息”，将释放强大的逆周期信号，关注短期市场调整风险。自 4 月底政治局会议提出经济“动力不足”以来，中国宏观经济数据环比快速回落，推动央行祭出总量宽松政策——调降 OMO 和 SLF 利率各 10 个基点。而在经济韧性之上的美联储在 5 月通胀出现显著回落的情况下，对经济的不确定性上升预计推动货币政策进入到阶段性“观望”状态。货币政策调整初期，关注宏观经济风险上升的可能——即 10BP 的“逆周期”政策仍不足以扭转市场悲观。

■ 风险

经济数据短期波动风险，流动性快速收紧风险

目录

策略摘要	1
核心观点	1
摘要：对美联储 6 月议息会议的前瞻	3
逆周期信号之一：中国央行降息	4
5 月金融数据低预期	4
央行释放逆周期信号	5
预计美联储暂停加息：逆周期共振	6
通胀：短期提供了政策观望的空间	6
风险：“共振”逆周期的宏观含义	7

图表

图 1：美联储 3 月 SEP 展望 单位：%	3
图 2：社融存量增速继续承压 单位：%YOY, %	4
图 3：M1-M2 剪刀差维持在低位 单位：%YOY	4
图 4：央行利率走廊调降与美元指数调升 单位：%	5
图 5：中美利差仍处在高位 单位：BP	5
图 6：美国通胀热力图显示 5 月份一般通胀快速放缓，但核心通胀依然具有韧性 单位：%	6
图 7：1994 年美联储加息“暂停” 单位：%	7
图 8：利率期货市场定价加息“暂停” 单位：%	7
图 9：中美欧经济周期坐标 单位：标准化	7
图 10：中美欧信贷周期坐标 单位：标准化	7

摘要：对美联储 6 月议息会议的前瞻

北京时间 2023 年 6 月 15 日周四凌晨 2 点，美联储将公布 6 月利率决议，同时将公布对未来的经济展望。

我们预计美联储将暂时跳过 25 个基点的联邦基金利率“加息”，并在声明中强调对于强调通胀问题的“非对称性”——即通胀回落但仍处在高位前提下，货币政策采取观望的选项，但是保留对于通胀上升的“加息”政策选项。

我们预计美联储在经济展望中保持对于 2024 年经济“不衰退”的展望预期，以反映美国 2023 年经济数据的韧性。其中对 2023 年失业，我们预计美联储维持对失业率 4.5% 的展望，甚至不排除下调至 4.0% 的可能。

我们预计美联储维持对 PCE 通胀 3.3%，核心 PCE 通胀 3.6% 的展望，在扣除住房的核心服务通胀回落至 4.6% 之后，参考 1994 年美联储加息周期路径，在核心通胀并未降至 2% 的状态下，我们预计美联储短期继续加息的必要性降低，但缺乏降息动力。

主要经济体央行货币政策边际上转向，预计驱动大类资产价格风险进入到释放阶段。

图 1：美联储 3 月 SEP 展望 | 单位：%

	中值				集中趋势				范围			
	2023	2024	2025	长期	2023	2024	2025	长期	2023	2024	2025	长期
实际 GDP	0.4	1.2	1.9	1.8	0.0-0.8	1.0-1.5	1.7-2.1	1.7-2.0	-0.2-1.3	0.3-2.0	1.5-2.2	1.6-2.5
12 月预测	0.5	1.6	1.8	1.8	0.4-1.0	1.3-2.0	1.6-2.0	1.7-2.0	-0.5-1.0	0.5-2.4	1.4-2.3	1.6-2.5
失业率	4.5	4.6	4.6	4	4.0-4.7	4.3-4.9	4.3-4.8	3.8-4.3	3.9-4.8	4.0-5.2	3.8-4.9	3.5-4.7
12 月预测	4.6	4.6	4.5	4	4.4-4.7	4.3-4.8	4.0-4.7	3.8-4.3	4.0-5.3	4.0-5.0	3.8-4.8	3.5-4.8
PCE	3.3	2.5	2.1	2	3.0-3.8	2.2-2.8	2.0-2.2	2	2.8-4.1	2.0-3.5	2.0-3.0	2
12 月预测	3.1	2.5	2.1	2	2.9-3.5	2.3-2.7	2.0-2.2	2	2.6-4.1	2.2-3.5	2.0-3.0	2
核心 PCE	3.6	2.6	2.1		3.5-3.9	2.3-2.8	2.0-2.2		3.5-4.1	2.1-3.1	2.0-3.0	
12 月预测	3.5	2.5	2.1		3.2-3.7	2.3-2.7	2.0-2.2		3.0-3.8	2.2-3.0	2.0-3.0	
加息路径												
利率	5.1	4.3	3.1	2.5	5.1-5.6	3.9-5.1	2.9-3.9	2.4-2.6	4.9-5.9	3.4-5.6	2.4-5.6	2.3-3.6
12 月预测	5.1	4.1	3.1	2.5	5.1-5.4	3.9-4.9	2.6-3.9	2.3-2.5	4.9-5.6	3.1-5.6	2.4-5.6	2.3-3.3

数据来源：FED 华泰期货研究院

逆周期信号之一：中国央行降息

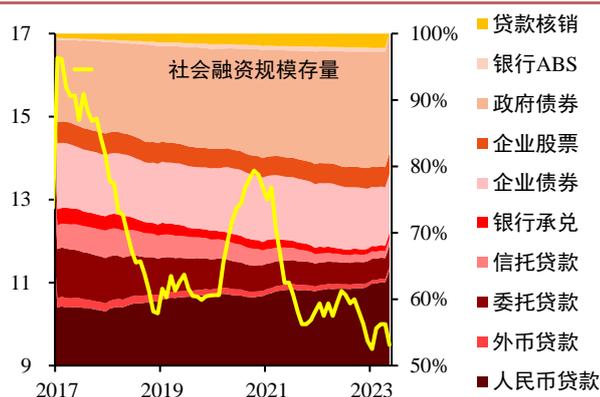
6月13日央行公开市场7天期逆回购利率（OMO）下调10个基点；同时，常备借贷便利利率（SLF）也同步下调，隔夜期下调10个基点至2.75%，7天期下调10个基点至2.9%，1个月期下调10个基点至3.25%。央行开启逆周期调节，预计6月中期借贷便利利率（MLF）和贷款市场报价利率（LPR）也将下调。

5月金融数据低预期

资产端：扩张预期依然疲弱。5月新增信贷1.36万亿，同比少增5418亿¹。从结构上来看，1)居民新增贷款3672亿，低于同期均值。2)在2022年政策性开发性金融工具对信贷的撬动作用接近尾声的背景下，企业中长期贷款新增7698亿，同比多增2147亿，多增幅度明显收缩。3)在新增专项债发行节奏明显放缓的前提下，5月政府债券净融资新增5571亿，体现出前期多增基建贷款的替代作用。

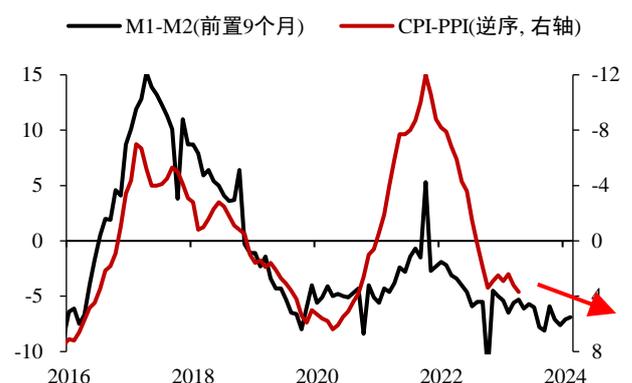
负债端：市场信心依然不足。数据显示，当前M2同比连续两个月回落，5月降至11.6%；5月M1同比4.7%，较上月下行0.6个百分点，体现出居民对地产消费的谨慎。结构上看，5月M1-M2货币剪刀差继续维持在低位，显示出实体部门对于未来扩张的预期仍保持谨慎地态度。在居民存款角度来看，相比较4月份显著的流出，居民存款在5月份出现改善状态，5月居民存款新增5364亿元，较于疫情前的1593亿元有了较大增长。

图2：社融存量增速继续承压 | 单位：%YOY, %



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图3：M1-M2剪刀差维持在低位 | 单位：%YOY



数据来源：Wind 华泰期货研究院

¹ 参考：<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4953272/index.html>

央行释放逆周期信号

预计 6 月 MLF 利率调降 10BP。中国央行行长易纲在上海调研时指出，“继续精准有力实施稳健的货币政策，加强逆周期调节，全力支持实体经济，促进充分就业，维护币值稳定和金融稳定。”6 月 13 日央行调降了 OMO 和 SLF 利率各 10 个基点²，释放了较为明确的逆周期信号。随着 OMO 利率和 SLF 利率的调降，我们预计周四公布的 MLF 利率也将调降 10BP，从而驱动央行利率走廊出现整体性的回落，带动下周二公布的 LPR 利率回落。但是相比较当前经济周期末端宏观数据的快速下滑，10BP 的降息仅仅是开了个头，逆周期政策仍在路上。

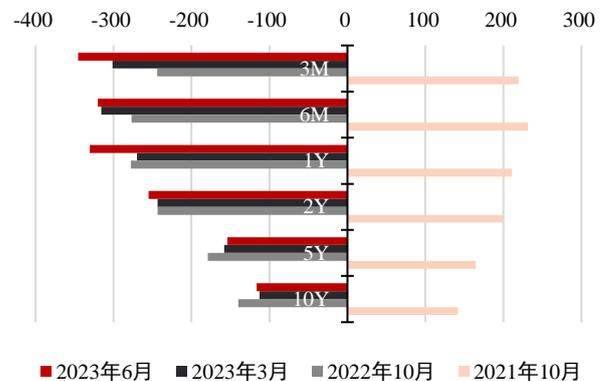
宏观政策进入到扩张状态。6 月 13 日公开的《关于做好 2023 年降成本重点工作的通知》³指出，一方面财政上继续增强对小规模纳税人的收费优惠，另一方面货币上通过综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕；发挥贷款市场报价利率（LPR）改革效能和存款利率市场化调整机制的重要作用，推动经营主体融资成本稳中有降。随着宏观政策转向总量性的扩张，我们预计国内经济周期将逐渐完成筑底阶段，并向扩张阶段转变。在这一筑底完成的同时，全球流动性周期预计也将实现从紧缩向扩张的转变，即美元指数在未来将完成寻顶的阶段。

图 4：央行利率走廊调降与美元指数调升 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 5：中美利差仍处在高位 | 单位：BP



数据来源：Wind 华泰期货研究院

² 参考：<http://www.pbc.gov.cn/zhengcehuobisi/125207/125213/125431/125475/4953019/index.html>
<http://www.pbc.gov.cn/zhengcehuobisi/125207/125213/125440/125838/125885/125896/4954523/index.html>

³ 参考：https://www.ndrc.gov.cn/xxgk/zcfb/tz/202306/t20230613_1357541.html

预计美联储暂停加息：逆周期共振

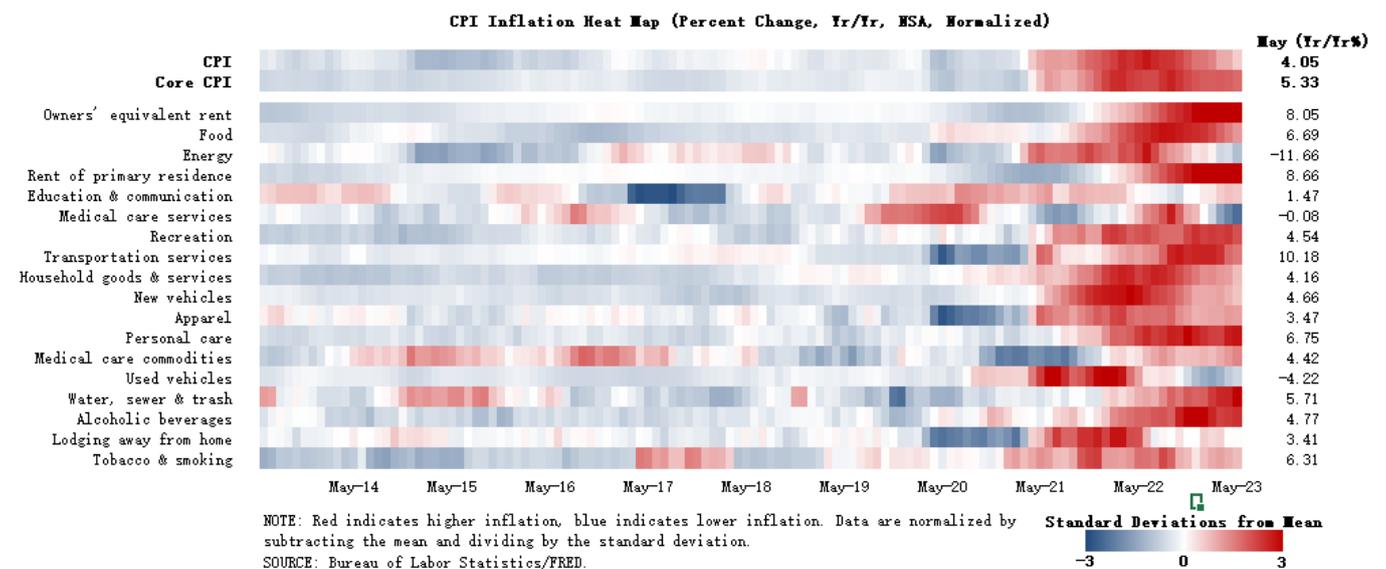
北京时间 2023 年 6 月 15 日周四凌晨 2 点，美联储将公布 6 月利率决议，同时将公布对未来的经济展望。我们预计美联储将暂时跳过 25 个基点的联邦基金利率“加息”，并在声明中强调对于强调通胀问题的“非对称性”——即通胀回落但仍处在高位前提下，货币政策采取观望的选项，但是保留对于通胀上升的“加息”政策选项。

通胀：短期提供了政策观望的空间

5 月美国 CPI 快速回落。美国劳工部数据显示，5 月 CPI 同比上涨 4.0%，已经连续 11 个月下降，回到了 2021 年 3 月以来的最小涨幅，4 月 CPI 同比曾达到 4.9%。同时 5 月 CPI 环比上涨 0.1%，低于市场预期的 0.2%，4 月环比增速为 0.4%。5 月份的 CPI 释放了环比快速降温的特征，这对政策制定者而言，意味着在当前经济滞后指标（就业市场）依然韧性的情况下，需要就此前持续加息的货币政策停下来观望一下 CPI 价格的快速回落是短期的基数效应扰动，还是具有可持续性——5 月 CPI 环比回落包含了能源（Energy）、医疗（Medical care services）和二手车价格（Used vehicles）的较大贡献。

美国核心通胀依然具有韧性。从实体需求角度，持续的高利率状态将对经济的扩张起到抑制的作用。以美国经济来看，库存周期自 2022 年一季度见顶（2145 亿美元）以来持续回落，但 2023 年一季度仍有 69.1 亿美元的存货投资增加；在价格效应影响下，消费支出回落的幅度也只是从+13%降至+6%，就业增速从+5.5%降至+2.7%。

图 6：美国通胀热力图显示 5 月份一般通胀快速放缓，但核心通胀依然具有韧性 | 单位：%



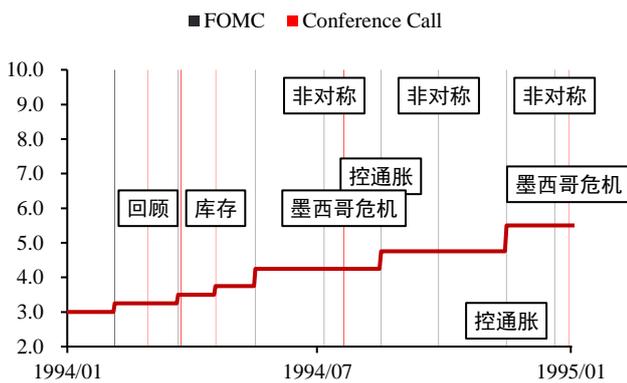
数据来源：FRED 华泰期货研究院

风险：“共振”逆周期的宏观含义

逆周期：中美宏观政策“共振”。 中国央行尽管只有 10 个基点的降幅，但是 6 月份开启“逆周期”的政策应对信号已经明显；预计美联储在通胀短期变化下更大概率采取“按兵不动”的政策选项，相对于前期的加息路径出现了边际上的转变，也可以视为一种“逆周期”的政策选项。在标准化处理后，中美欧经济周期均处在下行接近“衰退”的象征。

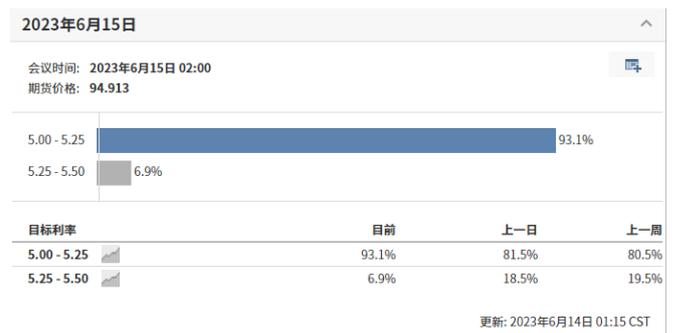
顺周期：应对全球总需求减量。 参考 1994 年美联储货币政策边走边看的路径，彼时美国经济处在 80 年代供给侧改革后的“繁荣”状态，而美国利率的持续高企带来的外部效应是墨西哥危机的扩大。当下经历了 2008 年以来家庭部门的去杠杆之后，美国经济显“韧性”，但欧洲经济环比读数上已经“衰退”，未来需要关注的是美国高利率对外的风险释放状态——谁是下一个墨西哥。宏观逆周期已经开始，但短期全球总需求下行的考验也正在展开。

图 7：1994 年美联储加息“暂停” | 单位：%



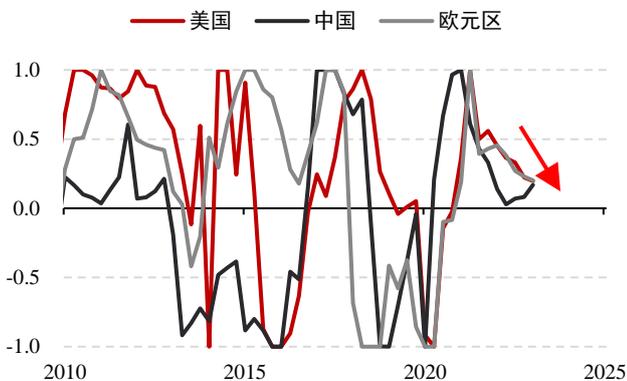
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 8：利率期货市场定价加息“暂停” | 单位：%



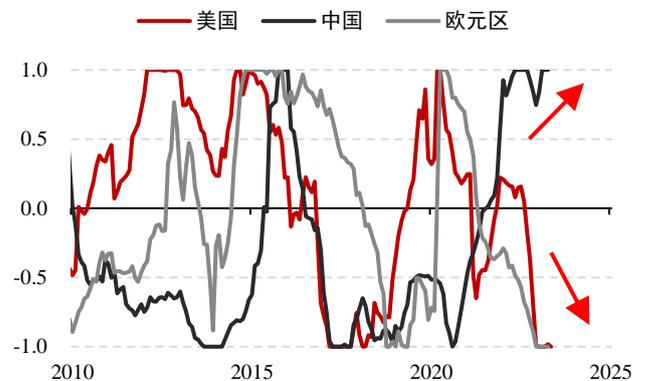
数据来源：investing 华泰期货研究院

图 9：中美欧经济周期坐标 | 单位：标准化



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 10：中美欧信贷周期坐标 | 单位：标准化



数据来源：Wind 华泰期货研究院

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com