

首次暂停加息，年内降息概率较低

——美联储6月议息会议点评

宏观事件：

美联储6月暂停加息，我们认为今年大概率不会降息，服务通胀或阻碍降息，美联储在6月更新经济概要预期2023年通胀更高，经济更好。

事件点评

➤ 美联储首次暂停加息，7月或继续

美联储6月会后宣布暂停加息，将政策利率联邦基金利率的目标区间维持在5%-5.25%。至此，美联储本轮紧缩周期自去年3月以来在连续加息十次后，加息首次暂停。本次暂停加息符合市场预期。会议前CME期货市场的数据显示市场预期暂停加息的概率超过90%，会议前公布的CPI数据显示核心通胀的回落仍然不够快。目前市场认为7月份加息的概率接近7成。

➤ 经济概要预期2023年通胀更高，经济更好

6月公布的经济预期概要中2023年的实际GDP和核心PCE通胀的预期都发生了较大变化，上调增长，也上调通胀。2023年实际GDP预期的中位数从3.4%上调到1.0%，核心PCE的通胀从3.6%上调到3.9%。

➤ 今年降息的概率已不大

市场目前预期到今年年底，美联储大概率不会调降政策利率到低于目前的水平。美联储的政策利率只有不到10%的概率会低于目前5%到5.25%的水平。通胀数据或为降息最大障碍，核心通胀仍然较2%的目标有较远的距离。

➤ 鲍威尔认为6月会议仅回答了加息速度的问题

新闻发布会上鲍威尔把本轮加息的问题分解为三个子问题，一是要以多快的速度加息，二终点的利率是多少，三在利率高点需要停留多久。6月会议的决定仍然是对第一个问题的回答，即现在不需要每次会议都加息，第二和第三个问题还没有答案。

➤ 点阵图显示或还有50基点的加息空间

6月会议公布的点阵图显示有9个委员认为2023年的利率应该在5.5%到5.75%之间，而在3月会议有10个委员认为2023年的利率应该在5%到5.25%之间，从多数委员的角度看，今年还或还有50个基点加息。

➤ 缩表计划不变，流动性问题值得关注

实际缩表的速度略慢于最大可能速度。从2022年6月期，美联储持有的证券开始逐月下降，到目前为止平均月减少628亿美元，从2023年以来平均月减少840亿美元。到目前为止，美联储本轮总共的缩表规模约为7544亿，其中2022年总共缩表3346亿，今年以来缩表4198亿。

➤ 风险提示：美联储紧缩超预期，地缘政治风险超预期

分析师：杨灵修
执业证书编号：S0590523010002
电话：0510-85187583
邮箱：yanglx@glsc.com.cn

联系人：王博群
邮箱：wanboa@dlsc.com.cn

相关报告

- 1、《CPI数据未大超预期，6月或暂停加息美国5月CPI数据点评》2023.06.15
- 2、《狼还会来吗？债务上限危机的后续影响评美国债务上限问题》2023.06.12
- 3、《外需回落或不像数据显示得那么明显5月外贸数据点评》2023.06.08

1. 美联储首次暂停加息，7月或继续

1.1. 暂停加息符合预期，7月或继续加息

➤ 加息

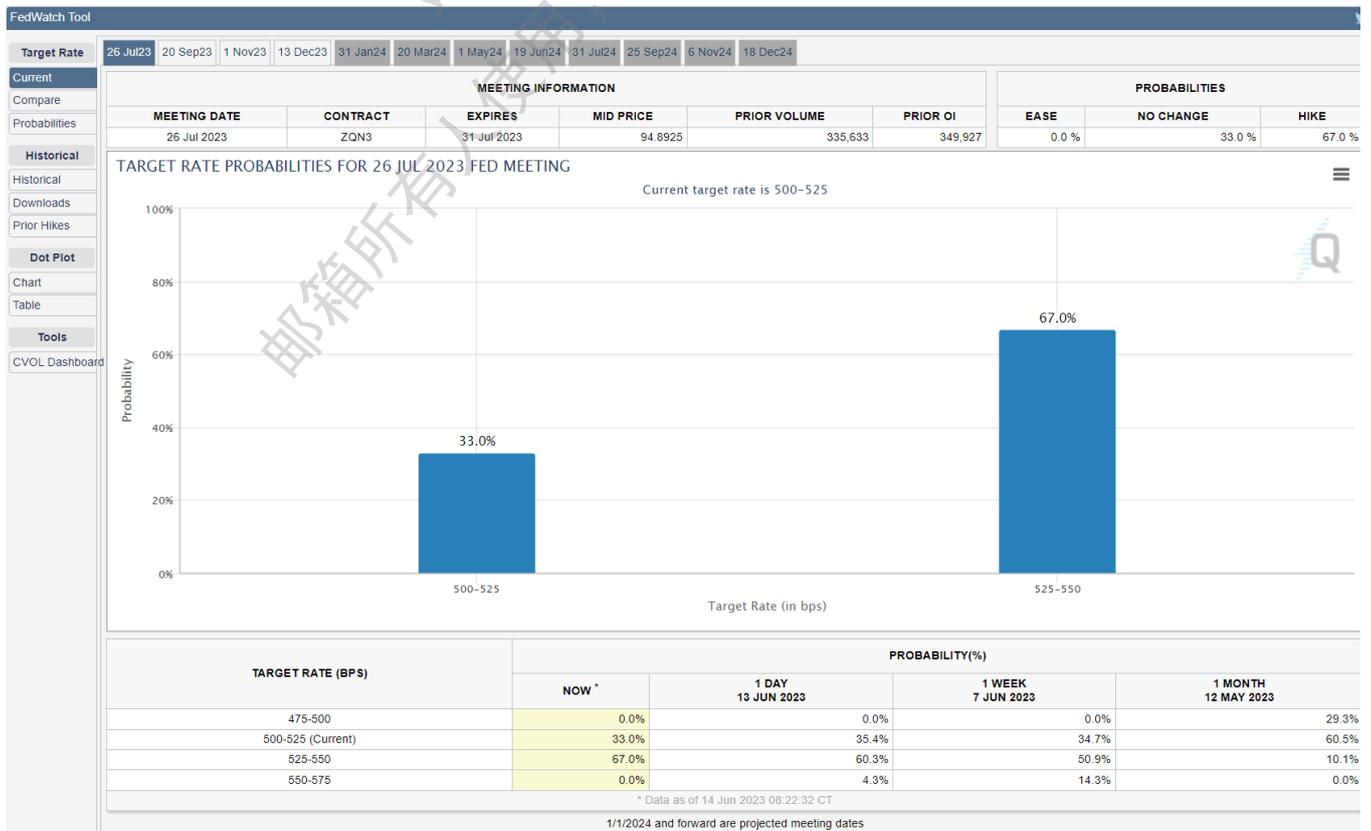
美联储6月会后宣布暂停加息，将政策利率联邦基金利率的目标区间维持在5%-5.25%。至此，美联储本轮紧缩周期自去年3月以来在连续加息十次后，加息首次暂停。在会议声明中美联储明确表达了暂停加息是为了观察额外的数据和信息，“在本次会议上保持目标区间稳定，使委员会能够评估额外信息及其对货币政策的影响”。

利率水平目前仍为2007年金融危机爆发前的十六年来最高。在1年多的加息时间内美联储把利率从0提升了5个百分点。

本次暂停加息符合市场预期。会议前CME期货市场的数据显示市场预期暂停加息的概率超过90%，会议前公布的CPI数据显示核心通胀的回落仍然不够快。

目前市场认为7月份加息的概率接近7成。

图表1：CME加息预期（7月会议）



资料来源：CME，国联证券研究所整理

➤ 市场的反映

两年期美债收益率在决议声明发布后飙涨超过 13 个基点，转而刷新日高至 4.7962%，随后在新闻发布会期间回落至 4.69% 下方，新闻发布会结束后又反弹至 4.76% 上方。纳斯达克和标普收盘上涨，道琼斯微跌，美元指数走高。黄金价格波动，新闻发布会结束后基本持平。

1.2. 声明变化解释了暂停加息的理由

从会议发布的声明来看，整体来看声明的变化不大，其中最主要的变化是新增了这句话 “Holding the target range steady at this meeting allows the Committee to assess additional information and its implications for monetary policy”，明确解释了暂停加息的理由。

关于经济评价的表述本次声明没有变化，对于通胀的评价仍然是 “Inflation remains elevated.”。

图表 2：会议申明变化（英文）

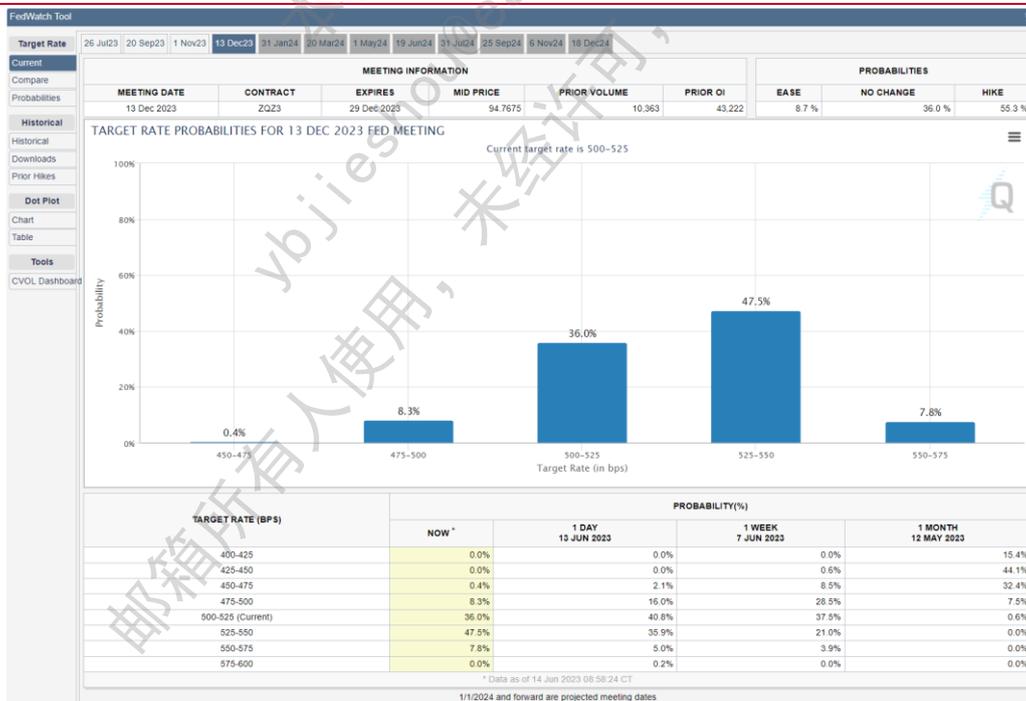
May 3, 2023	→	Jun 14, 2023	hide changes
<p>Economic activity Recent indicators suggest that economic activity has continued to expanded at a modest pace in the first quarter. Job gains have been robust in recent months, and the unemployment rate has remained low. Inflation remains elevated.</p> <p>The U.S. banking system is sound and resilient. Tighter credit conditions for households and businesses are likely to weigh on economic activity, hiring, and inflation. The extent of these effects remains uncertain. The Committee remains highly attentive to inflation risks.</p> <p>The Committee seeks to achieve maximum employment and inflation at the rate of 2 percent over the longer run. In support of these goals, the Committee decided to raise maintain the target range for the federal funds rate at 5 to 5-1/4 percent. The Committee will closely monitor incoming Holding the target range steady at this meeting allows the Committee to assess additional information and assess the its implications for monetary policy. In determining the extent to which of additional policy firming that may be appropriate to return inflation to 2 percent over time, the Committee will take into account the cumulative tightening of monetary policy, the lags with which monetary policy affects economic activity and inflation, and economic and financial developments. In addition, the Committee will continue reducing its holdings of Treasury securities and agency debt and agency mortgage-backed securities, as described in its previously announced plans. The Committee is strongly committed to returning inflation to its 2 percent objective.</p> <p>In assessing the appropriate stance of monetary policy, the Committee will continue to monitor the implications of incoming information for the economic outlook. The Committee would be prepared to adjust the stance of monetary policy as appropriate if risks emerge that could impede the attainment of the Committee's goals. The Committee's assessments will take into account a wide range of information, including readings on labor market conditions, inflation pressures and inflation expectations, and financial and international developments.</p> <p>Voting for the monetary policy action were Jerome H. Powell, Chair; John C. Williams, Vice Chair; Michael S. Barr; Michelle W. Bowman; Lisa D. Cook; Austan D. Goolsbee; Patrick Harker; Philip N. Jefferson; Neel Kashkari; Lorie K. Logan; and Christopher J. Waller.</p> <p>For media inquiries, please email or call 202-452-2955.</p> <p>Implementation Note issued May 3 June 14, 2023</p>			

2. 今年降息的概率已不大

2.1. 市场预期今年降息已经不足 10%

市场目前预期到今年年底，美联储大概率不会调降政策利率到低于目前的水平。美联储的政策利率只有不到 10% 的概率会低于目前的 5% 到 5.25% 的水平，最大的可能性是加息到 5.25% 到 5.5%，即在当下的水平上再有一次 25 基点的加息。

图表 3: CME 降息预期 (12 月会议)



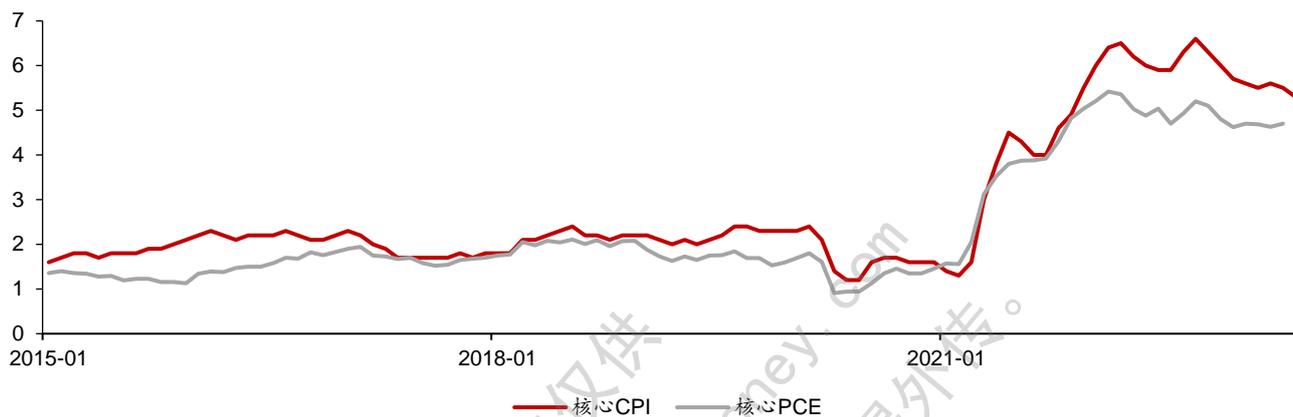
资料来源: CME, 国联证券研究所整理

2.2. 服务通胀数据或为降息最大障碍

➤ 核心通胀回落缓慢

从目前的数据来看，降息的主要障碍还是在于核心通胀仍然较 2% 的目标有较远的距离。5 月份的 CPI 数据显示核心通胀回落的速度仍然较慢。4 月核心 PCE 通胀 4.7% 也仍然距离美联储的目标有距离。

图表 4: 核心 CPI 和核心 PCE (%)



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 5: 近 12 个月 CPI 四个分项同比和环比(%)

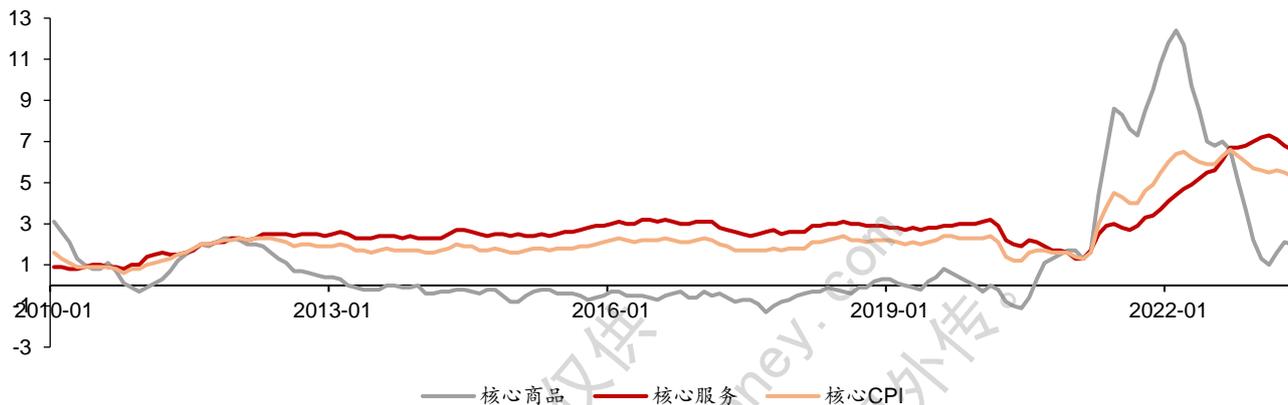
时间	同比				环比			
	CPI	食品	能源	核心 CPI	CPI	食品	能源	核心 CPI
2022年5月	8.6	10.1	34.6	6	0.9	1.1	3.4	0.6
2022年6月	9.1	10.4	41.6	5.9	1.2	1	6.9	0.6
2022年7月	8.5	10.9	32.9	5.9	0	1.1	-4.7	0.3
2022年8月	8.3	11.4	23.8	6.3	0.2	0.8	-3.9	0.6
2022年9月	8.2	11.2	19.8	6.6	0.4	0.8	-1.7	0.6
2022年10月	7.7	10.9	17.6	6.3	0.5	0.7	-1.7	0.3
2022年11月	7.1	10.6	13.1	6	0.2	0.6	-1.4	0.3
2022年12月	6.5	10.4	7.3	5.7	0.1	0.4	-3.1	0.4
2023年1月	6.4	10.1	8.7	5.6	0.5	0.5	2	0.4
2023年2月	6	9.5	5.2	5.5	0.4	0.4	0.6	0.5
2023年3月	5	8.5	-6.4	5.6	0.1	0	-3.5	0.4
2023年4月	4.9	7.7	-5.1	5.5	0.4	0	0.6	0.4
2023年5月	4	6.7	-11.7	5.3	0.1	0.2	-3.6	0.4

来源: Wind, 国联证券研究所

➤ 服务通胀仍高

核心 CPI 仍然是目前通胀的重要关注点, 因此我们需要把核心 CPI 进一步拆解。核心 CPI 如果拆解成 2 项, 分别是核心商品和核心服务。可以看到核心 CPI 的韧性主要体现在服务上。从 CPI 的权重来看, 核心商品占比仅为核心服务大概一半, 核心服务价格没有显著回落以前, 核心 CPI 可能仍然会表现出相当的韧性。

图表 6: 核心 CPI 商品和服务的价格变化 (%)



来源: Wind, 国联证券研究所

具体数字上来看, 5月商品的通胀 2.0%, 较上月小幅下降, 同时相较于 2022 年初的高点显著下行, 已经回到了 2%通胀目标附近; 5月服务通胀 6.6%, 较上月下降 0.2pct, 核心服务的环比近 3 月都是 0.4%, 是否会转入明显下行通道还有待确认。

图表 7: 近 1 年核心 CPI 商品和服务的价格变化

时间	同比		环比	
	核心商品	核心服务	核心商品	核心服务
2022年5月	8.50	5.20	0.60	0.60
2022年6月	7.00	5.50	0.60	0.60
2022年7月	6.80	5.60	0.10	0.40
2022年8月	7.00	6.10	0.40	0.60
2022年9月	6.60	6.70	0.00	0.80
2022年10月	5.10	6.70	-0.10	0.50
2022年11月	3.70	6.80	-0.20	0.50
2022年12月	2.20	7.00	-0.10	0.60
2023年1月	1.30	7.20	0.10	0.50
2023年2月	1.00	7.30	0.00	0.60
2023年3月	1.60	7.10	0.20	0.40
2023年4月	2.10	6.80	0.60	0.40
2023年5月	2.00	6.60	0.60	0.40

来源: Wind, 国联证券研究所

2.3. 经济概要预期更高的通胀, 更好的经济

➤ 通胀回落缓慢, 但经济软着陆的概率增加

美联储 6 月公布的经济预期概要中 2023 年的实际 GDP 和核心 PCE 通胀的预期都发生了较大变化, 上调增长, 也上调通胀。

6月的经济预期概要中2023年实际GDP预期的中位数从3.4%上调到1.0%，失业率从4.5%下调到了4.1%。经济增长和失业率的预期都指向一个更为温和的软着陆。

通胀的上调主要体现在核心通胀上，核心PCE的通胀从3.6%上调到3.9%，同时PCE的通胀从3.3%下调到3.2%。

政策利率从5.1%上调到5.6%，从对于政策利率的中位数预期来看，今年或许还有一到两次加息的空间。

鲍威尔在新闻发布会上仍然认为，SEP给出的路径能够实现美国经济的软着陆。

图表8：FOMC经济预期概要(SEP)中位数

变量	2023	2024	2025	长期
实际GDP	1.0%	1.1%	1.8%	1.8%
	0.4%	1.2%	1.9%	1.8%
失业率	4.1%	4.5%	4.5%	4.0%
	4.5%	4.6%	4.6%	4.0%
PCE通胀	3.2%	2.5%	2.1%	2.0%
	3.3%	2.5%	2.1%	2.0%
核心PCE通胀	3.9%	2.6%	2.2%	
	3.6%	2.6%	2.1%	
政策利率	5.6%	4.6%	3.4%	2.5%
	5.1%	4.3%	3.1%	2.5%

注：数字颜色含义 变差 变好 不变

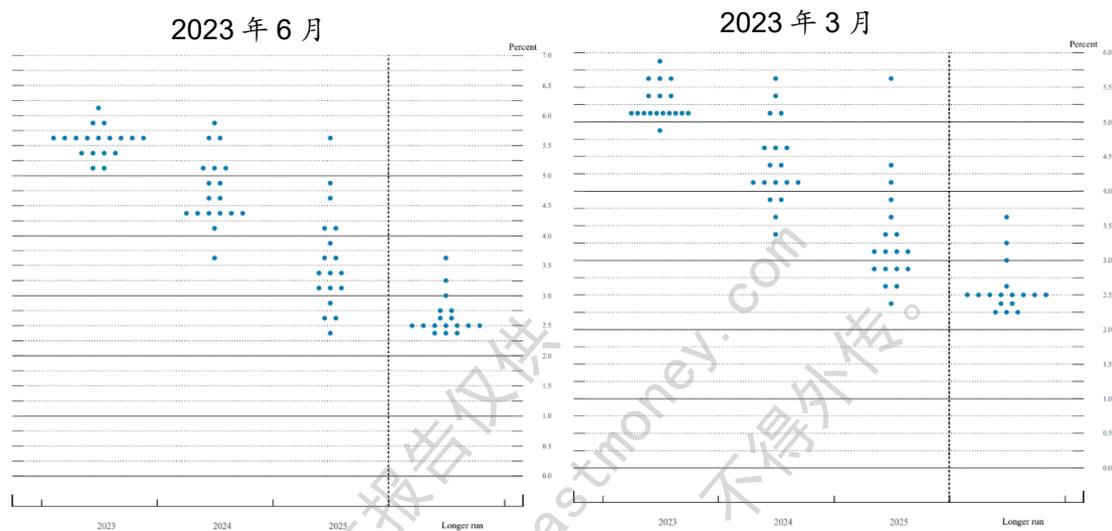
来源：美联储，国联证券研究所整理

2.4.点阵图显示或还有 50 基点的加息空间

➤ 2023 年的利率终点预测

6月会议公布的点阵图相对于3月的点阵图，最明显也是最主要的变化是对于2023年加息的多数派预期。6月会议的点阵显示有9个委员认为2023年的利率应该在5.5%到5.75%之间，而在3月会议有10个委员认为2023年的利率应该在5%到5.25%之间，也就是说从多数委员的角度看，今年还或有50个基点加息。

图表 9：点阵图对比



资料来源：美联储，国联证券研究所整理

2.5. 美债的顶点或早于加息的顶点

➤ 美债或已触顶

从过去两个经济周期的经验看，2年期和10年期美国国债的高点都在美联储加息高点之前到达，值得注意的是过去两个周期中美联储的加息并没有出现加息和降息的反复转换。

在过去两个周期中，美联储加息的终点对美国国债利率的判断具有风向标意义。2019年加息周期中，2年期和10年期美国国债的高点都在联邦基金高点前的3个月；2006年加息周期中，2年期和10年期美国国债的高点分别在联邦基金高点前的1个月和2个月。

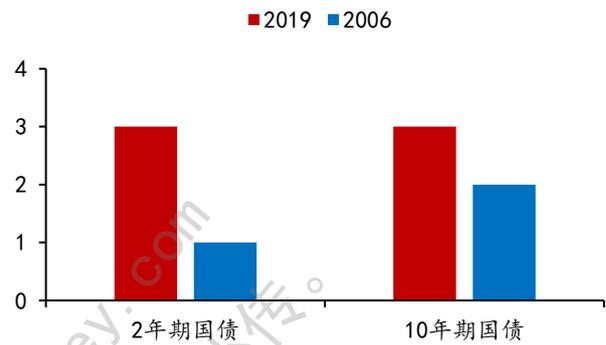
但是，如果美联储过早降息，通胀出现反复的话，美联储或可能需要面临重新加息的抉择。目前看，美联储年内降息的概率已经大幅下降。

图表 10: 联邦基金利率和国债利率 (%)



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 11: 国债利率顶点领先联邦基金的月数



来源: Wind, 国联证券研究所

2.6. 鲍威尔认为 7 月加息是可能的

➤ 新闻发布会重点问题的回答

新闻发布会上鲍威尔把本轮加息的问题分解为三个子问题,一是要以多快的速度加息,二终点的利率是多少,三在利率高点需要停留多久。6月会议的决定仍然是对第一个问题的回答,即现在不需要每次会议都加息,第二和第三个问题还没有答案。

关于 7 月份会议是否会加息,鲍威尔回答说委员会还没有就此做出任何决定 (make a decision),但是也同时表示 7 月议息会议联储加息是可能的。

鲍威尔也被问到财政部补充一般账户对准备金和联储负债表的影响,他认为目前的准备金水平仍然是较高的,财政部已与市场参与者就避免市场混乱进行了广泛磋商,同时美联储和财政部都会密切关注市场的变化。

2.7. 暂停加息是共识

➤ 本轮周期

6月暂停加息获得了全部委员的支持,本轮加息多数时候加息决策都获得了一致同意,只在 2022 年的 3 月和 6 月有两位委员投了反对票。2022 年的 3 月 James Bullard 认为应该加 50 个基点,比实际的货币政策决定多 25 个基点;而 2022 年 6 月则相反,Esther George 认为应该加 50 个基点,比实际的货币政策决定少 25 个基点。

图表 12：本轮周期加息的投票情况

时间	赞成	反对	利率	鲍威尔的投票	主席	反对者
2022年3月	8	1	0.25%-0.5%	赞成	鲍威尔	James Bullard
2022年5月	9	0	0.75%-1%	赞成	鲍威尔	
2022年6月	10	1	1.5%-1.75%	赞成	鲍威尔	Esther L. George
2022年7月	12	0	2.25%-2.5%	赞成	鲍威尔	
2022年9月	12	0	3%-3.25%	赞成	鲍威尔	
2022年11月	12	0	3.75%-4%	赞成	鲍威尔	
2022年12月	12	0	4.25%-4.5%	赞成	鲍威尔	
2023年3月	11	0	4.75%-5%	赞成	鲍威尔	
2023年5月	11	0	5%-5.25%	赞成	鲍威尔	
2023年6月	11	0	5%-5.25%	赞成	鲍威尔	

来源：FOMC，国联证券研究所

➤ 2008 年周期

2008 年危机后的加息周期中的投票模式也可以明显看到共识驱动的迹象。每一次加息决策都是达到共识之后才付诸实施，无一例外，并没有出现只相差一票那样非共识驱动的投票模式。

仅仅从理论上来说，FOMC 是简单多数投票制，但从实际的运行结果来看，在委员会内部是明显共识驱动。

图表 13：上轮周期加息的投票情况

时间	赞成	反对	利率	鲍威尔的投票	主席	反对者
2015年12月	10	0	0.25%-0.5%	赞成	耶伦	
2016年12月	10	0	0.5%-0.75%	赞成	耶伦	
2017年3月	9	1	0.75%-1%	赞成	耶伦	Neel Kashkari
2017年6月	8	1	1%-1.25%	赞成	耶伦	Neel Kashkari
2017年12月	7	2	1.25%-1.5%	赞成	鲍威尔	Charles L. Evans; Neel Kashkari
2018年3月	8	0	1.5%-1.75%	赞成	鲍威尔	
2018年6月	8	0	1.75%-2%	赞成	鲍威尔	
2018年9月	9	0	2%-2.25%	赞成	鲍威尔	
2018年12月	10	0	2.25%-2.5%	赞成	鲍威尔	

来源：FOMC，国联证券研究所

3. 缩表计划不变

3.1. 实际缩表的速度略慢于最大可能速度

➤ 缩表计划

本次声明中有关缩表的表述并没有变化。

美联储在 2022 年 5 月份会议明确了 6 月 1 日开始缩表，以及明确了本次缩表的加速节奏。初始阶段每月最多缩减 475 亿美元，三个月后，每月缩减规模上限提升到 950 亿美元。如下图所示，在 2022 年底达到最高速度。2022 年的计划最大缩表规模为 5225 亿美元，2022 年的缩表规模大约相当于一次额外的加息，实际的缩表规模大约为 3346 亿美元。

逐渐加速过程在 2022 年已经完成，因此 2023 年按照最高速度缩表规模或将为 1.14 万亿美元。

图表 14：本轮缩表在 2022 年的加速节奏（单位：亿美元）

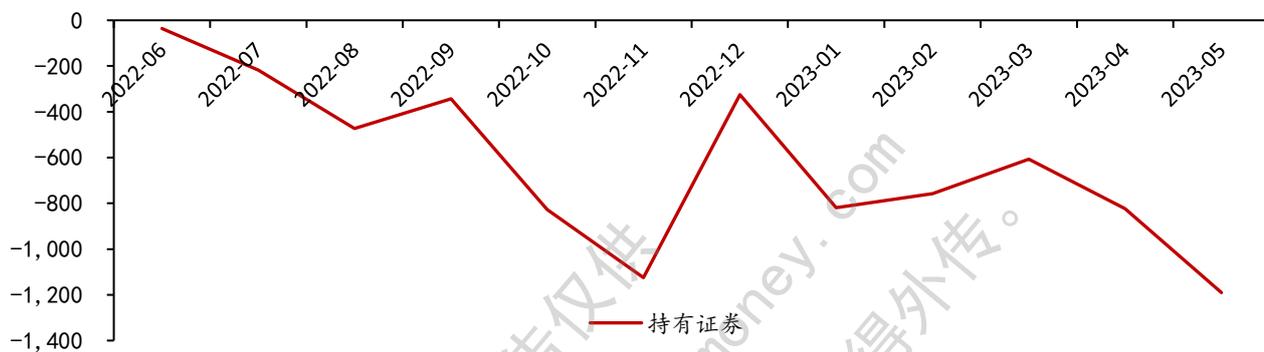
时间	国债	MBS	合计
2022年6月	300	175	475
2022年7月	300	175	475
2022年8月	300	175	475
2022年9月	600	350	950
2022年10月	600	350	950
2022年11月	600	350	950
2022年12月	600	350	950
总计	3300	1925	5225

资料来源：FOMC，国联证券研究所整理

➤ 实际缩表速度

从 2022 年 6 月期，美联储持有的证券开始逐月下降，到目前为止平均月减少 628 亿美元，从 2023 年以来平均月减少 840 亿美元。到目前为止，美联储本轮总共的缩表规模约为 7544 亿，其中 2022 年总共缩表 3346 亿，今年以来缩表 4198 亿。

图表 15: 美联储本轮缩表的实际速度 (单位: 亿美元)

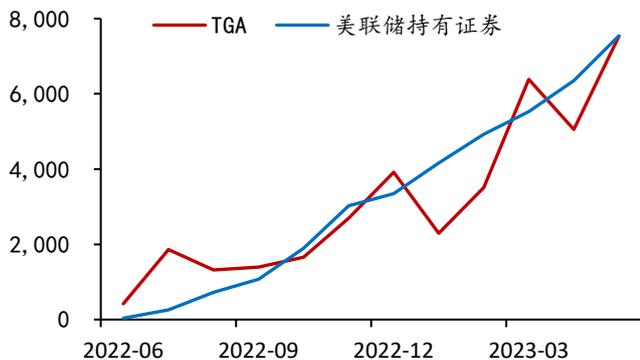


资料来源: Wind, 国联证券研究所整理

➤ 流动性问题值得关注

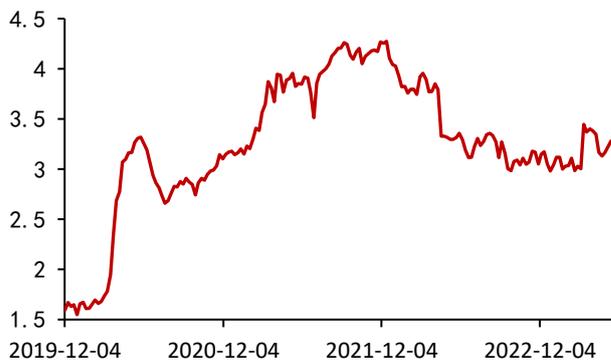
债务上限问题解决之后财政部要重建财政部一般账户可能对整体流动性产生影响。从 2022 年 6 月美联储开始缩表后, 同时间财政部一般账户的资金在不断消耗, 以 2022 年 6 月为起点, 美国财政部一般账户资金下降的累积幅度和美联储缩表的累计金额非常接近, 而且从下图中看两者的变动趋势也十分接近。但是, 两者作用的方向却是相反的, 美联储缩表是减少市场的流动性, 而消耗财政部一般账户是增加流动性。随着财政部一般账户的重建, 美联储缩表和重建财政部一般账户两者将转向, 都将减少流动性, 其影响值得关注。

图表 16: TGA 和缩表



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 17: 准备金 (万亿美元)



来源: Wind, 国联证券研究所

4. 风险提示

美联储紧缩超预期，地缘政治风险超预期

本报告仅供
ybjieshou@eastmoney.com
邮箱所有人使用，未经许可，不得外传。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券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。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

无锡：江苏省无锡市太湖新城金融一街8号国联金融大厦9层

电话：0510-82833337

传真：0510-82833217

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场4层

电话：010-64285217

传真：010-64285805

上海：上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇广场1座37层

电话：021-38991500

传真：021-38571373

深圳：广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心29层

电话：0755-82775695