

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师

执业编号：S1500521040002

联系电话：010-83326858

邮箱：xieyunliang@cindasc.com

张云杰 宏观分析师

执业编号：S1500523050006

联系电话：+86 13682411569

邮箱：zhangyunjie@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

美联储鹰派指引的信号意义可能大于实际意义

2023年6月15日

- **美联储仍采取鹰派表态引导市场预期。**6月议息会议美联储暂停加息，但通过前瞻指引释放了更加鹰派的信号。一是多数与会官员预计年内适合再次加息，二是6月加息点阵图对于全年利率中值的预测升至5.6%，三是在经济预测中上调了年内经济增长前景与通胀预期，下修了失业率预测。5月密歇根大学长期通胀预期有所反弹，短期通胀预期仍偏高，说明当前还未到放松预期管理的时候，这或许是美联储做出鹰派指引的一大动机。
- **美联储鹰派指引的信号意义可能大于实际意义。**

首先，当前利率已足够接近限制性水平。新闻发布会后答记者问环节，针对记者“足够限制性的利率水平是多少”的提问，鲍威尔回应“当前已足够接近（much closer）这一水平”。从美国当前的实际利率水平来看，可以得到相似的结论。5月美国实际利率水平为1.06%，已高于1%的全年实际GDP预期增长率，能够起到平抑经济增长、推动通胀下行的效果。

其次，美联储利率决议正在变得更加审慎。通过暂停加息，美联储可以评估更多信息来作为决策依据，同时向市场宣称“保留加息选项”。那么在未来数据符合预期的情形下，或也存在美联储不再加息的可能。

最后，我们认为下半年通胀率明显反弹的概率偏低，核心商品项有望伴随超额储蓄消耗维持低位，核心服务与住宅项有望继续下行。基于美联储“数据依赖”的决策机制，年内再加息50bp的可能性相对较小。

- **市场紧缩预期进一步升温的空间或相对有限。**5月以来市场加息预期逐渐向美联储前瞻指引回归，1年期美债收益率基本持平当前基准利率目标上限。说明市场交易已较充分反映加息预期，后续进一步交易利率上行的空间或相对有限，因此造成的资产价格波动可能也相对较小。这对人民币资产而言是个好消息，一方面汇率贬值压力有望缓解，6月15日美元兑人民币汇率在岸价收盘录得7.1555，较前日小幅升值21个基点。另一方面，中国央行货币宽松窗口有望进一步打开，从而推动国内经济企稳回升。
- **风险因素：**美联储超预期紧缩，通胀超预期反弹，地缘政治风险等。

目录

一、美联储仍采取鹰派表态引导市场预期	3
二、美联储鹰派指引的信号意义可能大于实际意义	5
三、市场紧缩预期进一步升温的空间或相对有限	7
风险因素	8

图目录

图 1: 6 月加息点阵图将年内利率终值预测提升至 5.6%	3
图 2: 6 月 FOMC 经济预测表	4
图 3: 5 月长期通胀预期有所反弹, 短期通胀预期仍偏高	4
图 4: 6 月会议后, 市场加息预期有所升温	5
图 5: 当前实际利率已足够接近限制性水平	5
图 6: 美国居民超额储蓄已自高点回落过半	6
图 7: 核心服务项同比和劳动者报酬指数同比同步变化	7
图 8: 5 月 CPI 住宅同比连续第 4 个月下行	7
图 9: 当前 1 年期美债利率已基本持平基准利率目标上限	8

事件：

北京时间6月15日凌晨2:00，美联储公布6月利率决议。凌晨2:30，美联储主席鲍威尔召开新闻发布会。

一、美联储仍采取鹰派表态引导市场预期

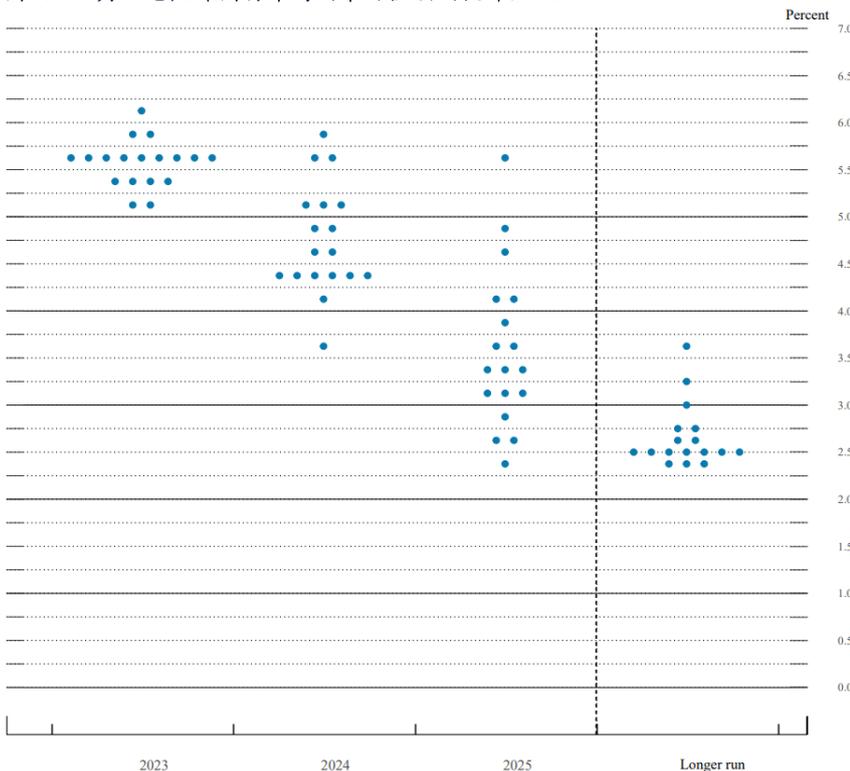
6月议息会议美联储暂停加息，联邦基金利率目标区间维持5.00-5.25%不变，但美联储通过前瞻指引释放了更加鹰派的信号。

一是多数与会官员预计年内适合再次加息。根据鲍威尔在新闻发布会上的讲话，6月会议中几乎所有与会官员（nearly all Committee participants）都预计，年内进一步提高利率将是合适的（appropriate to raise interest rates）。

二是6月加息点阵图对于全年利率中值的预测升至5.6%。至于利率最终可能提高多少，6月最新加息点阵图显示，2023年联邦基金利率终值的预测中位数升至5.6%，对应目标区间5.50-5.75%，明显高于3月份的预测（预测中值5.1%，目标区间5.00-5.25%）。

三是6月经济预测上调了年内经济增长前景与通胀预期，下修了失业率预测。相比3月份，6月经济预测将全年实际GDP增速由0.4%上调至1.0%，核心PCE同比由3.6%上调至3.9%，失业率从4.5%下修至4.1%。即，美联储给出的未来指引，是“经济保持韧性+通胀回落偏慢”的组合，进一步向市场传递了未来可能再次加息的信号。

图 1：6月加息点阵图将年内利率终值预测提升至5.6%



资料来源：美联储官网，信达证券研发中心

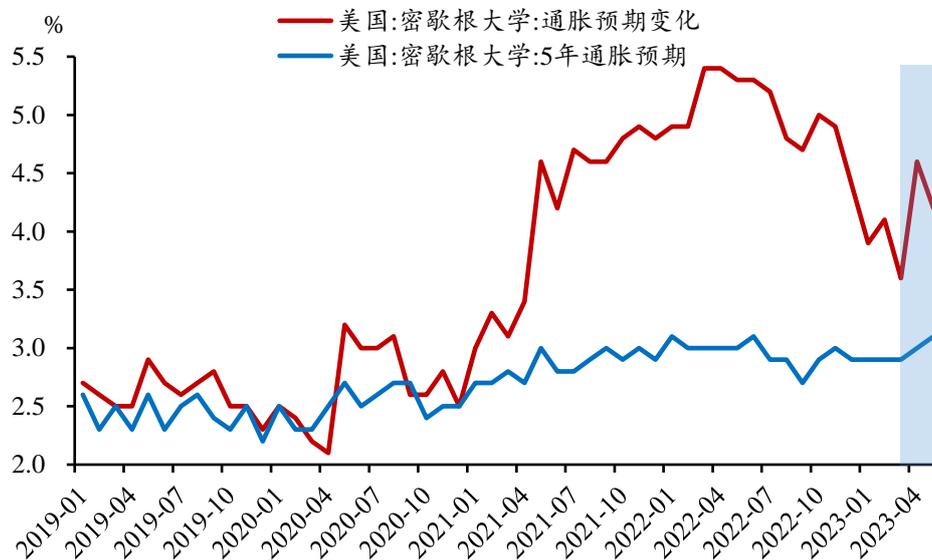
图 2：6 月 FOMC 经济预测表

变量 (%)	中位数				集中趋势			
	2023	2024	2025	长期	2023	2024	2025	长期
实际 GDP 增速	1.0	1.1	1.8	1.8	0.7-1.2	0.9-1.5	1.6-2.0	1.7-2.0
3 月预测值	0.4	1.2	1.9	1.8	0.0-0.8	1.0-1.5	1.7-2.1	1.7-2.0
失业率	4.1	4.5	4.5	4.0	4.0-4.3	4.3-4.6	4.3-4.6	3.8-4.3
3 月预测值	4.5	4.6	4.6	4.0	4.0-4.7	4.3-4.9	4.3-4.8	3.8-4.3
PCE	3.2	2.5	2.1	2.0	3.0-3.5	2.3-2.8	2.0-2.4	2.0
3 月预测值	3.3	2.5	2.1	2.0	3.0-3.8	2.2-2.8	2.0-2.2	2.0
核心 PCE	3.9	2.6	2.2		3.7-4.2	2.5-3.1	2.0-2.4	
3 月预测值	3.6	2.6	2.1		3.5-3.9	2.3-2.8	2.0-2.2	
联邦基金利率	5.6	4.6	3.4	2.5	5.4-5.6	4.4-5.1	2.9-4.1	2.5-2.8
3 月预测值	5.1	4.3	3.1	2.5	5.1-5.6	3.9-5.1	2.9-3.9	2.4-2.6

资料来源：美联储官网，信达证券研发中心

鹰派指引或有利于平稳通胀预期。从密歇根大学通胀预期指数来看，5 月短期通胀预期录得 4.2%，考虑到 5 月 CPI 同比为 4%、4 月 PCE 同比为 4.36%，这一预期值依然偏高。5 月密歇根大学 5 年通胀预期指数则录得 3.1%，较上月环比上升 0.1 个百分点，连续第 2 个月出现反弹。这或说明当前还未到放松预期管理的时候，美联储做出鹰派指引符合其工作思路。

6 月会议后，市场加息预期有所升温。截至本篇报告发布，CME FedWatch 最新数据显示，市场预计今年末联邦基金利率目标区间为 5.25-5.50%。路径上，市场预期 7 月会议或再次加息 25 个基点，随后暂停加息，年内维持利率水平不变。

图 3：5 月长期通胀预期有所反弹，短期通胀预期仍偏高


资料来源：Wind，信达证券研发中心

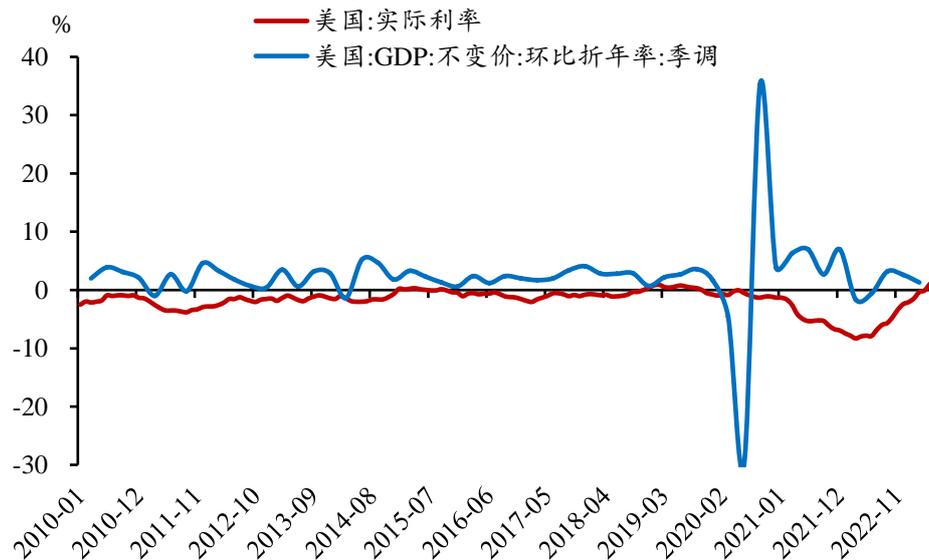
图 4：6 月会议后，市场加息预期有所升温


资料来源: CME, 信达证券研发中心

二、美联储鹰派指引的信号意义可能大于实际意义

首先，当前利率已足够接近限制性水平。在新闻发布会后答记者问环节，针对记者“足够限制性 (sufficiently restrictive) 的利率水平究竟是多少”的提问，鲍威尔的回应是“当前已足够接近 (much closer) 这一水平”。

从美国当前的实际利率水平来看，同样可得到上述结论。用美国有效联邦基金利率减去通货膨胀率（这里选用 CPI 同比指标），构建得到美国实际利率水平。结果显示，5 月美国实际利率水平为 1.06%，已高于 1% 的全年实际 GDP 预期增长率。历史上看，2008 年金融危机后，美国实际利率水平几乎从未高于经济增长率（2020 上半年除外）。基于此，我们认为美国当前利率水平已足够接近限制性水平，能够起到平抑经济增长、推动通胀下行的效果。

图 5：当前实际利率已足够接近限制性水平


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

注: 美国实际利率=有效联邦基金利率-CPI 同比

其次，美联储利率决议正在变得更加审慎。按照鲍威尔在新闻发布会中的说法，保持稳健的利率水平 (hold the

target range steady) 是谨慎的 (prudent), 好处在于可评估更多信息 (assess additional information) 来作为决策依据。和单次会议加息 75bp、50bp 的时期相比, 美联储利率决议明显在向审慎风格转变。尽管鲍威尔释放的信号是“保留加息选项”, 但我们对此的理解, 是如果未来数据符合预期, 那么美联储同样有可能不再加息。

最后, 基于美联储“数据依赖”的决策机制, 我们认为下半年通胀率明显反弹的概率偏低, 年内再加息 50bp 的可能性相对较小。考虑到美国银行业压力有所缓解, 两党就暂停债务上限达成协议, 下半年美国经济持续保持韧性的可能性在提升。因此, 下半年经济走软和失业率上升 (年末或仍低于长期自然失业率) 可能较难对美联储加息形成约束。而通胀指标是否会发生明显反弹, 可能作为美联储更加重要的决策依据。

分项来看美国 CPI:

一是核心商品项通胀率有望维持低位。2021 年以来美国商品项通胀率快速上升, 我们认为和需求强劲有关, 财政补贴大幅提高了居民的超额储蓄, 为消费需求提供了有力支撑。同时疫情冲击下全球供应链紧张, 供需存在缺口。但这两项因素都已发生明显变化, 居民超额储蓄已自高点回落过半, 或在 Q3 期间消耗完毕, 同时商品供应状况也在持续恢复。

二是核心服务项 (不含住房服务) 有望继续下行。当前美国劳动力市场的供需正在趋于平衡, 名义工资增长呈现放缓迹象。受此影响, 5 月 CPI 核心服务项同比录得 4.2%, 已较去年 9 月高点回落 3.9 个百分点。当前就业扩散指数等先行指标仍在收缩, 核心服务项通胀率未来有望继续下行。

三是住宅项有望进一步确立下行趋势。再来看住宅项, 5 月 CPI 住宅同比录得 6.8%, 连续第 4 个月下降。历史上看, 美国房价往往领先住宅项约 14 个月, 5 月美国房地美房价指数同比进一步降至 0.31%, 指向住宅同比有望确立下行趋势。

图 6: 美国居民超额储蓄已自高点回落过半

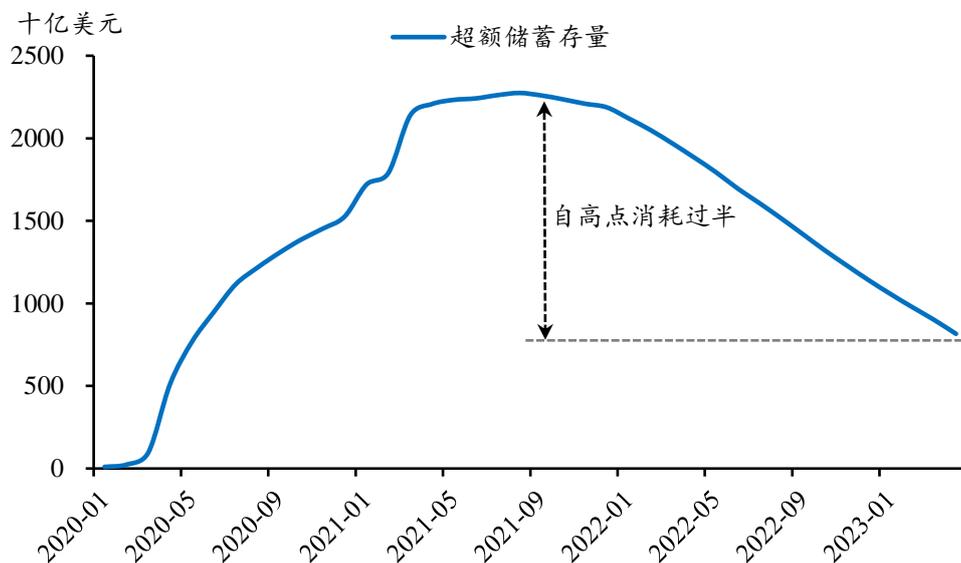
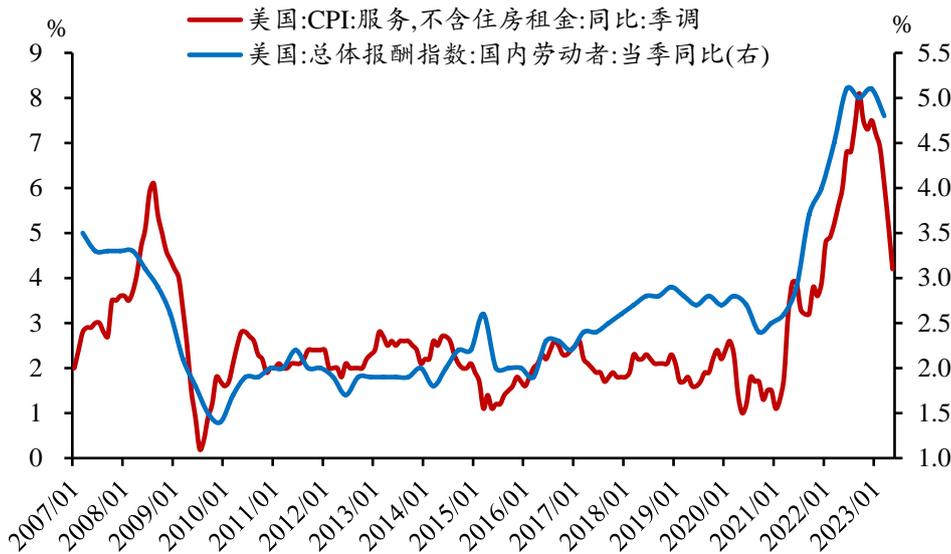


图 7：核心服务项同比和劳动者报酬指数同比同步变化


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

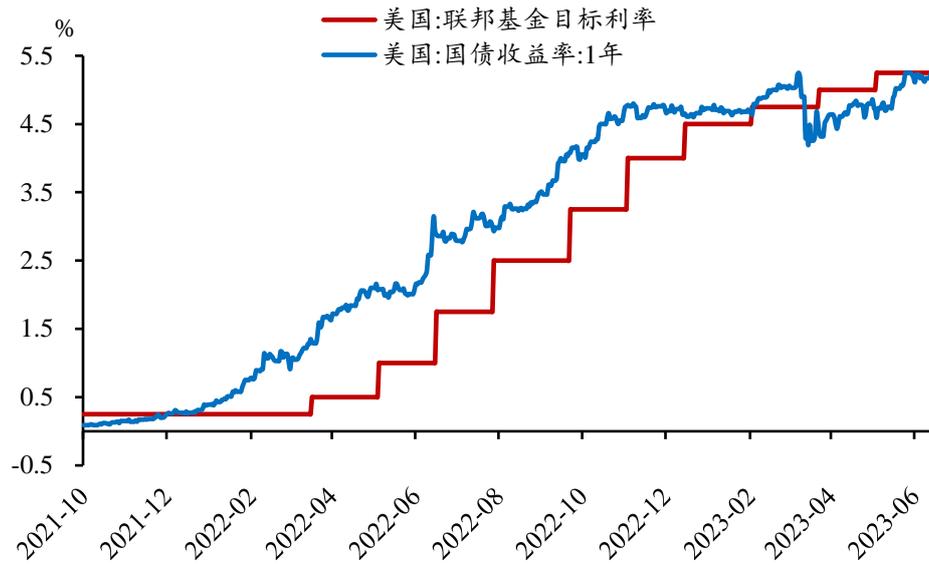
图 8：5 月 CPI 住宅同比连续第 4 个月下行


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

三、市场紧缩预期进一步升温的空间或相对有限

当前市场交易已较充分反映加息预期。今年以来，市场一度押注美联储年内就开启降息，1 年期美债收益率大部分时间低于当期联邦基金目标利率（参考图 4、图 9）。随后，市场加息预期逐渐向美联储前瞻指引回归，6 月 14 日 1 年期美债收益率收盘录得 5.27%，已基本持平当前基准利率目标上限。这或意味着，市场进一步交易美联储加息的空间相对有限，因此造成的资产价格波动可能也相对较小。这对于人民币资产是个好消息，一方面汇率贬值压力有望缓解，6 月 15 日美元兑人民币汇率在岸价收盘录得 7.1555，较前日小幅升值 21 个基点。另一方面，中国央行货币宽松窗口有望进一步打开，从而推动国内经济企稳回升。

图 9：当前 1 年期美债利率已基本持平基准利率目标上限



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

风险因素

美联储超预期紧缩，通胀超预期反弹，地缘政治风险等。

研究团队简介

解运亮，信达证券首席宏观分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学财政金融学院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。2022年Wind金牌分析师宏观研究第二名。2022年云极“十大讲师”。首届“21世纪最佳预警研究报告”获得者。

张云杰，信达证券宏观分析师。阿德雷德大学应用金融硕士，华中科技大学统计学学士。2021年加入信达证券研究开发中心，侧重于研究金融流动性，中美货币政策，物价分析等。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张澜夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyui@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	王爽	18217448943	wangshuang3@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	粟琳	18810582709	sulin@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com

华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	张佳琳	13923488778	zhangjialin@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在 ±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。