

2023年06月15日

## 鹰派表态或将是美联储后续主基调——6月 FOMC

宏观研究团队

### 会议点评

——宏观经济点评

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

潘纬桢（联系人）

panweizhen@kysec.cn

证书编号：S0790122110044

事件：美联储于北京时间6月15日凌晨2点发布2023年6月FOMC会议声明，宣布暂停加息。

#### ● 声明及发布会要点

1. 美联储宣布暂停加息，缩表将继续按2022年5月计划有序进行。
2. 美联储对美国经济情况继续保持乐观。美联储对美国经济的看法同5月份相比基本相同，对美国银行业危机看法亦保持相对乐观，认为美国银行体系健全且富有弹性。最近的事态发展可能导致家庭和企业的信贷条件收紧，并对经济活动、就业和通胀造成压力。这些影响的程度是不确定的，仍然高度关注通胀风险。
3. 美联储在此次会议上调经济增长预测，下调失业率预测，下调PCE预测，但上调了核心PCE预测，点阵图显示2023年预计将加息至5.5%-5.75%，较3月会议提升50bp，并认为2023年不会降息，鹰派程度有所提升。

4. 发布会上，鲍威尔表态持续鹰派。从发布会上鲍威尔的发言和表态来看，后续美联储的加息政策的重心仍然放在控制通胀水平上。其认为本次会议暂停加息是比较谨慎稳重（prudent）的做法，因为可以有更多时间来观察经济变化，不过考虑到核心PCE下降过程缓慢，因此提升了未来加息终点利率，并认为2023年降息是不合适的，具体操作上仍需要一会一议。

#### ● 再次加息条件或较高，鹰派表态或将是美联储后续主基调

1. 美联储后续可能再次加息，所需条件或较高。对美联储而言，矛盾的数据或是其6月份暂停加息的重要原因，预留更多时间以观察后续经济数据的表现，是其当前的较优选项。根据点阵图显示，2023年内可能再度加息50bp，时间点目前尚未确定。我们认为，美联储后续再次加息所需要的条件或较高，若后续的就业和通胀数据出现超预期上行，亦或是美联储确认美国银行业风险事件对信贷以及美国经济负面影响基本消除，美联储再次加息的可能性将会较大。
2. 美联储后续表态或将持续鹰派。我们认为，无论美联储后续是否继续加息，其政策表态或将持续鹰派。一则当前通胀存在反弹风险，去通胀进程还未言结束，政策效果还需时间观察，放松表态将不利于民众的通胀预期锚定；二则有助于避免美国金融条件因其表态不够强硬而出现放松；三则保持鹰派表态，不轻言加息结束，也有助于其保持政策灵活性，若后续通胀出现超预期反复，可以选择再次加息，避免对市场产生不必要的冲击，从而提升货币政策的有效性。

#### ● 市场或将持续承压

发布会后，美股有较大幅度下跌；美债方面，10年期美债收益率拉升；美元方面，声明发布后持续上升；黄金则迎来一定幅度下降。我们认为随着美联储保持鹰派，且后续加息终点可能提升，市场后续或将持续承压。

● 风险提示：国际局势紧张引发通胀超预期，美国经济超预期衰退。

#### 相关研究报告

《降息只是开始，增量政策可期——宏观经济点评》-2023.6.14

《通胀继续下行或增强联储6月暂停加息意愿——美国5月CPI点评——宏观经济点评》-2023.6.14

《稳增长增量政策可期——宏观周报》-2023.6.11

## 目 录

1、 声明及发布会要点 .....	3
1.1、 美联储宣布暂停加息，缩表将继续按计划有序进行 .....	3
1.2、 美联储对美国经济情况继续保持乐观 .....	3
1.3、 经济预测再度上调经济增速，点阵图信息更加鹰派 .....	3
1.4、 发布会上，鲍威尔表态持续鹰派 .....	4
2、 再次加息条件或较高，鹰派表态或将是美联储后续主基调 .....	5
2.1、 美联储后续可能再次加息，所需条件或较高 .....	5
2.2、 美联储后续表态或将持续鹰派 .....	5
3、 市场后续或将持续承压 .....	6
4、 风险提示 .....	6

## 图表目录

图 1： 6 月点阵图显示加息至 5.5%-5.75% .....	4
图 2： 3 月点阵图显示加息至 5%-5.25% .....	4
图 3： 5 月亚特兰大薪资增长指数继续下行 .....	5
图 4： 道琼斯一定幅度下跌 .....	6
图 5： 10 年期美债收益率提升 .....	6
图 6： 美元指数上升 .....	6
图 7： 黄金价格下行 .....	6
表 1： 美联储上调 2023 年经济增长预测 (%) .....	4

事件:美联储于北京时间6月15日凌晨2点发布2023年6月FOMC会议声明,宣布暂停加息。

## 1、声明及发布会要点

### 1.1、美联储宣布暂停加息,缩表将继续按计划有序进行

美联储在此次会议上再次宣布暂停加息,为本轮加息周期以来首次。声明中增加了保持利率水平不变以便于委员会可以评估更多的信息以及货币政策的影响(allows the Committee to assess additional information and its implications for monetary policy),并删去了将密切关注即将到来的信息并评估其对货币政策的影响(The Committee will closely monitor incoming information and assess the implications for monetary policy)的表述,显示在政策前瞻上有所改变。缩表方面,将继续按照2022年5月份会议上发布的《缩减美联储资产负债表规模的计划》来有序缩减持有国债及MBS。

### 1.2、美联储对美国经济情况继续保持乐观

在声明中,美联储对美国经济的看法同5月份相比几乎没有改变,具体而言:

美国经济表现上,声明表示最近的指标显示经济活动继续以温和的速度扩张,同5月相比没有发生变化;

就业与通胀方面,声明表示近几个月就业增长强劲,失业率保持在低位。通货膨胀率仍然很高;5月声明亦是相同表述;

银行业风险方面,声明表示美国银行体系健全且富有弹性。家庭和企业的信贷条件收紧可能会对经济活动、招聘和通胀造成压力。这些影响的程度是不确定的。委员会仍然高度关注通胀风险,同5月份相比没有变化;

货币政策立场方面,声明表示将继续监测即将发布的信息对经济前景的影响,包括公共卫生、劳动力市场状况、通胀压力和通胀预期以及金融和国际形势等信息,同时如果出现可能阻碍相关货币政策目标实现,将会准备适当调整货币政策立场。

### 1.3、经济预测再度上调经济增速,点阵图信息更加鹰派

美联储在此次会议上调经济增长预测,下调失业率预测,下调PCE预测,但上调了核心PCE预测,点阵图显示2023年预计将加息至5.5%-5.75%,较3月会议提升50bp,鹰派程度有所提升。

经济预测方面,美联储上调经济增长预测,下调失业率预测。与3月份相比,本次美联储将2023年GDP增速预测由0.4%上调至1.0%,2024年预测由1.9%下调至1.8%;失业率为3月份预测的2023年4.5%下调至4.1%;通胀水平预测则发生背离,其中2023年PCE从3月份预测的3.3%下调至3.2%,核心PCE则从3.6%上调至3.9%。2023年联邦基金利率则较3月份预测的5.1%上升至5.6%,2024年由4.3%上调至4.6%。

点阵图方面,此次点阵图相较于2023年3月份变化相对较大,大部分官员认为2023年美联储的利率水平将会停留在5.5%-5.75%区间,并认为**2023年不会降息**。对2024年及后续的利率水平判断也较上次有所提升,离散程度仍较高,但没有明显扩大,显示联储官员内部之间对于未来的利率政策路径分歧仍然较高。

### 1.4、发布会上，鲍威尔表态持续鹰派

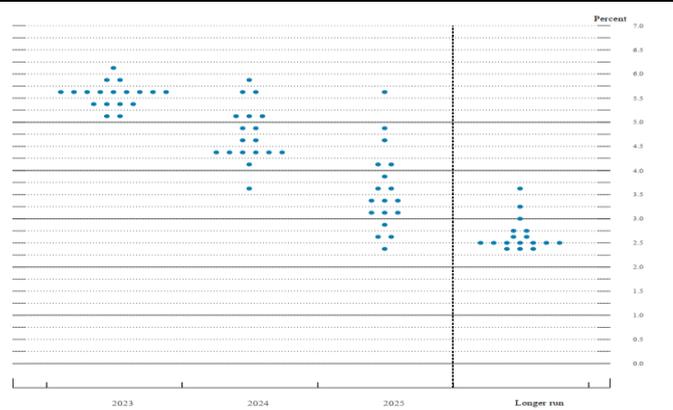
从发布会上鲍威尔的发言和表态来看，后续联储的加息政策的重心仍然放在控制通胀水平上，且认为通胀上行风险比较大，大多数委员认为后续进一步加息是合适的。在发言稿以及问答中，鲍威尔没有主动提及美国银行风险事件，仅在问答时表示信贷紧缩程度评估还为时较早。其认为本次会议暂停加息是比较谨慎稳重（prudent）的做法，因为可以有更多时间来观察经济变化，不过考虑到核心 PCE 下降过程缓慢，因此提升了未来加息终点利率，并认为 2023 年降息是不合适的，具体操作上仍需要一会一议。经济基本上，鲍威尔认为通胀仍然过高，劳动力市场也依旧紧张。预期劳动力的供需在未来将更加平衡，对通胀向上的支撑也将减弱。但当前通胀压力还是较高，且距离 2% 的通胀目标还有较长的一段距离。而美国经济经济活动仍在温和扩张，特别是消费有所增长，因此调高了对美国经济的的增长，或显示当前美联储对美国经济软着陆的信心有所提升。

表1：美联储上调 2023 年经济增长预测（%）

预测指标	预测年份	2022.12 预测值	2023.03 预测值	2023.06 预测值
GDP 增速	2023	0.5	0.4	1
	2024	1.6	1.2	1.1
	2025	1.8	1.9	1.8
失业率	2023	4.6	4.5	4.1
	2024	4.6	4.6	4.5
	2025	4.5	4.6	4.5
PCE	2023	3.1	3.3	3.2
	2024	2.5	2.5	2.5
	2025	2.1	2.1	2.1
核心 PCE	2023	3.5	3.6	3.9
	2024	2.5	2.6	2.6
	2025	2.1	2.1	2.1
联邦基金利率	2023	5.1	5.1	5.6
	2024	4.1	4.3	4.6
	2025	3.1	3.1	3.4

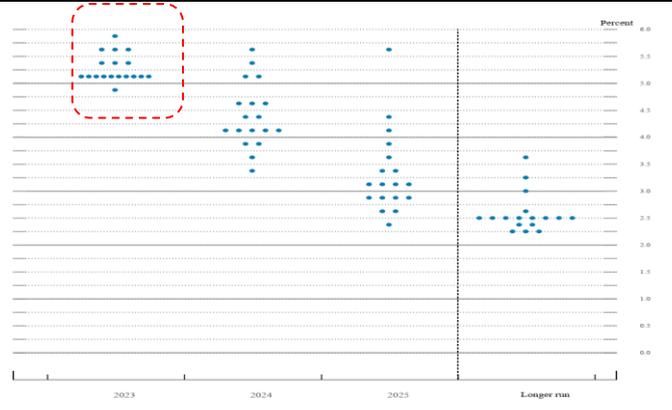
数据来源：美联储、开源证券研究所

图1：6月点阵图显示加息至 5.5%-5.75%



资料来源：美联储、开源证券研究所

图2：3月点阵图显示加息至 5%-5.25%



资料来源：美联储、开源证券研究所

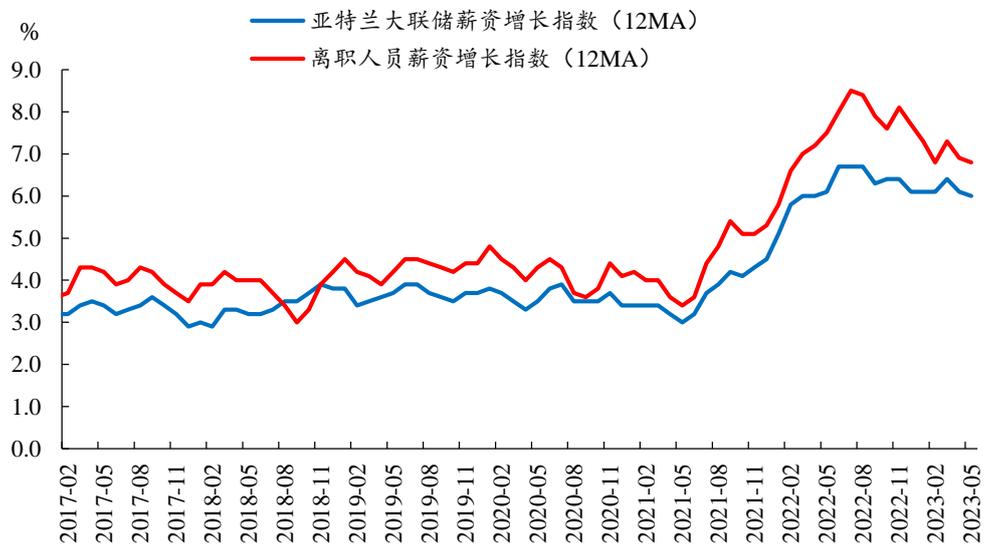
## 2、再次加息条件或较高，鹰派表态或将是美联储后续主基调

### 2.1、美联储后续可能再次加息，所需条件或较高

5月美国新增非农就业33.9万，但失业率上升至3.7%，两项数据出现背离。劳动力市场数据可谓是“喜忧参半”，劳动力供需缺口有所提升，意味着后续劳动力市场降温的趋势可能较慢（可参考报告《矛盾的就业数据或驱使联储6月“按兵不动”——美国5月非农就业数据点评》）。从5月通胀数据来看，虽然当前通胀水平继续下行，但是核心通胀黏性较强，就业市场对核心通胀的支撑较为明显，若就业市场后续仍保持较慢回落，核心通胀下行的斜率也会相应较慢，特别是下半年能源项的高基数消失后，整体通胀水平大概率会迎来反弹（可参考报告《通胀继续下行或增强联储6月暂停加息意愿——美国5月CPI点评》）。

对美联储而言，矛盾的数据或是其6月份暂停加息的重要原因，预留更多时间以观察后续经济数据的表现，是其当前的较优选项。往后看，根据点阵图显示，2023年内可能再度加息50bp，时间点目前尚未确定。我们认为，美联储后续再次加息所需要的条件或较高，若后续的就业和通胀数据出现超预期上行，亦或是美联储确认美国银行业风险事件对信贷以及美国经济负面影响基本消除，美联储再次加息的可能性将会较大。从当前的通胀以及劳动力市场的情况来看，这样的政策环境门槛比较高，5月份亚特兰大联储薪资增长指数（12MA）继续下降至6.0%，已经连续3个月下降，薪资放缓态势较为明显，考虑到美国劳动力市场下行趋势尚未逆转，后续对通胀的支撑力度也将逐渐减弱。

图3：5月亚特兰大薪资增长指数继续下行



数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

### 2.2、美联储后续表态或将持续鹰派

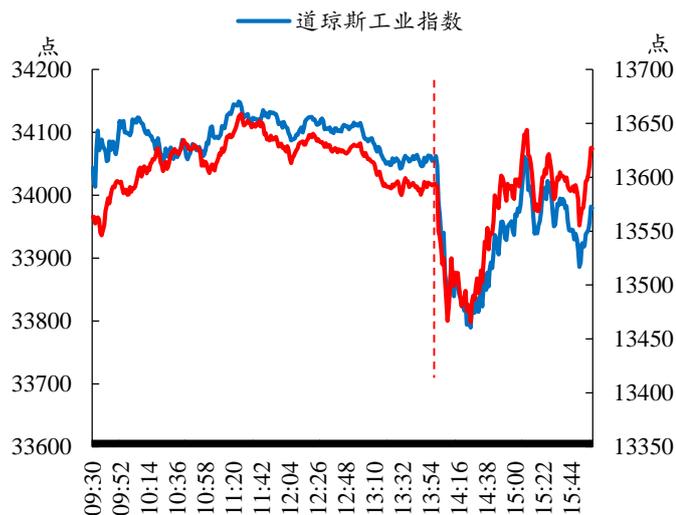
我们认为，无论美联储后续是否继续加息，其政策表态或将持续鹰派。一、当前通胀存在反弹风险，美联储去通胀的进程还未言结束，政策效果还需时间观察，放松表态将不利于民众的通胀预期锚定；二、有助于避免美国金融条件因其表态不够强硬而出现放松，进而抵消加息效用，为去通胀进程增添阻碍；三、保持鹰派表态，不轻言加息结束，也有助于其保持政策灵活性，若后续通胀出现超预期反复，

可以选择再次加息，避免对市场产生不必要的冲击，从而提升货币政策的有效性。

### 3、市场后续或将持续承压

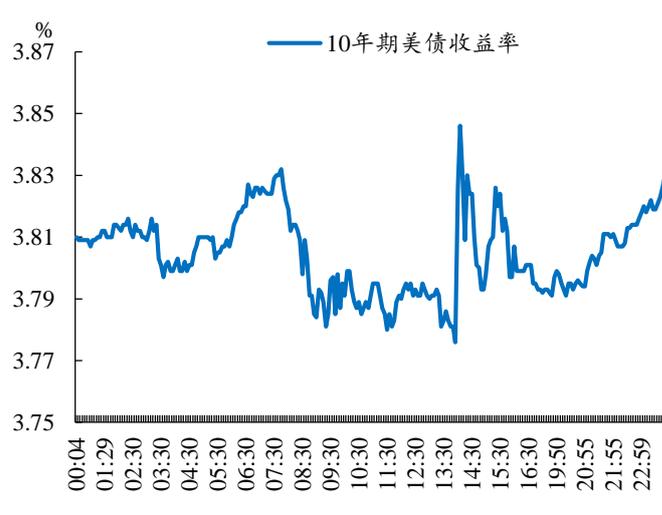
发布会后，市场反应较为激烈。美股方面，在美联储利率决议发布后，美股有较大幅度下跌，最后道琼斯指数仍然收跌；美债方面，声明发布后10年期美债收益率拉升；美元方面，声明发布后持续上升；黄金则迎来一定幅度下降。我们认为随着美联储保持鹰派，且后续加息终点可能提升，市场后续或将持续承压。

图4：道琼斯一定幅度下跌



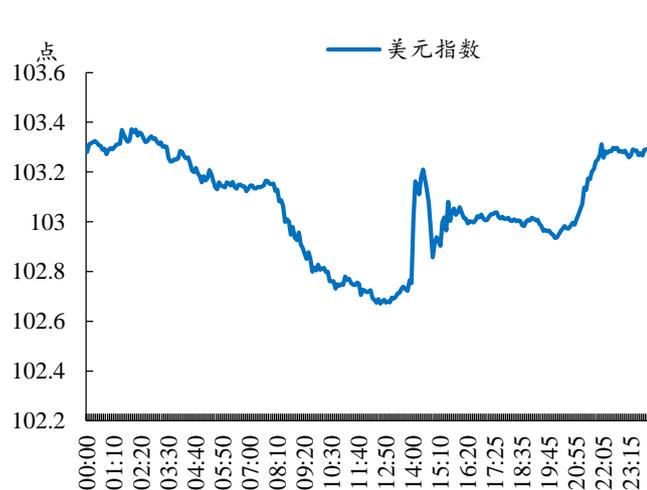
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：10年期美债收益率提升



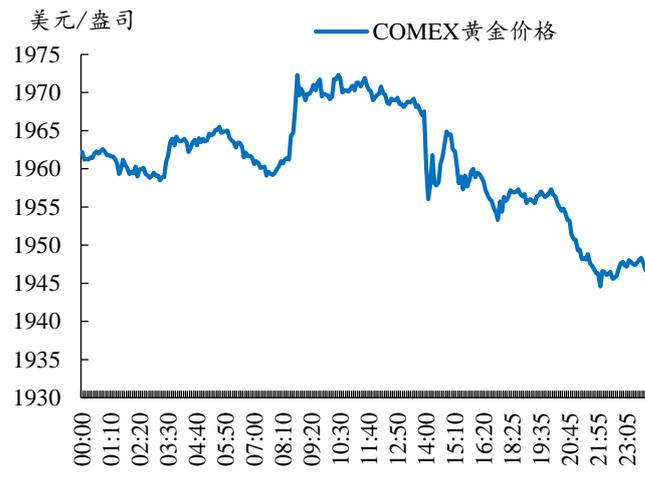
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：美元指数上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：黄金价格下行



数据来源：Wind、开源证券研究所

### 4、风险提示

国际局势紧张引发通胀超预期，美国经济超预期衰退。

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn