

6月 FOMC 会议点评

“留有余地”的暂停加息

北京时间6月15日凌晨，美联储在6月FOMC会议上宣布将联邦基金利率目标范围维持在5%-5.25%的水平，但继续缩表计划；经济预测和记者会发言释放鹰派信号。

- **会议要点：加息暂停，但经济预测和记者会发言释放鹰派信号。**6月会议声明较5月无显著变动。委员会成员们上修了对于经济和核心通胀的预测，并认为2023年末合意的利率水平约为5.6%，这暗示年内仍有两次加息。鲍威尔认为暂停加息同美联储的加息节奏框架是一致的，同时也是为了等待更多的经济数据。鲍威尔强调7月FOMC会议的决定仍是未知的；仍然强调核心通胀处于较高水平，并继续打压年内降息的观点；未对金融风险详细讨论。我们预期美联储本轮加息终点基准利率上限在5.25%-5.50%左右。
- **市场V型反转，利率预期小幅抬升，会议对市场冲击整体有限。**随着美联储加息终点的临近，我们认为美国通胀数据以及货币政策对于市场的冲击相较2022年会持续边际减弱。我们预计下半年市场交易主线或将从美国通胀/货币政策转向企业盈利/经济增长。
- **风险提示：金融风险超预期，通胀韧性超预期。**

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济

证券分析师：周亚齐

yaqi.zhou@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522090002

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

一、会议要点：加息暂停，但经济预测和记者会发言释放鹰派信号

6月会议声明较5月无显著变动。北京时间6月15日凌晨，美联储在6月FOMC会议上宣布将联邦基金利率目标范围维持在5%-5.25%的水平，但继续缩表计划，大致符合市场预期。相较于5月FOMC声明，6月会议声明的要点并没有显著变动。

图表 1. FOMC 会议声明主要内容变化

| | 2023年6月FOMC | 2023年5月FOMC |
|----------|--|--|
| 货币政策决议 | 联邦基准利率保持不变 & 继续缩表 | 加息25bp & 继续缩表 |
| 货币政策展望 | 委员会将综合考虑：1) 累计的紧缩货币政策影响 2) 政策影响的滞后性 3) 经济和金融情况，来决定货币政策进一步收紧(policy firming)的空间 | 委员会将综合考虑：1) 累计的紧缩货币政策影响 2) 政策影响的滞后性 3) 经济和金融情况，来决定货币政策进一步收紧(policy firming)的空间 |
| 经济增长整体展望 | 近期指标显示经济活动持续轻微扩张 | 第一季度经济活动实现了轻微的扩张 |
| 金融风险 | 美国银行系统仍然是稳健的；收紧的信贷条件对于经济的拖累程度仍然是不确定的 | 美国银行系统仍然是稳健的；收紧的信贷条件对于经济的拖累程度仍然是不确定的 |
| 通胀 | 通胀水平仍处于高位 | 通胀水平仍处于高位 |
| 就业 | 就业岗位稳健增长，失业率仍然处于低位 | 失业率仍然处于低位 |

资料来源：美联储，中银证券

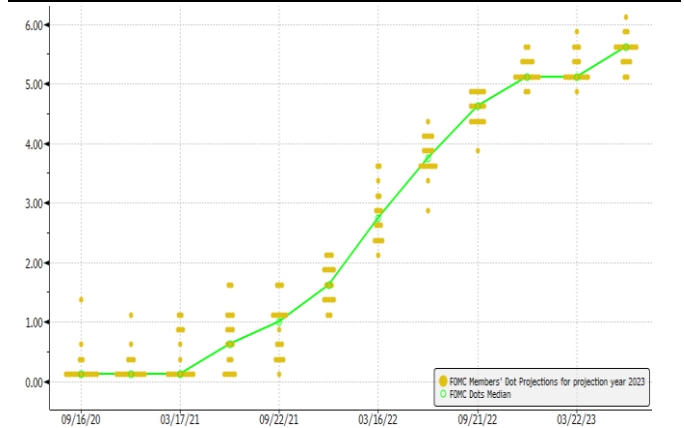
委员会成员们上修了对于经济和核心通胀的预测，并认为2023年末合意的利率水平约为5.6%，这暗示年内仍有两次加息。在本次货币政策会议结束后，美联储也公布了委员会成员们对于美国经济数据和联邦基准利率水平的最新预测值。就针对2023年四季度的展望而言，相较3月份的预测，委员会成员们目前认为经济形势会比他们上一次的预测更为乐观，核心通胀也会更高，而这也自然意味着他们认为联邦基准利率应该更高。从目前来看，点阵图的中位数显示委员会成员们倾向于认为2023年末合意的联邦基准利率水平约为5.6%左右，这也意味着委员会成员们认为年内仍有约两次的加息可能性。而年内剩余的议息会议还有7月、9月、11月和12月四次。因此，委员会成员的预测可能意味着在剩下的四次FOMC会议中，会有两次会议各自加息25bp。不过另一方面，鲍威尔在记者会上有意淡化经济预测对于未来实际货币政策决定的指示意义，并强调每次会议的决定仍需基于彼时的经济情形。

图表 2. 委员会成员对于2023年四季度关键经济数据的预测及其变动

| 经济预测项目 | 2023年6月 | 2023年3月 | 变动 |
|-------------------|---------|---------|-------|
| 2023年4季度实际GDP同比增速 | 1.0% | 0.4% | +0.6% |
| 2023年4季度平均失业率 | 4.1% | 4.5% | -0.4% |
| 2023年4季度PCE同比增速 | 3.2% | 3.3% | -0.1% |
| 2023年4季度核心PCE同比增速 | 3.9% | 3.6% | +0.3% |
| 2023年末联邦基准利率合意水平 | 5.6% | 5.1% | +50bp |

资料来源：彭博，中银证券

图表 3. 委员会成员对于2023年末联邦基准利率预期的点阵图变动（黄色点为预期分布，绿色线为预期中位数）



资料来源：彭博，中银证券

鲍威尔认为暂停加息同美联储的加息节奏框架是一致的，同时也是为了等待更多的经济数据。对于本次美联储暂停加息的决定，鲍威尔给出了两个理由。第一个理由：暂停加息，或者说加息0bp，同之前的加息步长逐步从75bp到50bp再到25bp的放缓节奏是一致的。这也同美联储加息周期启动时所公布的“先快后慢，之后在高位等待”的加息节奏框架是一致的。鲍威尔认为目前重要的问题是终点利率水平会在何处，而不是如何达到这个水平。第二个理由：前期的货币政策紧缩效应以及金融扰动所带来的额外的信贷紧缩效应仍需要时间才能逐渐在实体经济活动中体现出来。美联储也需要看到更多的经济数据来做出更可靠的货币政策决定。

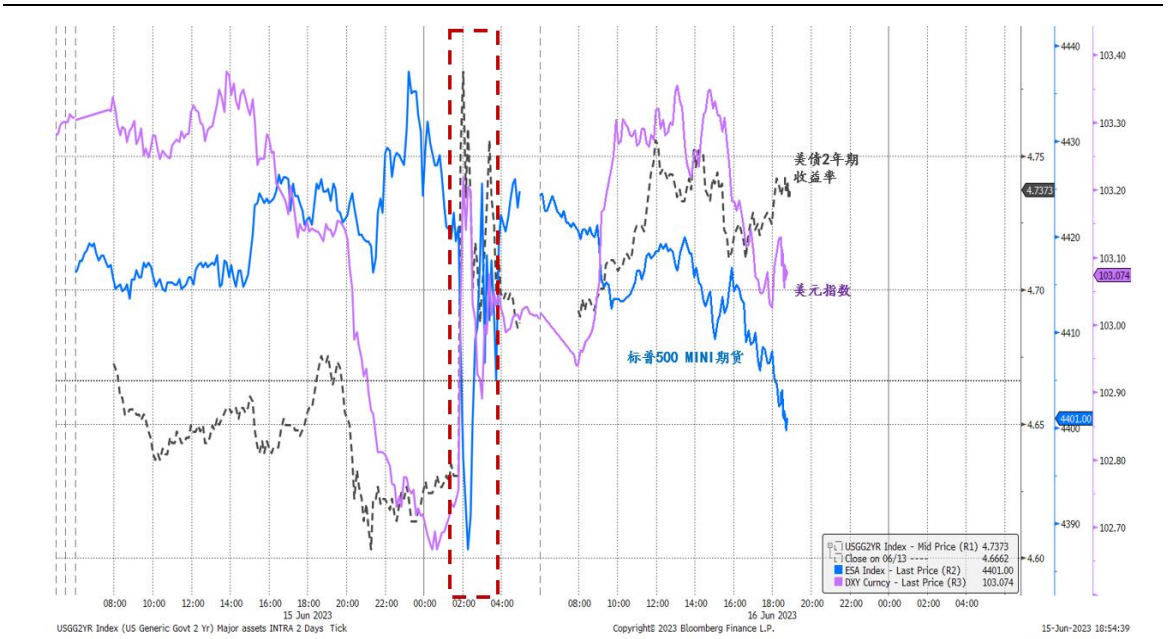
鲍威尔强调 7 月 FOMC 会议的决定仍是未知的；仍然强调核心通胀处于较高水平，并继续打压年内降息的观点；未对金融风险详细讨论。在记者会上，鲍威尔持续向市场传递着抗击通胀任务尚未完成，包括 7 月 FOMC 在内的未来 FOMC 决议仍需“走一步看一步”的信号，以避免市场对 6 月的暂停加息进行过度的鸽派解读。就抗击通胀而言，鲍威尔强调尽管整体通胀水平有所下行，并且劳动力市场再平衡已经取得一些进展，但是核心通胀目前仍然处于高位，并且在过去一段时间下降速度非常缓慢，同时劳动力市场的再平衡是否能够持续也需要进一步观察。另一方面，鲍威尔再次打压了年内降息的观点，强调没有任何一个委员会成员认为年内会降息。而随着近期美国金融风险边际缓和，面对记者提出的关于美债发行的流动性冲击，商业地产和非银机构信用和资产风险等问题，鲍威尔并未进行展开详细讨论，而只是提到美联储一直在持续关注相关事态的发展。

综合来看，本次 FOMC 暂停加息以及继续缩表基本符合市场预期，但是美联储通过经济预测调整和记者会发言释放了一定的鹰派信号。我们预期美联储本轮加息终点基准利率上限在 5.25%-5.50% 左右。

二、市场 V 型反转，利率预期小幅抬升，会议对市场冲击整体有限

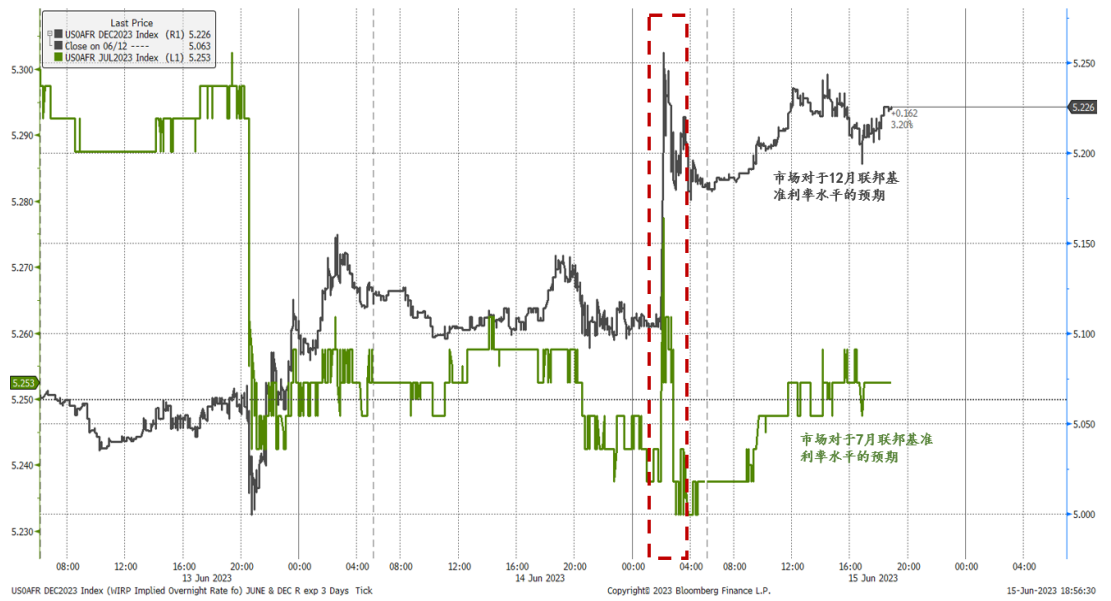
正如前文所述，尽管暂停加息以及继续缩表基本符合市场预期，但是经济预测调整和记者会发言释放了一定的鹰派信号(尤其是经济预测调整)。这可能解释了为何市场在决议公布之后(而不是记者会期间)出现了最大的波动。最初在鹰派的经济预测冲击下，美股快速跳水，而美债收益率和美元指数快速跳涨，同时市场对于 7 月和 12 月的利率水平预期也同步跳升。之后，随着记者会的召开，市场从最初的冲击中逐渐调整，前述资产价格变动也出现了一定程度的反转。最终，在美股收盘时，美股水平同会议开始前大致持平，美债收益率和美元指数略高于会议开始前水平，而市场对于 12 月的利率水平的预期同当前的利率水平差距则进一步缩小。随着美联储加息终点的临近，我们认为美国通胀数据以及货币政策对于市场的冲击相较 2022 年会持续边际减弱。我们预计下半年市场交易主线或将从美国通胀/货币政策转向企业盈利/经济增长。

图表 4. 美元、美股、美债在会议前后的表现



资料来源：彭博，中银证券

图表 5. 市场对于 7 月和 12 月利率水平的预期在会议前后的变动



资料来源：彭博，中银证券

风险提示：金融风险超预期，通胀韧性超预期。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分予任何其他人士，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371