

美国 6 月 FOMC 会议点评

“暂停加息” 实为加息节奏的进一步放缓

◆ 经济研究 · 宏观快评

证券分析师：董德志 021-60933158 dongdz@guosen.com.cn 执证编码：S0980513100001
 证券分析师：季家辉 021-61761056 jijiahui@guosen.com.cn 执证编码：S0980522010002

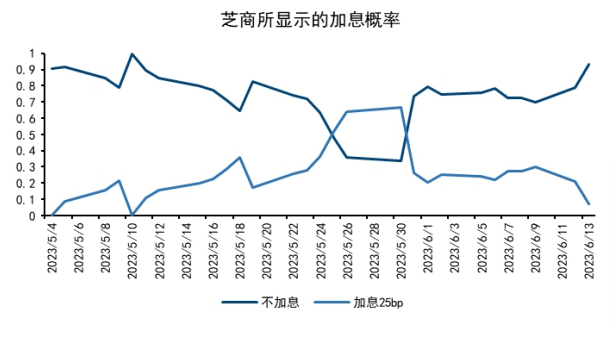
事项：

美东时间 6 月 14 日，美联储在 FOMC 会议后宣布暂停加息，将联邦基金利率目标区间维持在 5-5.25% 的水平，但在经济预测中将今年加息终点利率由 5.1% 上调至 5.6%。

评论：美联储暂停加息符合市场预期

美联储本次暂停加息符合市场预期。6 月以来，市场对美联储 6 月暂停加息的预期趋于一致。联邦基金利率期货显示 6 月暂停加息的概率保持在 80% 左右。但美联储 6 月经济预测中将今年加息终点利率上调 50bp，至 5.6%，超出了市场预期。美联储会议前市场预期终点利率水平为 5.25-5.5%。

图1：美联储会议前市场对暂停加息预期一致



资料来源：Macrobond，国信证券经济研究所整理

图2：美联储会议前市场预期终点利率为 5.25-5.5%

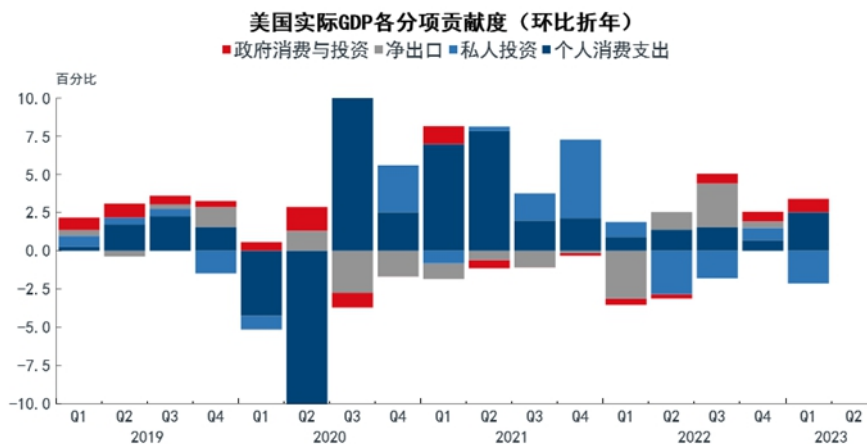
会议日期	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575
2023/6/14	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	93.1%	6.9%	0.0%
2023/7/26	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	35.4%	60.3%	4.3%
2023/9/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	32.5%	58.3%	8.8%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	7.6%	38.6%	46.7%	6.8%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.1%	16.0%	40.8%	35.9%	5.0%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	8.7%	27.8%	38.5%	21.2%	2.7%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.6%	5.6%	20.1%	34.2%	28.1%	10.1%	1.2%
2024/5/1	0.0%	0.5%	5.2%	19.0%	33.1%	28.6%	11.5%	1.8%	0.1%
2024/6/19	0.3%	3.3%	13.4%	27.3%	30.5%	18.5%	5.8%	0.8%	0.1%
2024/7/31	2.8%	11.6%	24.9%	29.9%	20.6%	8.0%	1.7%	0.2%	0.0%
2024/9/25	9.9%	22.3%	28.9%	22.5%	10.5%	3.0%	0.5%	0.0%	0.0%
2024/11/6	19.7%	27.5%	23.8%	13.0%	4.5%	1.0%	0.1%	0.0%	0.0%

资料来源：Macrobond，国信证券经济研究所整理

经济基本面：经济韧性依旧，通胀降温缓慢

美联储认为与去年的经济快速放缓相比 (slowed significantly last year)，美国经济现以温和的步伐扩张 (continued to expand at a modest pace)。2023 年一季度美国 GDP 年化环比录得 1.3%，较 2022 年四季度 2.6% 的水平快速下滑。但结构上，主要是对利率较为敏感的私人投资部分拖累 GDP 增长，其贡献由 2022 年四季度的 0.79% 降至 -2.14%，但居民消费实现强势增长，对 GDP 形成 2.52% 的正向拉动，为 2021 年二季度以来的最高水平。

图3: 一季度主要是消费拉动美国 GDP 增长



资料来源: Macrobond, 国信证券经济研究所整理

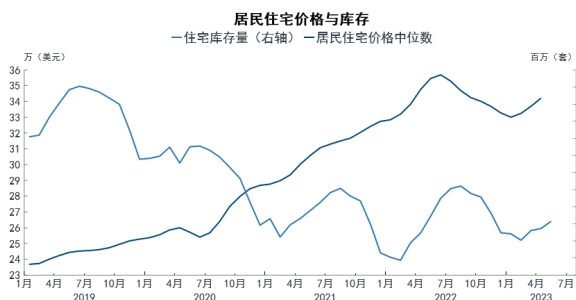
此外，二季度美国居民住宅价格与库存量明显回升，我们认为长端利率的下降刺激了居民的购房需求恢复，此前较为疲软的房地产投资将迎来改善。

图4: 美国长期利率震荡下行



资料来源: Macrobond, 国信证券经济研究所整理

图5: 美国居民住宅库存和价格均有回升



资料来源: Macrobond, 国信证券经济研究所整理

鉴于强劲的国内需求，美联储在六月经济预测中大幅上调今年实际GDP预测值0.6个pct，由3月的0.4%调升至1%。

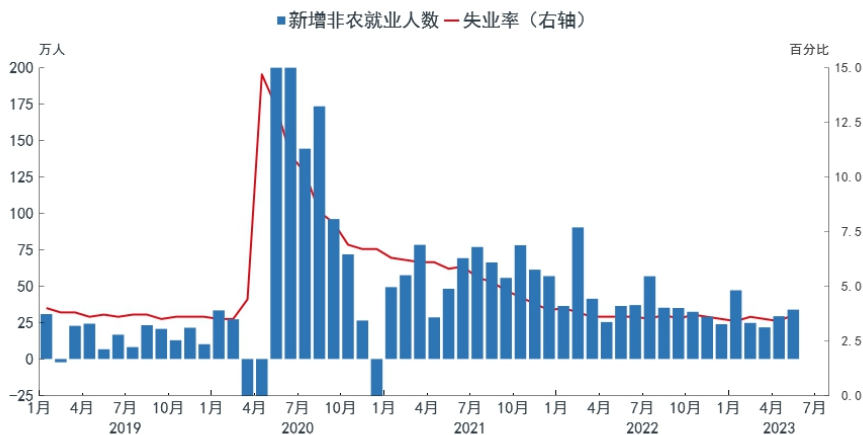
表1: 美联储经济预测一览

经济指标	发布时间	2023	2024	2025	长期
实际 GDP 增速	2023 年 6 月	1.0	1.1	1.8	1.8
	2023 年 3 月	0.4	1.2	1.9	1.8
	2022 年 12 月	0.5	1.6	1.8	1.8
失业率	2023 年 6 月	4.1	4.5	4.5	4
	2023 年 3 月	4.5	4.6	4.6	4
	2022 年 12 月	4.6	4.6	4.5	4
PCE 通胀	2023 年 6 月	3.2	2.5	2.1	2
	2023 年 3 月	3.3	2.5	2.1	2
	2022 年 12 月	3.1	2.5	2.1	2
核心 PCE 通胀	2023 年 6 月	3.9	2.6	2.2	-
	2023 年 3 月	3.6	2.6	2.1	-
	2022 年 12 月	3.5	2.5	2.1	-
联邦基金利率	2023 年 6 月	5.6	4.6	3.4	2.5
	2023 年 3 月	5.1	4.3	3.1	2.5
	2022 年 12 月	5.1	4.1	3.1	2.5

资料来源: 美联储官网, 国信证券经济研究所整理

从美联储“双目标”来看, 就业方面, 美联储认为当前劳动力市场依然非常紧张 (remains very tight), 在过去三个月中, 平均每月增加 28.3 万个工作岗位, 仍远高于疫情前的水平; 5 月失业率虽然上升至 3.7%, 但仍为历史较低水平。

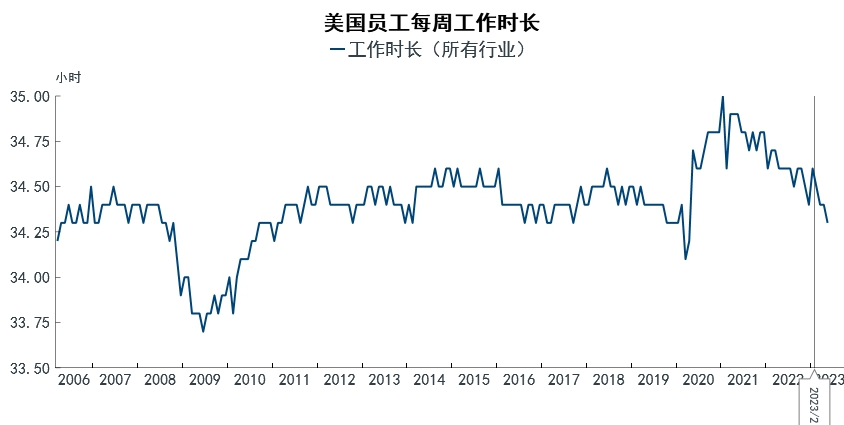
图6: 与疫情前相比, 美国就业市场韧性较强



资料来源: Macrobond, 国信证券经济研究所整理

5 月份就业数据出现背离, 一方面, 新增岗位数持续上升至今年 1 月以来的最高水平; 但另一方面, 失业率却大幅上升 0.3 个 pct。对此, 我们认为就业数据背离的主要原因是员工工作时长快速下滑。今年以来, 美国员工周均工作时长持续下行, 现已回落至低于疫情前的水平, 表现劳动力需求在边际走弱。

图7: 今年以来, 美国员工工作时长快速下滑



资料来源: Macrobond, 国信证券经济研究所整理

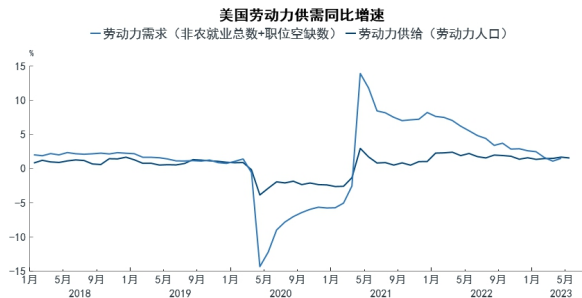
与此同时, 美联储也表示劳动力市场供需正在趋于平衡 (coming into better balance)。一方面, 近几个月 25-54 岁间的劳动力参与率有所上升。另一方面, 名义工资增长已显示出放缓迹象, 职位空缺也有所减少。但从绝对水平来看, 美联储认为当下的劳动力需求依旧远超劳动力供给 (labor demand still substantially exceeds the supply of available workers), 并在经济预测中将 2023 年和 2024 年失业率分别下调 0.4 和 0.1 个 pct 至 4.1% 和 4.5%。

图8: 美国名义工资增速持续下降



资料来源: Macrobond, 国信证券经济研究所整理

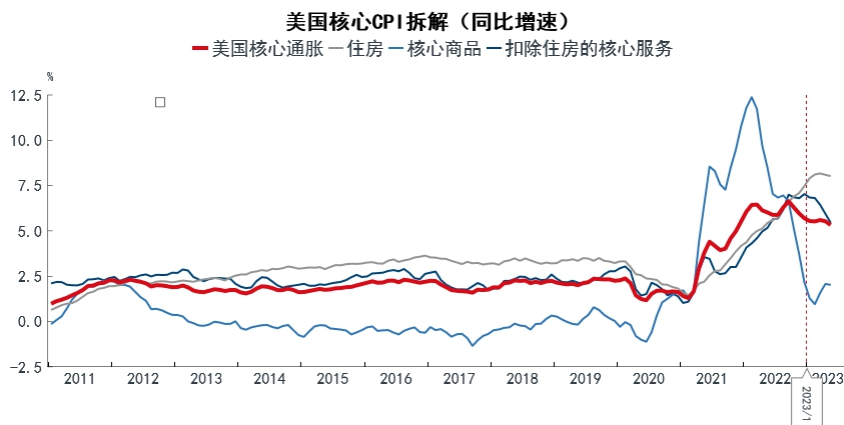
图9: 美国劳动力市场供需趋于均衡



资料来源: Macrobond, 国信证券经济研究所整理

通胀方面, 美联储认为通胀压力依然居高不下 (continue to run high), 并具有上行风险 (the risks to inflation are to the up side still)。鲍威尔表示核心通胀是衡量整体通胀走势的更好指标, 但与去年相比, 今年美国核心通胀降温缓慢。美国 5 月核心 CPI 同比录得 5.3%, 较 1 月 5.5% 的水平仅下降 2pct。分项来看, 今年美国核心商品通胀回升一定程度抵消了核心服务通胀降温。考虑到通胀降温放缓, 美联储在 6 月经济预测中将 2023 年核心 PCE 通胀预测上调 0.3 个 pct 至 3.9% 的水平。我们认为, 去年通胀下行速度较快, 主要得益于供给端的改善, 多个经济体放开防疫限制加快全球供应链修复。而当下通胀降幅放缓, 主要因为需求下滑的迹象不明显, 货币政策收紧对需求的抑制作用存在一定滞后性。

图10: 美国核心 CPI 今年以来下行缓慢



资料来源: Macrobond, 国信证券经济研究所整理

货币政策：政策利率接近终点，加息速度再度放缓

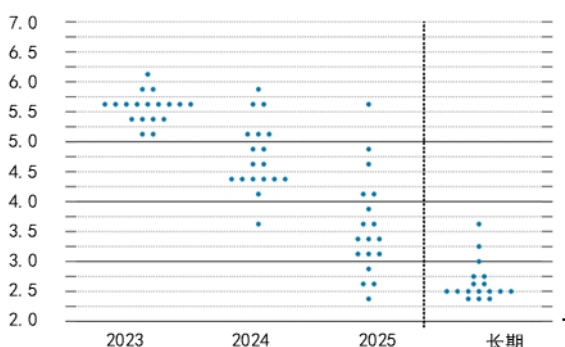
为何本次暂停加息？

暂停加息实为加息放缓策略的延续。鲍威尔在发布会上表示，家庭和企业信贷条件收紧可能会对经济活动、招聘和通胀造成压力，但这些影响的程度仍然不确定 (extent of these effects remains uncertain)。我们认为，现在的利率水平 (5-5.25%) 已接近美联储经济预测中的终点利率，进一步放缓加息步伐有利于平衡加息过度和加息不足的风险。

上调终点利率预测是否意味着还有两次 25bp 加息？

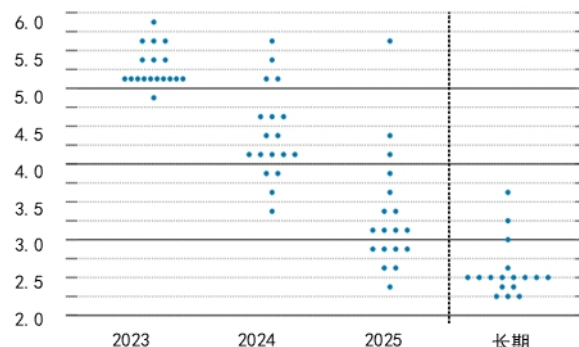
虽然美联储点阵图显示，2023 年终点利率最有可能达到 5.5-5.75% 的水平，但我们认为现在断言美联储还会再加息 50bp 为时尚早。

图11: 2023 年 6 月美联储会议点阵图



资料来源: 美联储官网, 国信证券经济研究所整理

图12: 2023 年 3 月美联储会议点阵图



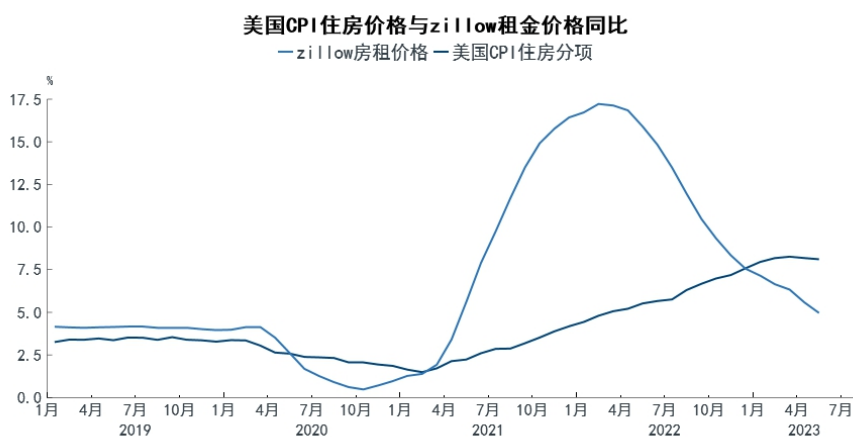
资料来源: 美联储官网, 国信证券经济研究所整理

一方面，点阵图仅为当下美联储官员对于后续加息路径的观点，并不能代表实际情况。鲍威尔在发布会上也再三强调，经济和货币政策预测并不代表委员会的最终决定 (not a committee decision or plan)，

如果经济发展不及预期，美联储会基于最大化就业和价格稳定的双重目标进行政策调整。

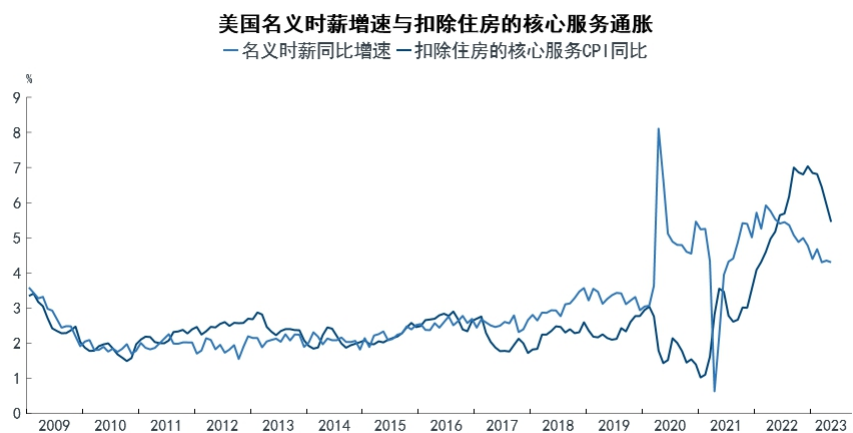
另一方面，我们认为，使得通胀降温的条件正在形成，当前的利率水平或足已对通胀形成抑制。从CPI核心通胀的三个组成部分来看，（1）住房通胀已出现向下的拐点，并且住房通胀的领先指标租金价格也继续保持下行趋势。（2）扣除住房的核心服务通胀今年以来降温明显。劳动力市场供需逐渐趋于平衡有助于员工薪资增长放缓，带动服务通胀进一步降温。（3）商品通胀在今年出现回升，主要因新车和二手车价格跌幅收窄。但我们认为商品通胀不具备长期回升的基础，首先，汽车价格跌幅收窄本质上是汽车制造商和零售商库存管理行为的错位，具有短期性。2022年汽车价格快速下跌侵蚀制造商利润，汽车制造商开始主动去库存，但同时汽车价格的快速下降却刺激了消费需求，零售商开始主动补库存。二者行为的错配带动新车和二手车价格跌幅收窄。其次，此前制约美国制造业生产的供应链压力大幅缓解，全球供应链压力指数甚至回落至次贷危机前的水平。

图13: 美国租金通胀见顶回落



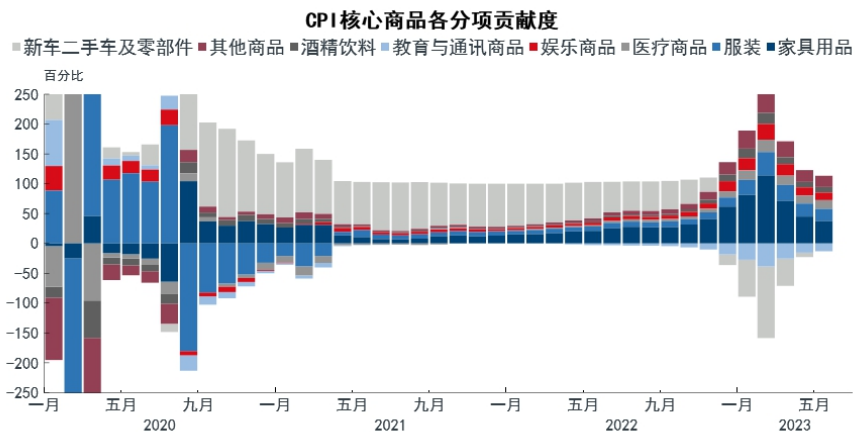
资料来源: Macrobond, 国信证券经济研究所整理

图14: 美国时薪增速下降带动扣除住房的核心服务通胀降温



资料来源: Macrobond, 国信证券经济研究所整理

图15: 新车和二手车价格跌幅收窄带动核心商品通胀回升



资料来源: Macrobond, 国信证券经济研究所整理

图16: 美国汽车制造商和零售商库存行为错位

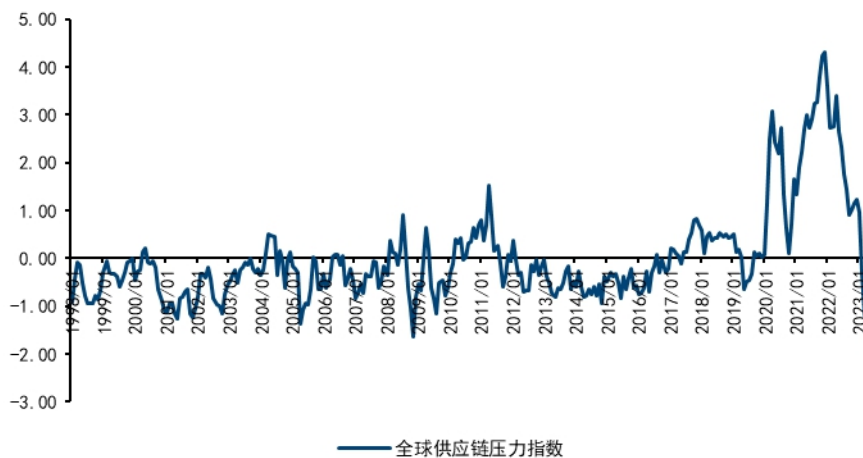


资料来源: Macrobond, 国信证券经济研究所整理

图17: 今年美国耐用品消费回暖



资料来源: Macrobond, 国信证券经济研究所整理

图18: 全球供应链压力指数回落


资料来源: Macrobond, 国信证券经济研究所整理

前瞻:

总体来看, 美联储想要平衡加息不足和加息过度的风险, 对于进一步加息的操作显得更为谨慎。本次暂停加息以及上调终点利率水平旨在拓宽政策空间, 以便更准确的评估经济状况, 并相机抉择。为此, 我们预计美联储加息的步伐可能会进一步放缓, 今年或屡次暂停加息。此外, 随着美联储加息接近终点, 美联储内部的分歧或会上升, 带动市场预期波动加剧。

◆ 风险提示

美国银行业危机超预期; 国际地缘政治形势紧张超预期;

相关研究报告:

- 《央行 OMO 降息解读-货币政策降息先行, 财政宽松可期》 ——2023-06-13
- 《宏观经济数据前瞻-2023 年 5 月宏观经济指标预期一览》 ——2023-06-01
- 《宏观经济数据前瞻-2023 年 4 月宏观经济指标预期一览》 ——2023-05-06
- 《劳动节假期海外金融市场事项一览》 ——2023-05-04
- 《宏观经济数据前瞻-2023 年 3 月宏观经济指标预期一览》 ——2023-04-03

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032