

相关研究

《美国核心通胀仍偏高——美国 2023 年 5 月物价数据点评》2023.06.14

《货币降息：开启新一轮稳增长——央行 OMO 利率下调点评》2023.06.13

《CPI 小幅回升，PPI 同比回落——5 月物价数据点评》2023.06.10

分析师:梁中华

Tel:(021)23219820

Email:lzh13508@haitong.com

证书:S0850520120001

分析师:李俊

Tel:(021)23154149

Email:lj13766@haitong.com

证书: S0850521090002

## 加息未止，降息尚远 ——美联储 6 月议息会议点评

### 投资要点:

- **如期暂停加息。**这是美联储自 2022 年 3 月加息周期开启以来，首次暂停加息。回顾历史，本轮加息周期是 80 年代以来加息最快和最多的，截至 6 月，累计加息了 500BP。我们认为，接下来仍需重点关注核心通胀走势。
- **声明变化不大。**关于经济方面，重申经济稳健；关于通胀方面，重申通胀压力；关于加息方面，重申委员会将评估货币政策的滞后影响；关于银行风险，重申美国银行稳健。
- **终点利率中枢上提 50BP。**美联储点阵图显示，委员们将今年的终点利率中枢上提至 5.6%，意味着年内或仍有 2 次加息预期；将明后年的终点利率中枢均上提了 30BP。其中，近 9 成的成员预期 2023 年至少要加息至 5.25%，近 7 成的成员认为要加息至 5.50%，3 月时这一比例仅 2 成多。近 8 成以上成员认为明年至少降息 50BP。此外，上调今年经济预测，上调核心通胀预期；下调失业率预测和整体通胀预期。
- **降息距离尚远。**美联储主席鲍威尔强调 6 月并非“跳过”，暂停是继续适度提高利率步伐的延续；还没有就 7 月份是否加息做出决定。美国核心通胀压力仍大，连续 6 个月环比在 0.4% 附近，没有明显降温。没有任何委员提出今年降息的建议。
- 根据 CME 观察显示，截至 6 月 15 日，市场预期美联储在 7 月大概率加息 1 次（概率超 65%），此后大概率将 5.25% 的利率水平维持至年底，预期 12 月大概率降息 1 次。

## 目 录

---

1. 如期暂停加息 .....	4
2. 声明变化不大 .....	5
3. 终点利率上提 .....	6
4. 降息距离尚远 .....	7

## 图目录

---

图 1	美联储联邦基金目标利率水平 (%)	4
图 2	本轮加息周期是 1983 年以来最快、最多的 (%)	4
图 3	美国银行对小企业和中大型企业贷款收紧的比例大幅上升 (%)	5
图 4	美国实际 GDP 增速与周度经济指数 (%)	5
图 5	美国通胀中位数和 16%截尾通胀平均数 (%)	5
图 6	美联储点阵图 (2023 年 6 月)	6
图 7	美国房价增速对租金通胀大概领先 1 年多 (%)	7
图 8	当前市场仍有降息预期	8

## 表目录

---

表 1	美联储经济预测表 (%)	7
-----	--------------	---

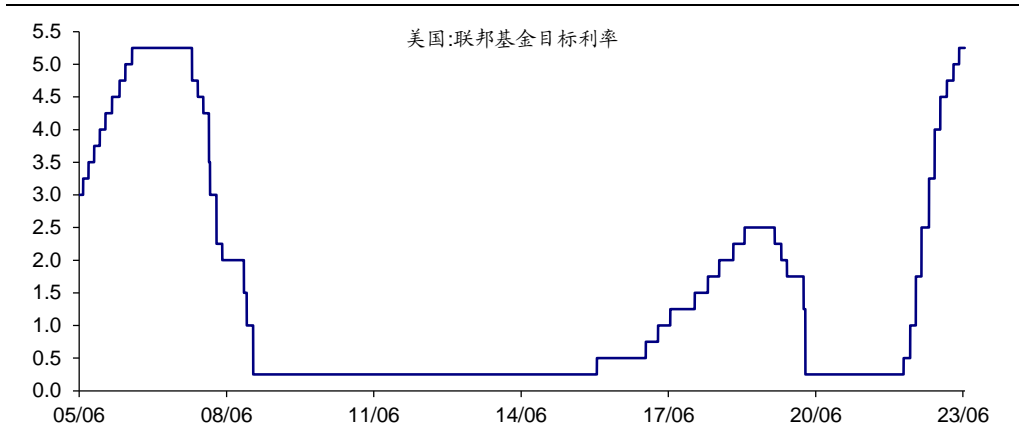
## 1. 如期暂停加息

**如期暂停加息。**2023年6月14日，美联储6月FOMC会议决定暂停加息，将联邦基金利率区间维持在5.00%-5.25%，全票通过。这是美联储自2022年3月开启的加息周期以来首次暂停。

回顾历史来看，本轮加息周期是80年代以来加息最快和最多的，截至6月，累计加息了500BP。

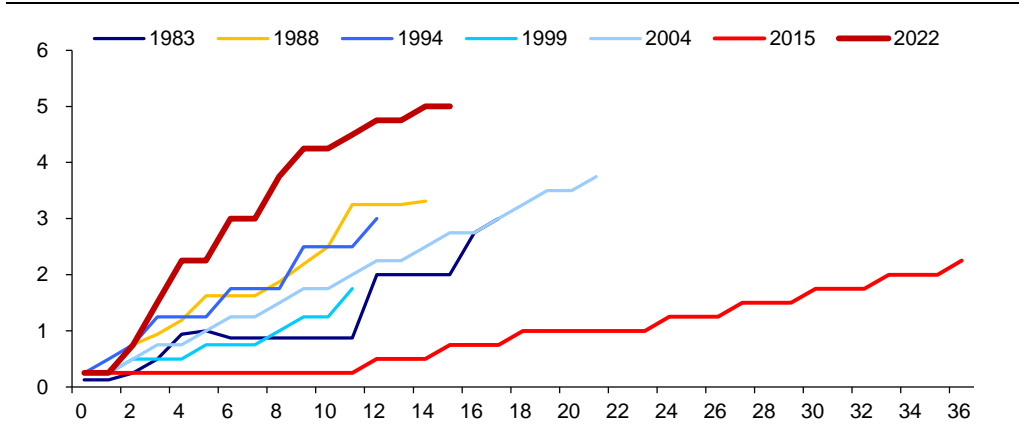
按计划缩表，美联储将继续减持美国国债、机构债务和机构抵押贷款支持证券，上限为950亿美元（600亿美元国债和350亿美元MBS）。

图1 美联储联邦基金目标利率水平（%）



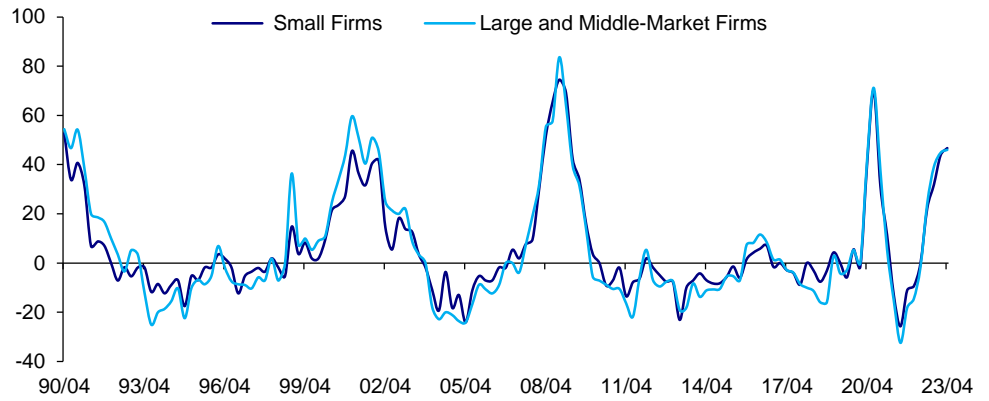
资料来源：Wind，海通证券研究所

图2 本轮加息周期是1983年以来最快、最多的（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所，横轴为加息后月数

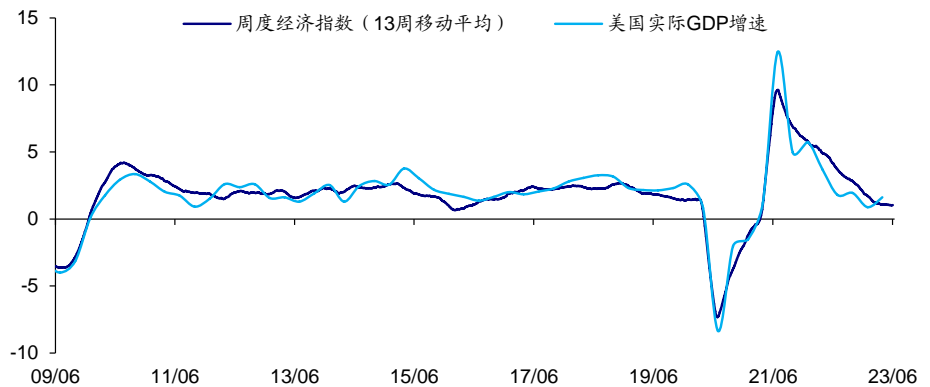
**当前利率收紧效应已经在逐步体现。**例如，随着美联储持续的加息以及银行破产风险的冲击，美国银行不断收紧对企业的贷款。截至4月，收紧企业贷款标准的比例上升至46%以上，位于历史高位。

**图3 美国银行对小企业和中大型企业贷款收紧的比例大幅上升 (%)**


资料来源：FRED，海通证券研究所

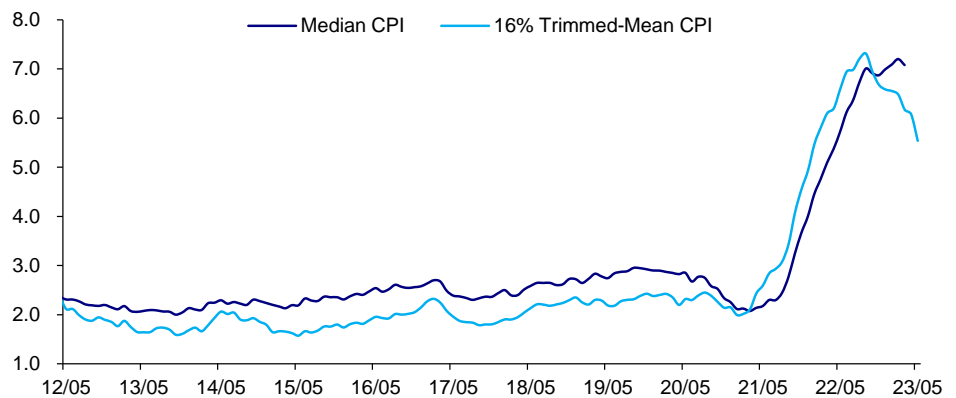
## 2. 声明变化不大

从声明来看，与 2023 年 5 月相比变化不大。关于经济方面，重申经济稳健。“经济活动继续以适度的速度扩张。最近几个月就业增长强劲，失业率保持在低位”。

**图4 美国实际 GDP 增速与周度经济指数 (%)**


资料来源：Wind，海通证券研究所

关于通胀方面，重申通胀压力。“通货膨胀仍然很高”、“委员会仍然高度关注通货膨胀风险”、“致力于恢复 2% 的通胀目标”。

**图5 美国通胀中位数和 16% 截尾通胀平均数 (%)**


资料来源：美国克利夫兰联储官网，海通证券研究所

关于加息方面，重申委员会将评估货币政策的滞后影响。“在确定随着时间的推移

使通胀率回到 2% 的额外政策紧缩的程度时，委员会将考虑货币政策的累积紧缩，货币政策影响经济活动和通货膨胀的滞后，以及经济和金融发展”，“在评估货币政策的适当立场时，委员会将继续监测即将到来的信息对经济前景的影响”。

**关于银行风险，重申美国银行稳健。**“美国银行体系稳健且富有弹性”，“家庭和企业信贷条件收紧可能会拖累经济活动、就业和通胀，这些影响的程度仍不确定。”

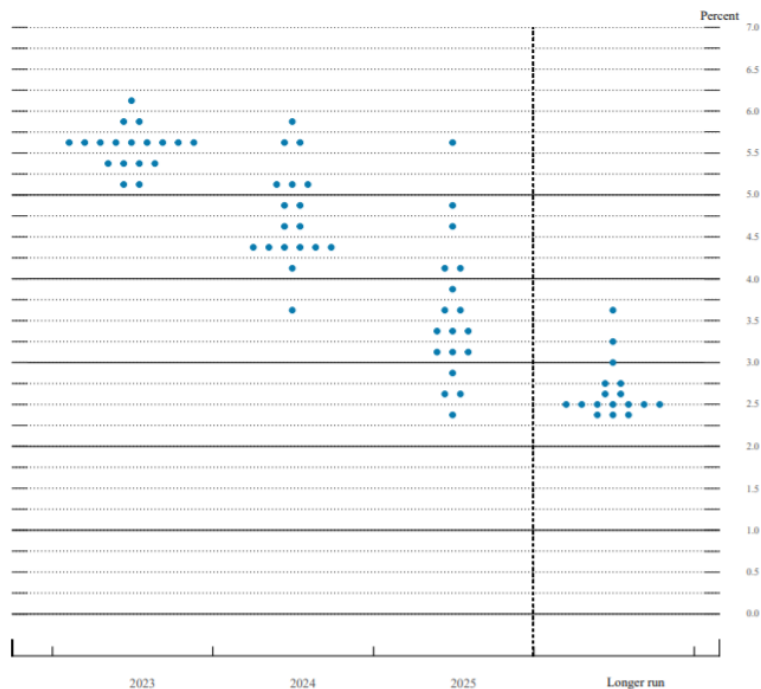
### 3. 终点利率上提

**终点利率中枢上提 50BP。**美联储将今年的终点利率中枢上提 50 个 BP 至 5.6%，区间从 5.1%-5.6% 变为 5.4%-5.6%。这意味着年内或仍有 2 次加息预期。将明年的利率中枢从 4.3% 上调至 4.6%，相比 3 月的预期多了 30BP，2025 年利率中枢也上提了 30BP 至 3.4%，长期的利率中枢依然维持在 2.5% 不变。

美联储的点阵图显示，18 位成员中近 9 成预期 2023 年至少要加息至 5.25%，3 月时这一比例不到 4 成；近 7 成的成员认为要加息至 5.50%，3 月时这一比例仅 2 成多。

在 2023 年加息至 5.5% 的基础上，8 成以上成员认为明年至少降息 50 个 BP 至 5.0%，5 成以上成员认为明年至少降息 100 个 BP 至 4.5%。

图6 美联储点阵图（2023 年 6 月）



资料来源：美联储官网，海通证券研究所

**美联储的 SEP，上调今年经济预测，下调明后年经济预期。**将今年的 GDP 增速预期从 0.4% 上调到 1.0%，明后年的经济预期均下调 0.1 个百分点至 1.1% 和 1.8%，长期经济预期仍维持在 1.8% 不变。

**通胀预期分化。**将今年通胀预期下调 0.1 个百分点至 3.2%，维持 2024-2025 年通胀预期不变。不过，将今年核心通胀预期上调 0.3 个百分点至 3.9%，后年核心通胀预期上调至 2.2%，均高于美联储 2% 的通胀目标。

**下调失业率预期。**将今年失业率预期下调 0.4 个百分点至 4.1%，2024 年和 2025 年失业率预期均下调 0.1 个百分点至 4.5%，长期失业率预期仍维持在 4.0% 不变。

表 1 美联储经济预测表 (%)

项目	时间	2023 年	2024 年	2025 年	长期
GDP	6 月预测	1.0	1.1	1.8	1.8
	3 月预测	0.4	1.2	1.9	1.8
	去年 12 月预测	0.5	1.6	1.8	1.8
	去年 9 月预测	1.2	1.7	1.8	1.8
	去年 6 月预测	1.7	1.9		1.8
失业率	6 月预测	4.1	4.5	4.5	4.0
	3 月预测	4.5	4.6	4.6	4.0
	去年 12 月预测	4.6	4.6	4.5	4.0
	去年 9 月预测	4.4	4.4	4.3	4.0
	去年 6 月预测	3.9	4.1		4.0
PCE	6 月预测	3.2	2.5	2.1	2.0
	3 月预测	3.3	2.5	2.1	2.0
	去年 12 月预测	3.1	2.5	2.1	2.0
	去年 9 月预测	2.8	2.3	2.0	2.0
	去年 6 月预测	2.6	2.2		2.0
核心 PCE	6 月预测	3.9	2.6	2.2	
	3 月预测	3.6	2.6	2.1	
	去年 12 月预测	3.5	2.5	2.1	
	去年 9 月预测	3.1	2.3	2.1	
	去年 6 月预测	2.7	2.3		

资料来源：美联储官网，海通证券研究所，备注：GDP 和通胀为每年第四季度同比，失业率为每年第四季度平均值。

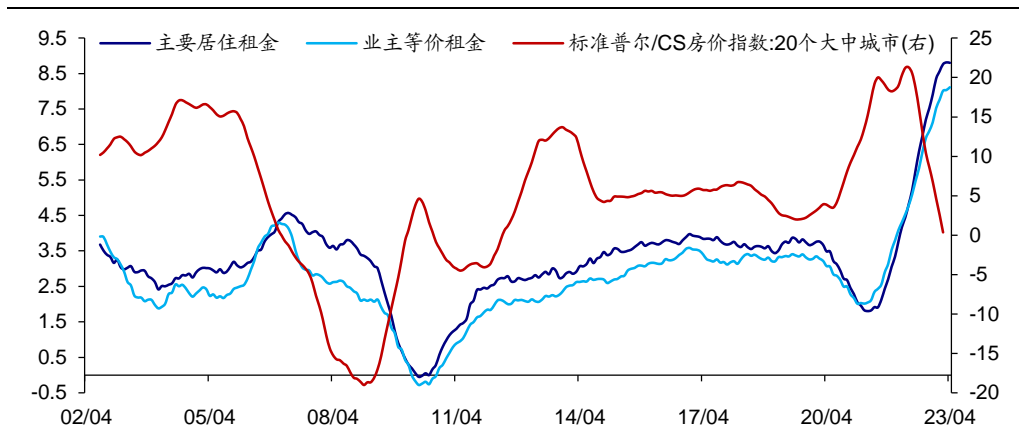
## 4. 降息距离尚远

关于加息，并非“跳过”。鲍威尔指出，几乎所有决策者都认为今年应该适当进行进一步的加息，随着越来越接近目标，适度加息是有意义的。

当接近加息终点时，放慢加息速度是合理的，暂停是继续适度提高利率步伐的延续，还没有就 7 月份是否加息做出决定。

关于降息，距离尚远。鲍威尔指出，没有任何人提出今年降息的建议；今年降息是不合适的；讨论过在未来几年降息；当通胀下降时，降息是合适的。

图7 美国房价增速对租金通胀大概领先 1 年多 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

关于通胀，持续高企。鲍威尔指出，通胀已经有所缓和，但通胀压力持续高企；就业市场有供需趋于平衡的迹象，但劳动力需求仍然远远超过劳动力供应；将通胀恢复到

2%还有很长的路要走，但通胀预期似乎保持良好的锚定状态。不能让高通胀变得根深蒂固；恢复物价稳定是美联储的首要任务。

目前美国核心通胀压力仍大，连续 6 个月环比在 0.4% 附近，没有明显降温。我们预计，接下来仍将重点关注核心通胀走势，这是未来 2 次加息预期能否兑现的关键指标。

往前看，美国经济有所下行，但下行节奏较慢；核心通胀在上半年仍高，下半年或开始逐步缓解，但年底通胀或难以回落在 3% 以下，美联储在年内或难以看到降息。

市场预期如何？根据 CME 观察显示，截至 6 月 15 日，市场预期美联储在 7 月大概率加息 1 次（概率超 65%），大概率维持 5.25% 的利率水平至年底，预期 12 月大概率降息 1 次。

图8 当前市场仍有降息预期

MEETING PROBABILITIES														
MEETING DATE	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575	575-600
2023/7/26						0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	34.3%	65.7%	0.0%	0.0%
2023/9/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	28.1%	60.1%	11.8%	0.0%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	22.4%	53.6%	21.6%	2.4%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	16.9%	45.9%	29.5%	7.1%	0.6%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.2%	24.1%	41.8%	23.9%	5.5%	0.4%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.6%	16.5%	35.1%	30.7%	12.5%	2.4%	0.2%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	4.3%	18.8%	34.6%	28.5%	11.3%	2.1%	0.1%	0.0%
2024/6/19	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	2.2%	11.1%	26.2%	31.7%	20.4%	6.9%	1.2%	0.1%	0.0%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	1.9%	9.8%	23.9%	30.9%	22.1%	9.0%	2.1%	0.2%	0.0%	0.0%
2024/9/25	0.0%	0.0%	0.1%	1.6%	8.3%	21.4%	29.6%	23.7%	11.4%	3.3%	0.6%	0.1%	0.0%	0.0%
2024/11/6	1.1%	6.1%	17.1%	26.9%	25.7%	15.4%	6.0%	1.5%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/12/18	0.0%	0.7%	4.3%	13.2%	23.5%	26.1%	19.0%	9.3%	3.0%	0.7%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源：CME，海通证券研究所，截至 6 月 15 日。



## 信息披露 分析师声明

梁中华 宏观经济研究团队  
李俊 宏观经济研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。