

如何理解议息会议后的资产价格走势？

报告导读/核心观点

美联储 6 月议息会议后资产价格走势定价的场景：政策收紧后导致经济衰退预期。这一现象出现的本质是市场对联储引导的通胀回落趋势逐步形成阶段性的一致预期；但对未来的经济复苏强度及其可持续性尚有争议。长期来看，在不出现明显技术创新的情况下，美国经济潜在增速未来 10 年将处于下行通道，对应国债收益率中枢可能同样震荡下行。年内来看，美债收益率短期内可能继续盘整，Q3 受流动性转向预期和就业改善驱动将阶段性上行。

□ 议息会议后美债收益率曲线趋于平坦，权益市场风格偏向纳斯达克

议息会议后至 6 月 21 日，美债收益率曲线趋向平坦。10 年期国债收益率下行主要由通胀预期所驱动，10 年期国债收益率下行 12BP，其中通胀预期下行贡献 8BP，实际收益率下行 4BP。2 年期国债收益率上行 5BP。权益资产方面，纳斯达克呈现出现对道琼斯的相对收益。整体资产价格走势有别于此前市场的主流预期。

□ 议息会议后市场计价的场景：政策收紧后导致经济衰退预期

一是短期联储直言存在通胀超预期的可能，并准备随时应对。因此政策收紧预期有所提前（可能表现为加息）。因此短端利率上行（隔夜逆回购和超额准备金政策利率的调整也对收益率上行起到直接的抬升作用）。在联储对通胀压力的重视度提高后，通胀交易反而有所退潮，通胀预期下行。

二是认为政策收紧后经济存在衰退的可能，宽松停止后经济复苏力度及持续性可能不及预期。即便联储后续加息可持续性也不强，本轮加息周期的联邦基金利率顶点低于此前预期。因此对基本面以及长期利率预期更为敏感的长债利率小幅下行。

对应到权益市场，对短经济周期更为敏感的道琼斯趋弱；对长技术周期更为敏感的纳斯达克呈现相对优势。

□ 本质是市场对联储引导通胀回落趋势阶段性形成一致预期；复苏强度尚有争议

回顾本次议息会议，通胀方面，如上文所述鲍威尔认为存在超预期的可能但整体风险可控，且联储有工具应对。经济方面，鲍威尔对于未来的经济复苏较为乐观。一是认为在今年的夏秋交接之际就业数据将会非常强劲（job creation building up over the summer and going into the fall）；二是明年在财政刺激退潮的情况下，经济增速仍然会远高于潜在增长率（Still got a very strong growth. Well above the longer run potential output of the economy）。但市场对二者的判断出现分化。

正常情况下，就业和通胀作为联储决策的两项主要目标，前者在危机时期往往率先成为驱动宽松的优先目标。在更加重视就业的政策导向下，宽松的货币政策会驱动通胀预期率先启动；此后伴随基本面的实质性改善与联储政策导向变化，实际利率上行接力，通胀预期逐步回落。本轮在联储的指引下，通胀预期已率先回落，市场对通胀的下行趋势逐步形成阶段性的一致预期；根据我们此前判断，5 月可能是美国年内的通胀高点。但是当前市场对于未来的复苏强度尚未形成一致性预期，实际利率尚未出现明显的趋势性变化，通胀预期的领先性回落驱动名义利率出现阶段性回落。

□ 长期收益率中枢震荡向下，短期 Taper 预期和就业改善驱动收益率于 Q3 向上

长期来看，根据 CBO 测算，在不出现明显技术创新的情况下，美国经济潜在增速未来 10 年将处于下行通道，对应国债收益率中枢可能同样震荡下行，当前市场的定价逻辑也在一定程度上反映了这一预期。

短期来看，我们继续维持此前报告《联储态度逐渐转鹰，关注 Q3 流动性拐点》中提出的观点：美债收益率短期内可能继续盘整，Q3 受流动性转向预期驱动将重回上行通道，Q4 Taper 落地后可能掉头下行。

从基本面来看，Q2、Q3 经济数据的公布可能对当前的市场预期起到阶段性的扭转作用；尤其是就业数据方面，在疫情和失业金发放两项制约因素解除后我们认为 7 月起就业数据修复可能呈现阶段性的强势修复。从流动性来看，美联储对于 Taper 的明确指引以及欧、日央行下半年潜在的边际转向预期也将对美债收益率起到阶段性的抬升作用（详细请参考我们半年度策略报告《信用收缩之后股债双牛》）。

风险提示：经济复苏及就业改善力度持续不及预期导致利率未上行；疫苗大规模应用未有效弥补供需缺口导致通胀超预期；疫苗进度不及预期导致宽松周期延长。

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

联系人：林成炜

执业证书编号：S1230120080050

邮箱：linchengwei@stocke.com.cn

相关报告

报告撰写人： 李超

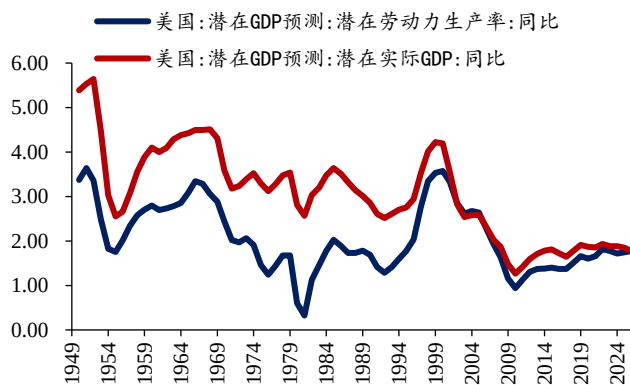
1. 重要图表

图 1：美国通胀预期与实际收益率变化（%）



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图 2：美国潜在经济增速与劳动力生产率（%）



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10%~+20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_20270

