

# 再临加息末期，资产如何表现？

## ——7月美联储议息会议点评

### 事件概述

北京时间7月27日凌晨2时，美联储公布7月FOMC会议声明。相关点评如下：

### 主要观点

#### ► 美联储操作：7月如期加息 25bp，缩表按原计划推进

**美联储7月加息 25BP，幅度符合市场预期。**美联储7月议息会议宣布，将联邦基金利率的目标区间上调至 5.25% 至 5.50%（上调 25bp），幅度符合 CME 期货价格隐含的市场预期。这也是在上个月暂停加息后，美联储再一次加息，自 2022 年 3 月以来，美联储已累计加息 11 次，共加息 525bp，为 2001 年 3 月以来的最高水平。

除此之外，美联储还将存款准备金利率提高至 5.4%，隔夜回购利率与逆回购利率分别提高至 5.5% 与 5.3%，同时上调基本信贷利率至 5.5%。

**缩表按原计划推进。**此前为了防止银行系统风险的蔓延，美联储向市场注入了约 4000 亿美元的流动性，在银行风险逐步消退后，联储继续按原有计划缩表。从美联储总资产来看，其在 3 月 22 日达到 8.73 万亿美元阶段性高点后，开始逐步回落。截至 7 月 19 日最新公布的数据，当前美联储总资产为 8.32 万亿美元，较高点减少约 4600 亿美元。

此次 FOMC 会议仍表明会继续按去年 5 月份发布的《缩减美联储资产负债表规模计划》实施缩表，缩减规模 950 亿美元，其中包括 600 亿美元国债和 350 亿美元 MBS。

#### ► 议息会议声明：关于经济、通胀、就业的表述基本延续此前提法

**议息会议对于经济、就业、通胀、银行的表述基本延续了此前的提法：**经济活动温和扩张、就业增长强劲，失业率保持在较低水平、通货膨胀率仍然居高不下、美国银行体系健全且富有弹性。

**关于后续加息的表述同样基本未变：**委员会将继续评估更多信息及其对货币政策的影响。在确定适当的额外政策紧缩程度时，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胀的滞后性，以及经济和金融状况。

#### ► 鲍威尔表态：未来的加息将采取依赖数据的做法。

会后的新闻发布会鲍威尔对于未来加息、何时降息、经济预期等问题进行了回应：

**关于后续加息：**鲍威尔表示，加息的全部影响还没显现，FOMC 将对未来的加息采取依赖数据的做法。他同时强调，目前还尚未就任何一次未来会议做出决定，如果数据显示有需要，可能会在 9 月份加息，但也有可能维持利率不变。

**关于通胀：**鲍威尔表示，通胀报告比预期稍好，6 月 CPI 的放缓令人鼓舞，但只是一个月份的数据，从现在到 9 月还有 8 周时间，美联储将一直关注到那时的所有数据，他同时强调，如果我们看到通胀得到可靠缓解，就不需要采取紧缩措施，甚至可以在通胀达到 2% 之前停止加息。

**关于就业：**劳动力市场仍然非常紧张，需求仍然远超供应，不过劳动力市场已经不像去年那么火热，劳动力供需持续出现平衡的迹象越来越明显。

**关于美国经济：**美国经济活动以温和的速度扩张，但随着美联储持续加息，经济增长可能会放缓，而这也是降低通胀的必要条件。

**关于何时降息：**鲍威尔表示，今年应该不会降息。

从 FOMC 决议以及鲍威尔的发言来看，我们认为 7 月可能是美联储的最后一次加息，从现在到明年都处于维持利率状态，降息可能要等到明年年初。

**后续大类资产将如何表现？**我们在前期专题报告《美联储加息末期大类资产运行规律》通过回顾历次加息末期的大类资产表现，预判：10 年期美债收益率或将向 3.5%靠拢；美股下半年或仍有上涨动力，港股与美股关联性较强，也会有不俗表现；在国内经济企稳向好的态势驱动下，A 股后续也将整体向好；美元走弱、黄金有望走强；原油、铜、铝等大宗价值震荡上行。

► **大类资产表现**

**美股涨跌不一、黄金收涨，美债收益率下行、美元回落：**美股三大指数涨跌不一，道指涨 0.23%，标普 500 指数跌 0.02%，纳指跌 0.12%；黄金上涨，COMEX 黄金期货涨 0.49%报 1973.4 美元/盎司；10 年期美债收益率跌 2.1 个基点，报 3.872%；美元指数跌 0.24%，报 101.03。

表 1 近期美联储议息会议声明对比（红色为声明变动）

	2023年7月FOMC声明	2023年6月FOMC声明	2023年5月FOMC声明	2023年3月FOMC声明	2023年2月FOMC声明
利率	加息25bp 5.25%-5.50%	维持不变 5.00%-5.25%	加息25bp 5.00%-5.75%	加息25bp 4.75%-5.00%	加息25bp 4.50%-4.75%
缩表	维持原有缩减计划	维持原有缩减计划	维持原有缩减计划	维持原有缩减计划	维持原有缩减计划
经济	一直温和增长	继续温和增长	温和增长	温和增长	温和增长
就业	增长强劲	增长强劲	增长强劲	有所回升，并以强劲的速度运行	增长强劲
失业	保持低位	保持低位	保持低位	一直很低	保持低位
通胀	仍然很高	仍然很高	仍然很高	仍然很高	有所缓和，但仍处于高位
加息	没有提到	没有提到	没有提到	一些额外的政策紧缩是适当的	持续升息是适当的
投票	全票通过	全票通过	全票通过	全票通过	全票通过

资料来源：美联储，华西证券研究所

图 1 6 月 FOMC 会议美联储对于美国经济指标的预测

		2023年	2024年	2025年	长期
GDP	2023年6月预期	1.0%	1.1%	1.8%	1.8%
	2023年3月预期	0.4%	1.2%	1.9%	1.8%
	2022年12月预期	0.5%	1.6%	1.8%	1.8%
失业率	2023年6月预期	4.1%	4.5%	4.5%	4.0%
	2023年3月预期	4.5%	4.6%	4.6%	4.0%
	2022年12月预期	4.6%	4.6%	4.5%	4.0%
PCE通胀	2023年6月预期	3.2%	2.5%	2.1%	2.0%
	2023年3月预期	3.3%	2.5%	2.1%	2.0%
	2022年12月预期	3.1%	2.5%	2.1%	2.0%
核心PCE通胀	2023年6月预期	3.9%	2.6%	2.2%	
	2023年3月预期	3.6%	2.6%	2.1%	
	2022年12月预期	3.5%	2.5%	2.1%	
利率中位数	2023年6月预期	5.6%	4.6%	3.4%	2.5%
	2023年3月预期	5.1%	4.3%	3.1%	2.5%
	2022年12月预期	5.1%	4.1%	3.0%	2.5%

资料来源：美联储，华西证券研究所

图 2 CME 联储观察后续加息预期

MEETING PROBABILITIES												
MEETING DATE	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575
2023/9/20					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	81.0%	19.0%	0.0%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	69.3%	27.9%	2.7%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.0%	66.3%	26.1%	2.5%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.9%	27.8%	51.4%	17.4%	1.6%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	14.1%	38.9%	35.4%	9.9%	0.8%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	13.6%	38.1%	35.5%	10.8%	1.1%	0.0%
2024/6/19	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	6.7%	24.8%	36.9%	24.2%	6.4%	0.6%	0.0%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	5.3%	20.9%	34.3%	26.9%	10.2%	1.9%	0.1%	0.0%
2024/9/25	0.0%	0.0%	0.2%	4.4%	18.1%	31.9%	28.2%	13.2%	3.4%	0.5%	0.0%	0.0%
2024/11/6	0.0%	0.2%	3.5%	14.9%	28.7%	29.1%	16.7%	5.7%	1.1%	0.1%	0.0%	0.0%
2024/12/18	0.1%	2.5%	11.4%	24.5%	29.0%	20.5%	9.1%	2.5%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源：WIND，华西证券研究所

### 风险提示

经济活动超预期变化。

宏观首席分析师：孙付

邮箱：sunfu@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520050004

联系电话：021-50380388

宏观分析师：丁俊菘

邮箱：dingjs@hx168.com.cn

SAC NO: S1120523070003

联系电话：021-50380388

### 分析师与研究助理简介

孙付，毕业于复旦大学世界经济系，华西宏观首席分析师，专注于经济增长、货币政策与利率研究，完成“蜕变时期：杠杆风险与增长动能研究”和“逆风侵袭：冲击与周期叠加”两部宏观经济研究专著，诸多成果被“金融市场研究”、“新财富”等收录刊发。

丁俊菘，复旦大学经济学博士，2021年7月加入华西证券研究所，专注于就业、通胀以及流动性等方面的研究，在《金融研究》、《财经科学》、《Grow and Change》等一流期刊发表学术论文多篇。

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。