

市场已消化7月加息，9月决策仍取决于数据

——7月美联储议息会议解读

核心要点:

- **7月美联储议息会议解读:** 美联储宣布加息25个基点，将联邦基金利率目标区间上调至5.25%-5.5%，达到2001年以来的最高水平，符合市场预期。对于9月是否加息，预判美联储加息仍有50%或以上的概率。**(1) 经济与就业情况:** 最近的经济指标显示经济活动继续以“适度的步伐”扩张，而不是六月份声明中提到的“和缓的步伐”。7月FOMC声明延续“就业增长强劲，失业率保持在低位”的表态。**(2) 通胀:** FOMC声明继续强调“通胀居高不下”。鲍威尔表示，将致力于实现双重使命，让通胀回到2%。**(3) 未来的加息节奏:** 将继续逐次会议作出决定，9月份的行动取决于数据，“如果数据显示有需要，我们可能会在9月份加息”。**(4) 对于降息的判断:** 鲍威尔认为今年不会降息，部分FOMC委员预计明年将降息，一定程度上打击“不排除第四季度迎来小幅降息的可能性”的部分市场观点。
- **全球大类资产表现:** **(1) 大宗商品:** 经历前期弱势整理后，7月以来，受供应趋紧以及夏季汽油和航空燃料的需求增强支撑，叠加中国经济刺激措施出台，上游能源品价格整体上行态势明显。7月17日，俄罗斯宣布终止“黑海粮食协议”，农产品价格随即上行。2023年以来，工业金属价格整体震荡下行，而贵金属一直处于高位波动。**(2) 外汇市场:** 在美国6月非农数据不及预期、美欧国债利差收窄以及美国6月CPI超预期降温的背景下，7月13日美元指数跌破100大关。但随后受英国通胀超预期回落等影响，叠加美联储加息预期，美元指数震荡反弹。随着后续美国通胀进一步缓解，美联储有可能结束加息周期，欧洲央行加息立场相对坚定，美欧国债利差有望收窄，美元指数将进一步走弱，人民币汇率有望逐步企稳回升。**(3) 债券市场:** 7月以来，美国10年期国债收益率上行10.00bp，而欧元区和英国分别下行1.18bp和16.24bp。中国国债到期收益率延续上半年的下行态势，但7月中央政治局会议出台一系列利好政策，中国国债到期收益率直线拉升。**(4) 权益市场:** 7月，美国三大股指延续上涨态势，日经225指数下跌1.53%，恒生指数则逆转此前跌势，上涨2.74%，全A指数和沪深300本月均上涨。后续随着美国通胀进一步回落，美联储加息周期结束，美元指数趋势性走弱，利好A股和港股市场。
- **风险提示:** 国内经济复苏不及预期风险，国内政策落实不及预期风险，海外加息及经济衰退风险。

分析师

杨超

☎: 010-80927696

✉: yangchao_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522030004

相关研究

2023-07-25, 7月中央政治局会议解读: 提振A股市场, 把握主线投资机会

2023-07-22, 国内“稳预期”政策密集出台, 基金加仓“大主线”

2023-07-16, 策略周观察: A股市场蓄势上行, 美国通胀超预期降温

2023-07-03, 2023年A股市场中期投资展望: 时蕴新生, 乘势而上

2023-06-19, 投资环境的边际变化与多重政策合力催化A股市场颠簸上行

2023-5-21, 可持续高质量发展专题: 中国特色估值体系重塑“中国元素”与投资逻辑再审视

2023-5-21, 房地产行业专题: 周期未变, 市场竞争格局在动

2023-5-16, 可持续高质量发展专题: 谁主沉浮? 专注制胜—兼顾选股策略

2023-04-08, 二季度A股市场投资策略展望: 把握主线投资机会

目 录

一、7月美联储议息会议解读	3
二、全球大类资产表现	4
(一) 大宗商品	4
(二) 外汇市场	5
(三) 债券市场	6
(四) 权益市场	7
三、风险提示	8
插图目录	9

一、7月美联储议息会议解读

当地时间7月26日，美联储宣布加息25个基点，将联邦基金利率目标区间上调至5.25%-5.5%，达到2001年以来的最高水平，符合市场预期。

针对经济情况，7月FOMC声明显示，最近的经济指标显示经济活动继续以“适度的步伐”扩张，而不是六月份声明中提到的“和缓的步伐”。就业方面，7月FOMC声明延续六月份表态，强调“就业增长强劲，失业率保持在低位”。在货币政策新闻发布会上，美联储主席鲍威尔表示，经济活动以温和的速度扩张，消费者支出增长较年初放缓，FOMC将对未来的加息采取依赖数据的做法，劳动力供需持续出现平衡的迹象越来越明显，劳动力市场仍然非常紧张，就业增长依然强劲。

针对通胀，FOMC声明继续强调“通胀居高不下”。美联储主席鲍威尔表示，核心通胀仍然相当高，希望看到核心通胀率下降，需要将利率保持在较高的水平“一段时间”，同时强调，将致力于实现双重使命，让通胀回到2%。如果我们看到通胀得到可靠缓解，就不需要采取紧缩措施；如果通胀稳定地下降，我们可以将利率降至中性水平，然后在某个时候降至中性水平以下；预计到2025年左右才能看到通胀回到2%；可以在通胀达到2%之前停止加息。

表 1. 2023 年 7 月 FOMC 声明

	7月 FOMC 声明	6月 FOMC 声明
经济与就业	最近的经济指标显示 经济活动继续以适度的步伐扩张 。近几个月就业增长强劲，失业率保持在低位。	最近的指标显示经济活动继续以和缓的步伐扩张。近月来就业增长强劲，且失业率保持在低位。
通胀	通胀居高不下。美国银行体系稳健且有韧性。对家庭和企业的信贷条件收紧，可能对经济活动、招聘和通胀造成压力。这些影响的程度仍不确定。委员会仍高度关注通胀风险。	通胀仍然高企。美国的银行体系稳固且具有韧性。居民和企业的信用环境收紧可能令经济活动、招聘和通胀承压。这些影响的程度依然无法确定。委员会依然高度关注通胀风险。
货币政策会议决策	委员会寻求实现充分就业和2%的较长期通胀目标。为了支持这些目标，委员会决定将联邦基金利率目标区间 上调至5.25%-5.5% 。委员会将继续评估更多信息及其对货币政策的影响。在确定进一步的政策紧缩合适程度以使通胀随时间的推移回到2%时，委员会将考虑货币政策的累积紧缩程度、货币政策对经济活动和通胀影响的滞后性以及经济和金融发展。此外，委员会将继续减持公债、机构债和机构抵押贷款支持证券(MBS)，正如之前发布的计划所述。委员会坚决致力于让通胀率回归2%的目标。	委员会力求实现充分就业和通胀率在较长期内达到2%。为支持这些目标，委员会决定将联邦基金利率的目标区间维持在5%至5.25%。在本次会议上保持目标区间稳定，可以让委员会评估更多信息及其对货币政策的影响。在确定对通胀率假以时日回到2%目标或许合适的额外政策紧缩程度时，委员会将考虑货币政策的累计紧缩、货币政策在影响经济活动和通胀上的滞后性，以及经济和金融状况的发展。此外，如之前公布的计划所述，委员会将继续减持美国国债、机构债券和机构抵押贷款支持证券。委员会坚定致力于让通胀回归2%的目标。

资料来源：美联储，中国银河证券研究院整理

针对未来的加息节奏，美联储主席鲍威尔表示，将继续逐次会议作出决定，需要时间才能实现全部效果，尚未就任何未来会议做出决定。此外，鲍威尔强调，将会关注此后的CPI数据是否会再次录得回落，数据的整体性很重要，特别关注通胀进展，9月份的行动取决于数据，“如果数据显示有需要，我们可能会在9月份加息”，“没有做出每隔一次会议加息的决定”。

此前,市场普遍预计美联储加息周期将进入尾声,鲍威尔的表态则意味着加息有可能尚未结束。

针对市场对于降息的判断,鲍威尔强调,“在判断何时降息时,需要同时考虑通胀水平和下降速度,我认为今年不会降息”,“降息与否将取决于我们对通胀回落至目标的信心程度”。此外,部分 FOMC 委员预计明年将降息,美联储工作人员不再预测今年会出现经济衰退。美联储可能在缩表的同时降息,利率调整和缩表是独立的。此番讲话重点提出“今年不会降息”,一定程度上打击了“不排除第四季度迎来小幅降息的可能性”的部分市场观点。

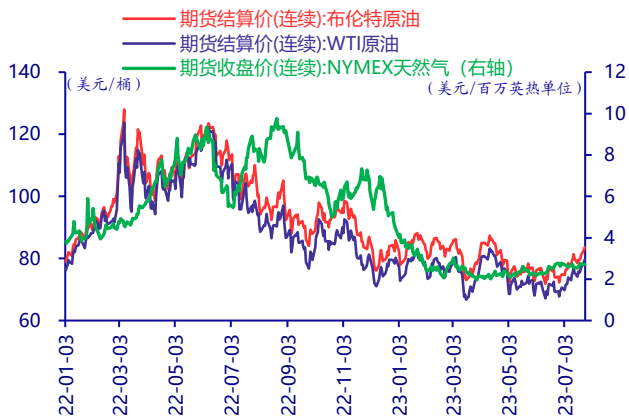
二、全球大类资产表现

(一) 大宗商品

2023 年上半年,受供需两端影响,上游能源品价格处于震荡盘整。供给端,由于石油国执行“减产”计划,供需偏紧支撑油价震荡上行。需求端,原油库存受全球宏观经济预期影响较大,需求预期波动加剧,油价承压。而在经历前期弱势整理后,7月以来,受供应趋紧以及夏季汽油和航空燃料的需求增强支撑,叠加中国出台一系列经济刺激措施,上游能源品价格整体上行态势明显。如图 1 所示。

2023 年上半年,农产品价格整体下行,有利于全球通胀水平下行。但 7 月 17 日,俄罗斯表示,已正式通知土耳其和乌克兰以及联合国秘书处,反对延长黑海港口农产品外运协议。乌克兰为全球重要粮仓,该协议曾为乌克兰谷物出口提供安全保障。受此消息影响,农产品价格随即上行。如图 2 所示。

图 1. 上游能源品价格走势



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 2. 农产品价格走势



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

2023 年以来,工业金属价格整体上震荡下行,将有利于中游制造和下游消费。而贵金属一直处于高位波动,诠释了全球宏观经济修复的不确定性,以及各大央行货币政策的延迟效应。如图 3、4 所示。

图 3. 工业金属价格走势



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 4. 贵金属价格走势



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

(二) 外汇市场

美元指数上半年在 101-105 区间震荡, 但 7 月以来, 美国 6 月非农数据不及预期, 市场对美联储政策预期发生变化, 带动美元指数下行。同时, 在欧洲央行坚定加息的背景下, 欧元区公债收益率持续上行, 美欧国债利差收窄, 进一步推动美元指数下跌。特别是美国 6 月 CPI 数据公布后, 市场对于美联储今年将仅再加息一次的预期受到提振, 7 月 13 日美元指数跌破 100, 达到 2022 年 4 月以来最低水平。而随着英国通胀超预期降温, 欧元区调和 CPI 同比为自俄乌冲突以来最低水平, 英镑兑美元、欧元兑美元持续贬值, 叠加日本央行行长有关暂时不会调整政策的言论打压日元走弱, 美元指数震荡反弹, 收复 100 关口。截至 7 月 25 日收盘, 美元指数报 101.2675。

非美货币中, 7 月以来, 欧元兑美元、英镑兑美元分别上涨了 144bp、205bp; 日元兑美元升值, 7 月 25 日, 美元兑日元报 140.9105; 人民币相对美元总体升值, 7 月 25 日, 美元兑人民币报 7.1365, 同时, 人民币兑欧元升值, 但人民币兑英镑、日元调贬。如表 2 所示。

表 2. 外汇市场行情

外汇市场	2022 年末	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月以来 (截至 7 月 25 日)
美元指数	103.4895	102.1037	104.9868	102.5970	101.6645	104.2208	103.3788	101.2675
欧元兑美元	1.0703	1.0862	1.0576	1.0841	1.1019	1.0690	1.0912	1.1056
英镑兑美元	1.2095	1.2320	1.2029	1.2330	1.2562	1.2445	1.2695	1.29
美元兑日元	131.1245	130.1205	136.2220	132.8130	136.3295	139.3405	144.3070	140.9105
美元兑人民币	6.9514	6.7571	6.9392	6.8713	6.9284	7.1065	7.2620	7.1365
欧元兑人民币	7.3583	7.3198	7.3702	7.4822	7.6305	7.5900	7.9163	7.8776
英镑兑人民币	8.3791	8.3220	8.3571	8.4935	8.6249	8.7804	9.1722	9.1792
日元兑人民币	5.2630	5.1832	5.0742	5.1614	5.0891	5.0859	5.0250	5.0539

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

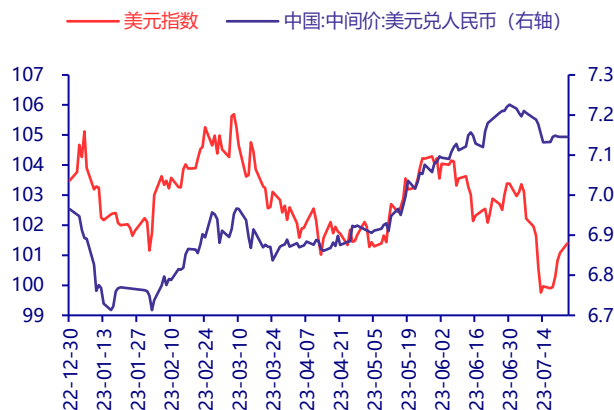
由图 5 可知，美元指数和美欧十年期国债（公债）收益率差走势同步。随着后续美国通胀进一步缓解，美联储有可能结束加息周期，欧洲央行加息立场相对坚定，美欧国债利差有望收窄，美元指数将进一步走弱。2023 年以来，美元指数和美元兑人民币汇率相关性较强。后续随着美元指数走弱，人民币汇率有望逐步企稳回升。如图 6 所示。

图 5. 美元指数和美欧十年期国债（公债）收益率差

图 6. 美元指数和美元兑人民币汇率



资料来源: wind, 中国银河证券研究院



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

(三) 债券市场

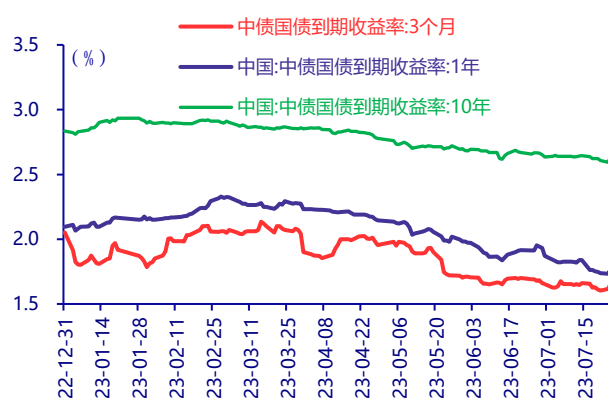
2023 年上半年，美国和欧元区国债（公债）收益率窄幅震荡，整体小幅下行。英国国债收益率在经历一季度震荡后，呈现上行态势。7 月以来，美欧英国债（公债）收益率表现分化。截至 7 月 25 日，美国 10 年期国债收益率为 3.91%，较 6 月末上行 10.00bp。欧元区 10 年期公债收益率为 2.4953%，较 6 月末小幅下行 1.18bp。7 月 24 日，英国 10 年期国债收益率为 4.2825%，较 6 月末下行 16.24bp。如图 7 所示。

图 7. 美欧英十年期国债（公债）收益率

图 8. 中国国债到期收益率



资料来源: wind, 中国银河证券研究院



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

受经济复苏边际放缓、降息降准政策出台等因素影响，上半年，中国国债到期收益率整体下行。7 月以来，中国国债到期收益率延续下行态势，但 7 月 24 日召开的中央政治局会议出

台一系列利好政策，中国国债到期收益率直线拉升。截至7月26日，3个月和1年国债到期收益率分别为1.6506%和1.7882%，较6月末分别下行0.29和8.41bp，10年国债到期收益率为2.6430%，较6月末上行0.79bp。如图8所示。

（四）权益市场

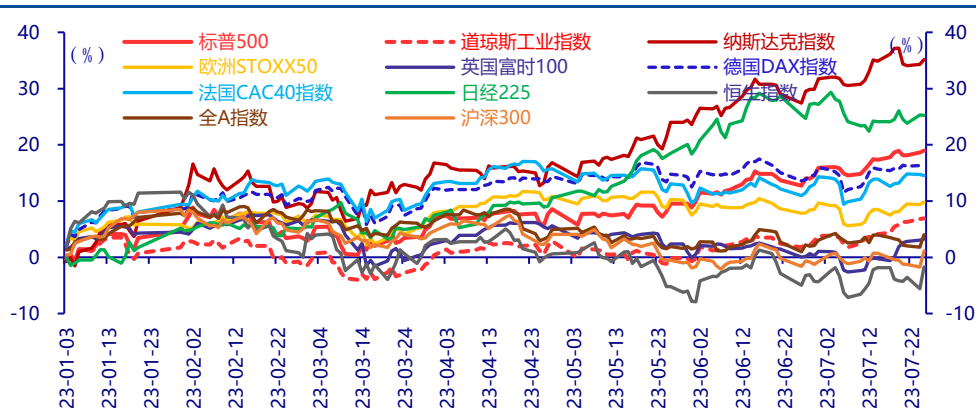
上半年，美国三大股指普遍上涨，其中纳斯达克指数涨幅达31.73%，日经225指数同样表现亮眼，累计上涨27.19%，恒生指数较去年末有所下跌，跌幅为4.37%。7月以来，美国三大股指延续上涨态势，本月涨幅均超2.5%，而日经225指数下跌1.53%，恒生指数则逆转此前跌势，本月上涨2.74%，全A指数、沪深300本月分别上行0.93%和1.89%。如表3、图9所示。

表3. 全球主要股指涨跌幅(%)

主要股指	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月以来 (截至7月25日)	年初以来 (截至7月25日)
标普500	6.18	-2.61	3.51	1.46	0.25	6.47	2.63	18.96
道琼斯工业指数	2.83	-4.19	1.89	2.48	-3.49	4.56	2.99	6.91
纳斯达克指数	10.68	-1.11	6.69	0.04	5.80	6.59	2.59	35.14
欧洲STOXX50	5.52	1.09	1.17	2.73	-3.04	2.00	0.14	9.80
英国富时100	4.29	1.35	-3.10	3.13	-5.39	1.15	2.13	3.22
德国DAX指数	8.65	1.57	1.72	1.88	-1.62	3.09	0.39	16.43
法国CAC40指数	9.40	2.62	0.75	2.31	-5.24	4.25	0.21	14.55
日经225	4.72	0.43	2.17	2.91	7.04	7.45	-1.53	25.25
恒生指数	10.42	-9.41	3.10	-2.48	-8.35	3.74	2.74	-1.75
全A指数	7.38	-0.02	-0.83	-1.44	-3.31	1.58	0.93	4.01
沪深300	7.37	-2.10	-0.46	-0.54	-5.72	1.16	1.89	1.12

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图9. 2023年以来全球主要指数累计涨跌幅



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

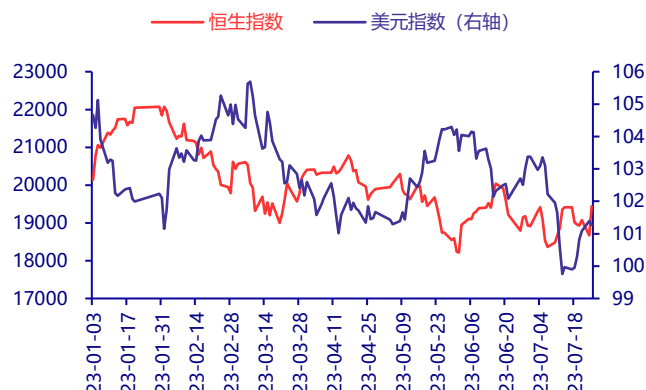
由图 10、11 可知，全 A 指数与美元指数走势、恒生指数与美元指数走势均呈现明显的负相关关系。后续随着美国通胀进一步回落，美联储加息周期结束，美元指数趋势性走弱，利好 A 股和港股市场。

图 10. 全 A 指数与美元指数走势



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 11. 恒生指数与美元指数走势



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

三、风险提示

报告结论基于历史价格信息和统计规律，但二级市场受各种即时性政策影响易出现统计规律之外的走势，所以报告结论有可能无法正确预测市场发展，报告阅读者需审慎参考报告结论。基金历史收益不代表未来业绩表现，文中观点仅供参考，不构成投资建议。

插图目录

图 1. 上游能源品价格走势.....	4
图 2. 农产品价格走势.....	4
图 3. 工业金属价格走势.....	5
图 4. 贵金属价格走势.....	5
图 5. 美元指数和美欧十年期国债（公债）收益率差.....	6
图 6. 美元指数和美元兑人民币汇率.....	6
图 7. 美欧英十年期国债（公债）收益率.....	6
图 8. 中国国债到期收益率.....	6
图 9. 2023 年以来全球主要指数累计涨跌幅.....	7
图 10. 全 A 指数与美元指数走势.....	8
图 11. 恒生指数与美元指数走势.....	8

表格目录

表 1. 2023 年 7 月 FOMC 声明.....	3
表 2. 外汇市场行情.....	5
表 3. 全球主要股指涨跌幅.....	7

分析师简介及承诺

分析师：杨超，清华大学理论经济学博士，8年大类资产配置策略研究经验。2019年加入中国银河证券研究院，主要从事策略研究，奉行“系统决策、深耕细作、挖掘价值”的投研理念，注重逻辑性、及时性与前瞻性。现兼任清华大学五道口金融学院“中国金融政策信息”项目研究员。

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级标准

行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来 6-12 个月，公司股价相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险，应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的具体投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：李洋洋 021-20252671 liyongyang_yj@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn