

2023年07月27日

美联储的决策周期在拉长——7月FOMC会议点评

宏观研究团队

——宏观经济点评

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

潘纬桢（联系人）

panweizhen@kysec.cn

证书编号：S0790122110044

事件：美联储于北京时间7月27日凌晨2点发布7月FOMC会议声明，宣布加息25bp。

● 声明及发布会要点

1. 美联储宣布加息25bp，缩表将继续按2022年5月计划有序进行。

2. 美联储对美国经济保持相对乐观，且仍高度关注通胀。美联储对美国经济的看法同6月份基本相同，删去了保持利率水平不变以便于委员会可以评估更多的信息以及货币政策的影响，改为继续评估额外的信息及对货币政策的影响，显示出美联储对后续货币政策持开放态度。表示美国就业增长强劲，失业率保持在低位，通货膨胀率仍然很高，美国银行体系健全且富有弹性，委员会仍然高度关注通胀风险。

3. 发布会上，鲍威尔表态较为灵活。从发布会上鲍威尔的发言和表态来看，其对后续加息持开放态度，鹰派程度相较于以往有所下降。其认为经济增长强劲会增加通胀上行的风险，需要关注数据的整体性，去通胀进程还有相当长的一段路要走；联储目前已经不再预测经济将陷入衰退。当前的利率水平已经具有限制性，对经济的全面影响还需要时间来确定，并不是每次会议上都要有所行动，可能是在后续2-3次会议上来放缓加息步伐，显示当前联储的立场较为灵活，且决策周期在变长。部分委员认为2024年将会多次降息，且与缩表并不冲突。

● 加息或已走向终点，但不确定性亦在扩大

1. 美国就业与通胀均有降温，本次加息或为了控制通胀预期。当前美联储去通胀进程已经逐渐进入后半程，在经济需求端受到高利率环境压制的背景下，民众的通胀预期管理对于整体的通胀水平下降重要性有所上升，因此对美联储而言，由于通胀水平距离其目标尚有距离，当前其或秉持“多做比少做好”态度，这也是美联储7月会继续加息的重要原因，且后续可以预见，美联储对加息表态都不会出现放松，以避免出现通胀预期失控。

2. 加息或已走向终点，但不确定性或也在扩大。在美国实际利率已经转正，劳动力市场和通胀水平都已经连续降温的前提下，我们认为美联储再继续加息的动力在减弱，加息或已走向终点。考虑到当前通胀水平的可能反弹以及货币政策的滞后效应，美联储内部以及与市场之间的分歧可能会延续甚至加大，后续还需要更多的数据来弥合各方之间的分歧。在此之下，美联储将不会宣布停止加息的时点，货币政策的不确定性将继续增加，而美联储的决策周期也将会拉长。

● 市场对美联储表态反应较为积极

本次会议基本符合市场预期，决议发布后，市场整体走势有所上升；但发布会后，风险资产录得一定降幅，道琼斯指数、纳斯达克指数分别收涨0.23%、下跌0.12%。美债收益率与美元指数下跌，CME利率期货显示美联储9月份大概率不加息。

● **风险提示：**国际局势紧张引发通胀超预期，新冠疫情形势大幅恶化。

相关研究报告

《迎接战略反攻——7月政治局会议点评—宏观经济点评》-2023.7.25

《积极因素正在积累—宏观周报》-2023.7.23

《从价格形成机制看人民币汇率决定因素及后续走势—宏观经济专题》-2023.7.22

目 录

1、 声明及发布会要点	3
1.1、 美联储宣布加息 25bp，缩表将继续按原计划有序进行	3
1.2、 美联储对美国经济保持相对乐观，且仍高度关注通胀	3
1.3、 发布会上，鲍威尔表态较为灵活	3
2、 加息或已走向终点，但不确定性亦在扩大	4
2.1、 美国就业与通胀均有降温，本次加息或为了控制通胀预期	4
2.2、 加息或已走向终点，但不确定性或也在扩大	5
3、 市场对美联储表态反应较为积极	5
4、 风险提示	6

图表目录

图 1： 6 月亚特兰大薪资增速继续走低	4
图 2： CPI 中值与截尾 CPI 均有较大幅度下降	4
图 3： 6 月点阵图显示 2023 年会加息至 5.5%-5.75%	5
图 4： 美股在发布会后转跌	6
图 5： 10 年期美债收益率走低	6
图 6： 美元指数走低	6
图 7： 利率期货显示美联储 9 月大概率不加息	6

事件：美联储于北京时间7月27日凌晨2点发布7月FOMC会议声明，宣布加息25bp。

1、声明及发布会要点

1.1、美联储宣布加息25bp，缩表将继续按原计划有序进行

美联储在此次会议上宣布再次加息25bp，相较于6月份声明，删去了保持利率水平不变以便于委员会可以评估更多的信息以及货币政策的影响（allows the Committee to assess additional information and its implications for monetary policy），改为继续评估额外的信息及对货币政策的影响（will continue to assess additional information and its implications for monetary policy），显示出**美联储对后续货币政策持开放态度**。缩表方面，将继续按照2022年5月份会议上发布的《缩减美联储资产负债表规模的计划》来有序缩减持有国债及MBS。

1.2、美联储对美国保持相对乐观，且仍高度关注通胀

在声明中，美联储对美国经济和银行业的看法同6月份基本相同，具体而言：

美国经济表现上，最近的指标显示经济活动继续以温和的速度（modest pace）扩张，同6月相比基调没有发生变化；

就业与通胀方面，声明表示美国就业增长强劲，失业率保持在低位，通货膨胀率仍然很高。6月声明亦是相同表述；

银行业风险方面，声明表示美国银行体系健全且富有弹性。家庭和企业的信贷条件收紧可能会对经济活动、招聘和通胀造成压力。这些影响的程度是不确定的。委员会仍然高度关注通胀风险，同6月份相比没有变化；

货币政策立场方面，声明表示将继续监测即将发布的信息对经济前景的影响，包括公共卫生、劳动力市场状况、通胀压力和通胀预期以及金融和国际形势等信息，同时如果出现可能阻碍相关货币政策目标实现，将会准备适当调整货币政策立场。

1.3、发布会上，鲍威尔表态较为灵活

从发布会上鲍威尔的发言和表态来看，鲍威尔对后续加息持开放态度，鹰派程度相较于以往有所下降。从发言稿以及问答来看，鲍威尔对当前美国通胀水平下降持**欢迎态度**，并认为下降略超预期，核心通胀是关注整体通胀水平的更好指标。并强调对通胀的态度不能只看一个月，还需要观察后续通胀的走势，且经济增长强劲会增加通胀上行的风险，**需要关注数据的整体性**，去通胀进程还有相当长的一段路要走；劳动力市场方面，其认为劳动力市场正在变得更加的均衡，随着劳动参与率的上升，名义工资增长和职位空缺都在下降，不过劳动力市场整体仍较紧张；美国经济方面，鲍威尔表示美国仍在以温和的速度扩张，房地产市场虽有所回暖，但仍未回到2022年的水平，高利率环境对经济仍有负面影响，但**联储目前已经不再预测经济将陷入衰退**（no longer forecasting a recession）。对于**后续货币政策的步调上**，鲍威尔表示当前的利率水平已经具有限制性，对经济的全面影响还需要时间来确定，当前面临的风险也在增加。将根据最新的数据来做决定，并不是每次会议上都要有所行动，可能是在后续2-3次会议上来放缓加息步伐（Slowing the pace could mean going at 2 of 3 meetings），显示当前联储的立场较为灵活，且决策周期在变长。再往后看，降息与否将取决于美联储对通胀回落至目标的信心程度，因此部分委员认为

2024 年会进行多次降息，且降息与缩表之间并不冲突。

2、加息或已走向终点，但不确定性亦在扩大

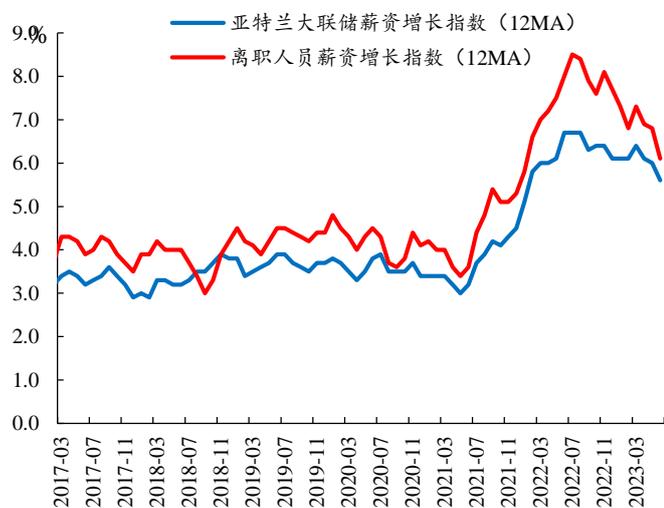
2.1、美国就业与通胀均有降温，本次加息或为了控制通胀预期

从 6 月份的就业数据来看，后续美国劳动力市场供需会趋向更加平衡。我们从 6 月份亚特兰大联储公布的薪资同比增速可以看到，6 月份的薪资同比增速较 5 月份下降 0.4 个百分点至 5.6%，离职人员的薪资增速亦出现相同的情况，显示当前美国劳动力市场供需紧张缓解态势已经逐渐在向薪资端传导。不过 6 月份劳动力工作时长有所提升，意味着劳动力的供需改善还需时间，美国就业市场并未明显降温，对通胀的支撑力度不会有明显减弱。（详见《低失业率或将是后续加息的关键因素——美国 6 月非农就业数据点评》）

从 6 月份的通胀数据来看，不仅是整体通胀水平出现下行，核心通胀的同比与环比均出现较大幅度的下行，且去除房租的核心通胀（超级核心服务通胀）亦呈现相同的走势，显示当前美国通胀的内生动能出现下降。我们如果观察更能体现通胀整体趋势的 CPI 中值与截尾平均 CPI 两项指标来看，当前美国 CPI 回落的趋势也较为明显，可见在美联储的不断加息之下，美国去通胀进程取得了一定的成效。（详见《市场与美联储分歧或将加大——美国 6 月 CPI 点评》）

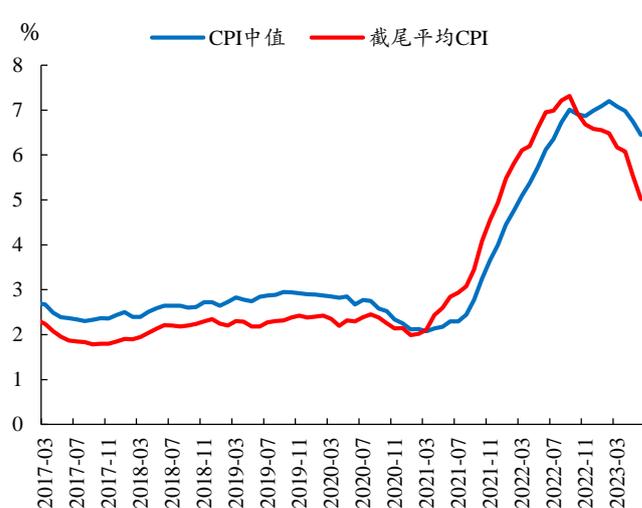
在此情况下，美联储继续加息的目的或是为了控制通胀预期。我们认为，当前美联储去通胀进程已经逐渐进入后半程，在经济需求端受到高利率环境压制的背景下，民众的通胀预期管理对于整体的通胀水平下降重要性有所上升，因此对美联储而言，由于通胀水平距离其目标尚有距离，当前其或秉持“多做比少做好”态度，这样即使紧缩过度，但只要通胀能够持续回落至其目标区间，可以再度宽松以刺激经济增长。反之若紧缩不足，通胀迟迟未能下降至目标区间，甚至出现反复，则其权威和信誉度将会受到质疑，总体成本会更高。这也是为何美联储 7 月会继续加息的重要原因，且后续可以预见，美联储对加息表态都不会出现放松，以避免出现通胀预期失控。

图1：6月亚特兰大薪资增速继续走低



数据来源：FRED、开源证券研究所

图2：CPI中值与截尾CPI均有较大幅度下降



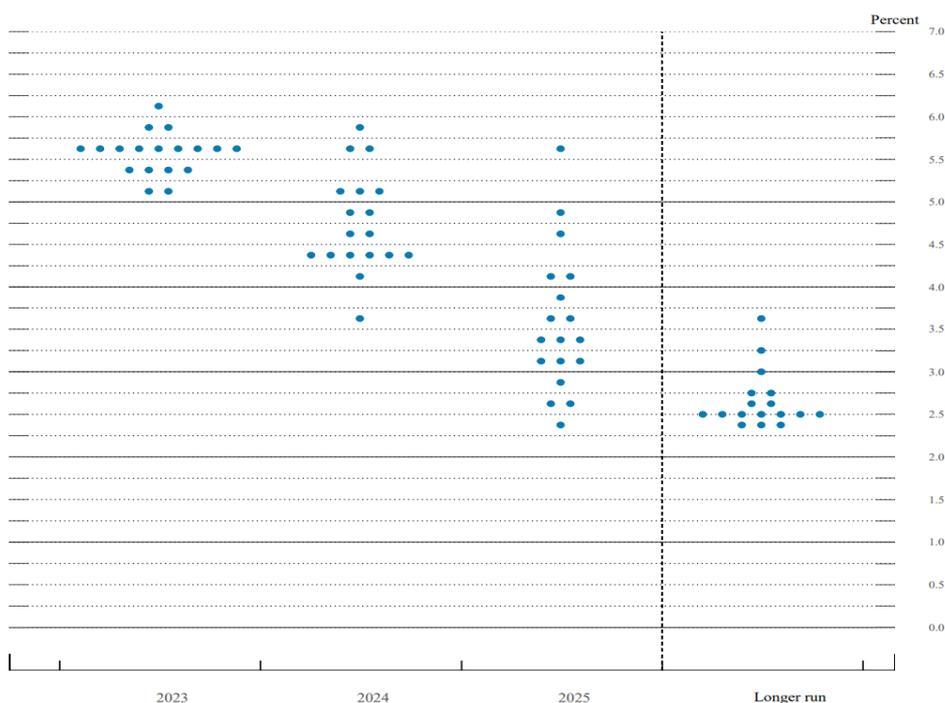
数据来源：FRED、开源证券研究所

2.2、加息或已走向终点，但不确定性或也在扩大

由上述分析可知，美联储短期还会保持对继续加息持相对肯定的态度。不过在美国实际利率已经转正，劳动力市场和通胀水平都已经连续降温的前提下，我们认为美联储再继续加息的动力在减弱，加息或已走向终点。近期美国财政部长耶伦¹以及美联储前主席伯南克均表示²当前美国劳动力市场有所降温，而这将对通胀下降起到重要的作用，结合近期美联储部分官员及美联储主席鲍威尔的表态来看，美联储当前对于通胀水平的下降应该表示欢迎。从这个角度来看，如后续通胀及劳动力市场放缓的进度较快，美联储继续加息的动力将会减弱，其6月点阵图的加息预测可能将会被修正。

不过另一方面，我们也需要看到，随着去通胀的时间逐渐加长，通胀水平是否会如美联储预期的顺畅回落至2%左右的目标区间，还存在很大的不确定性。考虑到当前通胀水平的可能反弹以及货币政策的滞后效应，美联储内部以及与市场之间的分歧可能会延续甚至加大，后续还需要更多的数据来弥合各方之间的分歧。在此之下，美联储将不会宣布停止加息的时点，以保留更多的政策主动权和灵活性。这意味着货币政策的不确定性将继续增加，而美联储的决策周期也将会拉长，“加加停停”可能会成为后续美联储货币政策的一个特征。

图3：6月点阵图显示2023年会加息至5.5%-5.75%



资料来源：美联储

3、市场对美联储表态反应较为积极

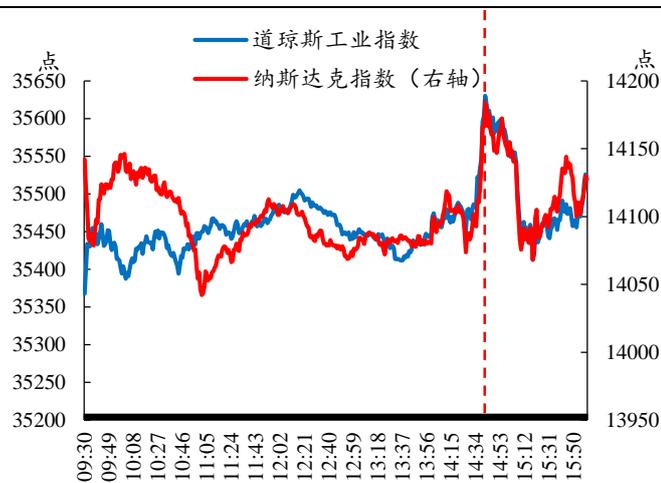
本次会议基本符合市场预期，决议发布后，市场整体走势有所上升；但发布会后，风险资产录得一定降幅。美股方面，在发布会后，美股有所下跌，最终道琼斯指数、纳斯达克指数分别收涨0.23%、下跌0.12%；美债方面，发布会后，10年期

¹ <https://wallstreetcn.com/articles/3693543?keyword=%E8%80%B6%E4%BC%A6>

² <https://wallstreetcn.com/articles/3693749?keyword=%E4%BC%AF%E5%8D%97%E5%85%8B>

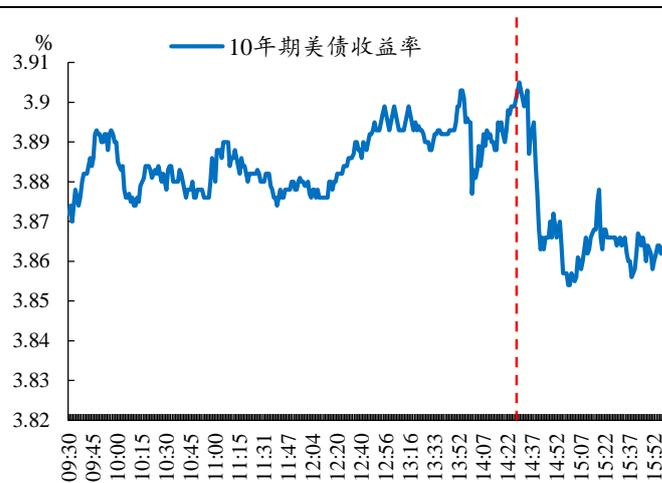
美债收益率快速下跌至 3.85% 附近；美元方面，亦呈现出相同的回落态势。利率期货显示美联储 9 月份大概率不加息。

图4：美股在发布会后转跌



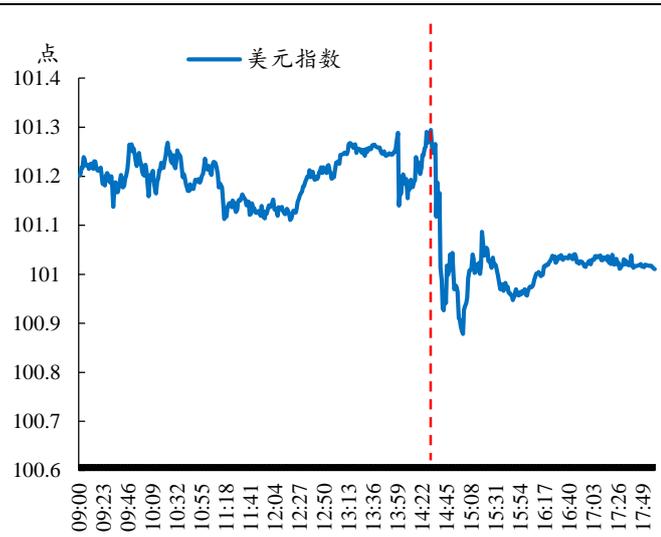
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：10年期美债收益率走低



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：美元指数走低



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：利率期货显示美联储9月大概率不加息

TOTAL PROBABILITIES				
MEETING DATE	DAYS TO MEETING	EASE	NO CHANGE	HIKE
2023/9/20	55	0.00%	81.00%	19.00%
2023/11/1	97	0.00%	69.31%	30.69%
2023/12/13	139	5.01%	66.32%	28.67%
2024/1/31	188	29.68%	51.37%	18.95%
2024/3/20	237	53.83%	35.38%	10.79%
2024/5/1	279	88.03%	10.79%	1.18%
2024/6/19	328	92.97%	6.38%	0.65%
2024/7/31	370	97.98%	1.87%	0.15%
2024/9/25	426	99.51%	0.46%	0.03%
2024/11/6	468	99.86%	0.13%	0.01%
2024/12/18	510	99.95%	0.04%	0.00%

资料来源：CME

4、风险提示

国际局势紧张引发通胀超预期，新冠疫情形势大幅恶化。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn