

政策相机抉择，经济预期转暖 ——7月美联储议息会议传递的信号

核心观点

本次议息会议联储政策表态基本符合预期，9月相机抉择保留加息选项，并且否认年内降息；对经济的表述更为积极，不再把衰退作为基准预期，略超预期。

下半年跟踪联储决策的重心将聚焦于两个领域：银行信贷以及就业市场，二者当前均处于边际回落但整体依然偏强势的状态，尚不足以驱动联储转向，8月杰克逊霍尔大会也暂不宜对联储的鸽派信号有过高期待。信用收缩趋势形成前，美债利率和美元暂不具备趋势性下行基础。

□ 加息相机抉择并否认年内降息，对经济更加乐观不再把衰退作为基准预期

利率区间方面，美联储本月加息 25BP，将联邦基金目标利率提升至 5.25%-5.5% 区间，符合市场预期。缩表方面，美联储将按 950 亿美元/月的原定计划继续执行。对于未来的指引：

一是关于政策节奏：未来加息节奏方面，鲍威尔坚持相机抉择的原则，仍保留 9 月加息的可能性。鲍威尔在会后记者问答中指出：“未来政策将继续相机抉择；9 月可能按兵不动；如果数据支持，也可能在 9 月继续加息。”年内降息空间方面，鲍威尔明确表示美联储认为年内降息不是合理选择。

二是关于经济的表述更为积极：会后问答中，鲍威尔指出当前联储已不再把衰退作为基准预期；本月议息声明中对经济的定性由“Modest”转成“Moderate”，相对更为积极。

三是关于银行风险和信用紧缩，美联储对于信用收缩的具体影响水平继续持不确定态度，但认为当前银行的信贷标准确实出现持续紧缩的迹象。

四是关于通胀，美联储明确表示当前通胀仍然韧性较强，尤其是就业市场仍然较为紧张；美国 CPI 最早可能在 2025 年回归 2%。

整体来看，本次议息会议鲍威尔对政策的表态基本符合预期；对经济的表述略超预期，认为年内衰退不再是基准情形。美股、美债、美元在会议期间均维持震荡走势，美股先涨后跌，美债利率和美元先下后上。

□ 8月杰克逊霍尔大会暂不宜对联储的鸽派信号有过高期待

联储当前处于相机抉择模式，决策周期相对较短。考虑到信贷-就业-居民收入消费的链条是影响美国经济韧性的重要链条，我们认为下半年跟踪联储决策的重心将聚焦于两个领域：银行信贷以及就业市场，二者当前均处于边际回落但整体依然偏强势的状态，尚不足以驱动联储转向，8月杰克逊霍尔大会也暂不宜对联储的鸽派信号有过高期待。

银行信贷方面，6月下旬至今信贷回落仅 308 亿美元暂不明显。美国虽然是以直接融资为主的经济体，但中小企业对银行信贷依赖度更高，信用收缩可以在约束中小企业信贷的同时限制其招工能力，继而为就业市场降温（中小企业贡献美国 2/3 的就业）。Q2 以来商业银行信贷整体维持区间震荡，并未出现趋势性下跌；但 6 月下旬至今规模小幅萎缩 308 亿美元，整体保持下行态势，主要由消费贷款和工商业贷款的双双下行导致，地产贷款则整体保持韧性。

就业市场方面，职位空缺已有明显回落但就业市场招工依然偏紧。5 月美国岗位空缺数回落至 982 万，前值 1032 万，但仍然高于疫前两年中枢（约 713 万）。这一趋势也充分说明当前就业市场现状：岗位缺口依然高于疫前中枢意味着整体就业市场依旧火热，劳动力仍然供不应求；但数据边际回落意味着招工紧张边际正在缓解。

分析师：李超

执业证书号：S1230520030002

lichao1@stocke.com.cn

分析师：林成炜

执业证书号：S1230522080006

linchengwei@stocke.com.cn

相关报告

□ 季度为频的节奏下 9 月按兵不动概率大，Q4 有待相机抉择

我们曾于前期报告指出“美联储可能已顺势于 Q2 起转向以季度为频的加息节奏”：从 Q3 来看，7 月加息以后，9 月不加息的概率较大；Q4 的政策路径仍然有待相机抉择，但我们认为 Q4 不再加息的概率相对较大。

经济层面考虑，我们认为美国银行信贷持续收缩仍是基准情形，可以进一步抑制就业市场的粘性。信用收缩主要源于银行表内部分问题资产违约率上行以及监管加严的影响。一是商业地产的违约率问题，银行表内相关资产规模约 2.9 万亿美元，恶化风险主要源于“居家办公模式”盛行，办公楼空置率上升导致商业地产违约率持续反弹；二是学生贷款的违约率问题，整体债务规模约 1.6 万亿美元，主要通过财政以学校为媒介投放，部分通过银行投放，恶化风险主要源于疫情期间财政部对学生债务执行的豁免政策将于 8 月到期，豁免到期后违约率可能向疫前中枢（10%以上）回归；三是美联储可能加强银行以及资本监管，鲍威尔在 6 月国会听证会中提及“可能将银行一级资本充足率要求在现有基础上提高 20%，覆盖对象可能包括资产规模 1000 亿美元以上的银行”。资本金要求的加严也将约束银行的信贷扩张能力（详细请参考前期报告《短期韧性仍存，关注信用收缩》）。

政治层面考虑，伴随 2024 年大选年临近，政治和选民诉求对联储政策的扰动权重可能进一步加大。2023 年以来美国居民实际收入已经转正，稳定的物价和实际收入正增长是选民较为乐见的通胀环境。在 2024 大选年将近的背景下，美联储 Q4 继续坚持鹰派加息不符合选民基本利益，可能受到政治层面的阻力。

□ 信用收缩趋势形成前，美债利率和美元暂不具备趋势性下行的基础

美债方面，近期美债利率保持宽幅波动，尤其是 6 月美国 CPI 低于预期后曾一度驱动美债利率和美元双双快速回落。短期来看，考虑到短期经济数据仍有韧性，美债利率维持高位震荡甚至进一步反弹的概率较大；在信用收缩驱动美国经济进一步回落以前，美债利率不具备趋势性下行的基础。

美元方面，短期美国经济仍具韧性，美元尚不具备大幅回落的基础。

□ 风险提示

美国通胀超预期恶化；美联储流动性风险超预期恶化

1.重要图表

图1：美国商业银行整体信贷走势（百万美元）



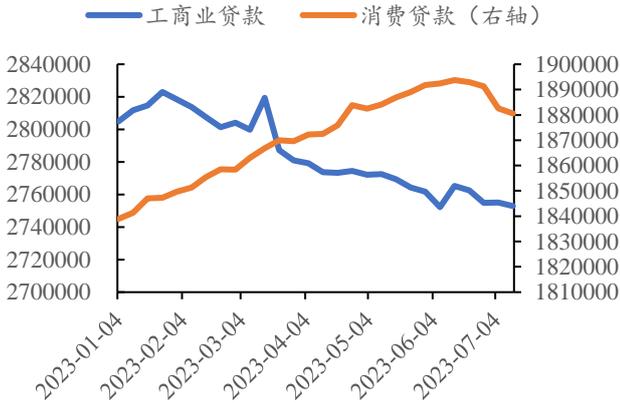
资料来源：美联储，浙商证券研究所

图2：美国地产贷款走势（百万美元）



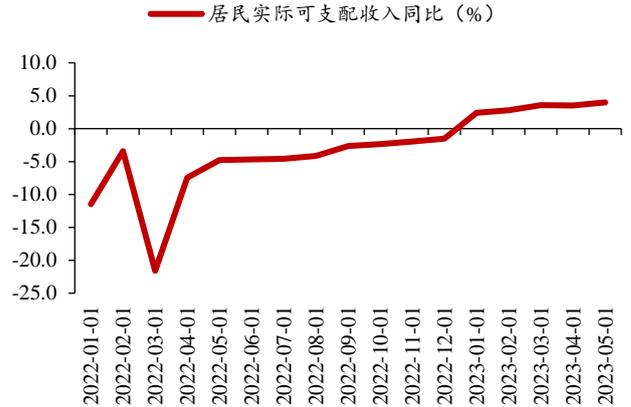
资料来源：美联储，浙商证券研究所

图3：美国工商业贷款和消费贷款走势（百万美元）



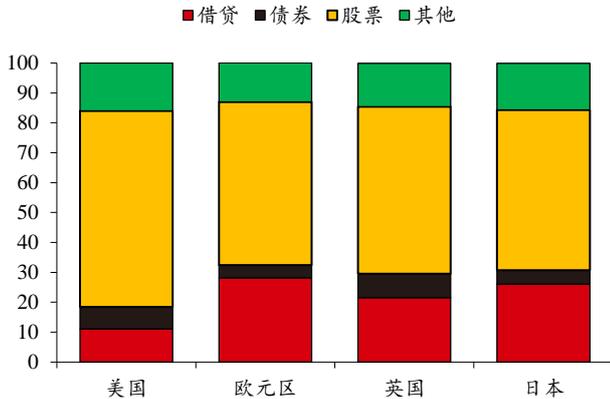
资料来源：美联储，浙商证券研究所

图4：美国居民个人实际可支配收入同比增速（%）



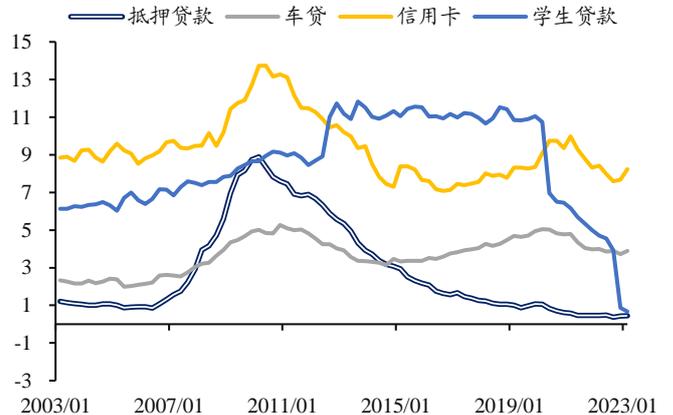
资料来源：美联储，浙商证券研究所

图5：各经济体融资类型的比重（%）



资料来源：SIFMA，浙商证券研究所

图6：政府支持下，学生贷款违约率显著下行（%）



资料来源：纽约联储，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。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>