

## 美联储加息符合预期，经济保持韧性

### ——美联储 7 月议息会议点评

2023 年 07 月 31 日

- **事件：**7 月 27 日，美联储召开 FOMC 议息会议，将联邦基金利率目标区间上调 25bp，升至 0.25%-0.5%。缩表规模延续。
- **7 月重启加息 25bp，加息政策进入尾声。**本次议息会议表述变动较少，加息符合市场预期，缩表规模保持不变，预期在加息结束后缩表进程仍将持续一段时间。市场预期偏鸽，鲍威尔此次表态对降通胀表态偏鹰。
- **政策重心仍在控通胀，2023 年年内大概率不会降息。**美联储依然致力于将通胀控制在 2% 的目标，从鲍威尔表态来看，降通胀和长期通胀预期依然是重中之重。目前加息路径依然具有相机抉择性，政策并未对 9 月是否加息做出判断，将根据未来公布的数据进行动态调整。2023 年年内降息的可能性较小。
- **通胀延续回落趋势，原油同比下行形成一定拉动。**美国 6 月 CPI 同比降至 3%，原油价格持续回落，居民时薪上行速度放缓，二手房同比持续回落。OPEC+ 达成减产协议，原油价格在下半年或中枢上行，给未来通胀走势带来不确定性。通胀 6 月回落提速，整体而言有利于缓和紧缩的货币政策。
- **就业市场近期出现降温，但表现仍具韧性，银行体系风险整体可控。**6 月服务业新增就业人数明显回落，商品生产部门新增就业人数增加。当前失业率保持在较低水平，劳动参与率表现不弱，二季度 GDP 增速高于市场预期，经济、就业的韧性给未来美联储将利率维持在较高位置提供了支撑。高利率背景下，当前美国地区的中小银行依然存在风险，但大银行运行保持稳健，出现系统性金融风险可能性较小。
- **欧央行如期加息 25bp，日本央行利率不变，YCC 政策调整。**欧央行重申通胀仍处高位，对 9 月及之后加息持开放态度。不同于欧洲地区面临地缘政治、能源工业的压力，美国控通胀、避免经济硬着陆的双重约束，亚洲地区更多承担出口放缓的压力，因此日本央行保持政策宽松以呵护经济，本次会议也增加了对通胀可能上行的关注。
- **我国货币政策基调未变，随海外加息带来利差倒挂的压力减小，给我国政策置换出更多空间。**当前我国长端国债和美债的利差倒挂压力依然较大，随着美国逐步退出紧缩政策，利率将由高位回落，资金流出的压力有望减轻。给我国利率进入螺旋式回落置换出更多空间。美元指数预期高位逐步回落，人民币汇率的压力也将逐步减轻，但仍需时间来消化。
- **风险因素：**海外央行政策变动超预期，地缘政治风险加剧，通胀延续高位。

**分析师：** 于天旭

执业证书编号： S0270522110001

电话： 17717422697

邮箱： yutx@wlzq.com.cn

#### 相关研究

净融资回暖，信用利差集体收窄  
 信贷投放转好，关注后续政策出台  
 多视角看银行二级资本债

## 正文目录

事件.....	3
1 重启加息 25bp，加息步入尾声 .....	3
2 通胀持续回落，原油价格走势未来带来不确定性.....	4
3 就业市场出现降温，表现仍具韧性.....	5
4 欧央行如期加息 25bp，日本央行利率保持不变 .....	6
5 中美利差保持倒挂，汇率压力仍需时间消化.....	6
6 风险提示.....	7
图表 1: 美国联邦基金目标利率上调 75bp (%) .....	3
图表 2: 美联储缩表结束晚于加息结束(万亿美元, %).....	3
图表 3: 美联储 7 月议息表述变动有限 (%) .....	4
图表 4: 美国通胀持续回落 (%) .....	4
图表 5: 二手房价格同环比走势分化 (%) .....	4
图表 6: 非农时薪上行速度趋缓 (%) .....	5
图表 7: 隐含通胀率下降速度偏慢 (%) .....	5
图表 8: 服务业就业出现回落 (千人) .....	5
图表 9: 失业率保持低位，劳动参与率维持高位 (%).....	5
图表 10: 中美 10 年期利差倒挂幅度依然较深 (%) .....	6
图表 11: 美元指数高位缓步回落 (%) .....	6

## 事件

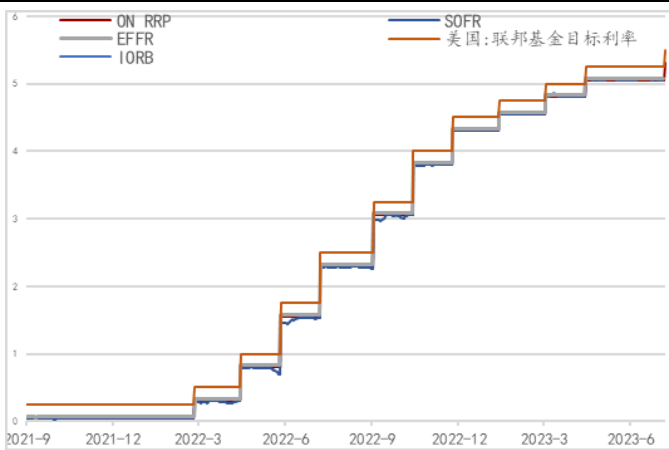
7月27日凌晨，美联储召开FOMC议息会议，将联邦基金利率目标区间上调25bp，升至5.25%-5.50%。7月将维持之前的缩表计划规模，减持美国国债月度规模上限600亿美元，机构债务和MBS月度规模上限350亿美元。

### 1 重启加息 25bp，加息步入尾声

7月重启加息25bp，加息政策进入尾声，缩表规模保持不变。美联储将联邦基金利率目标区间上调25bp，升至5.25%-5.50%，继6月暂停加息后再度重启25bp幅度的加息。7月缩表规模保持不变，延续2022年9月以来的减持规模。7月减持债务规模上限为950亿美元/月，其中，美国国债上限为600亿美元/月，机构债务和MBS上限为350亿美元/月。预期在加息结束后缩表进程仍将持续一段时间。

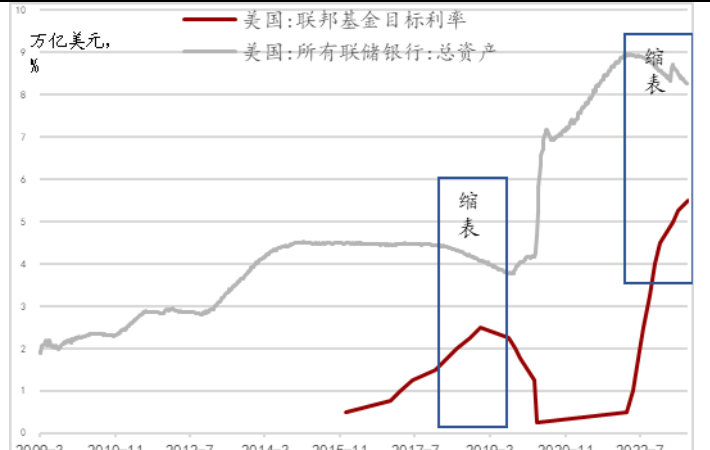
加息幅度提前被市场消化，美国权益市场收跌。议息会议公布后，虽然加息25bp符合预期，且提前被市场纳入预期，10年期美债收益率收涨，美国三大股指整体收跌，美元指数低位反弹。市场预期偏鸽，鲍威尔此次表态对降通胀表态偏鹰。

图表1: 美国联邦基金目标利率上调75bp (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表2: 美联储缩表结束晚于加息结束(万亿美元, %)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

政策重心仍在控通胀，2023年年内大概率不会降息。本次加息会议表述变动较少，美联储依然致力于将通胀控制在2%的目标，从鲍威尔表态来看，降低通胀和长期通胀预期依然是重中之重。当前美国就业保持强劲，但是未来权重或边际下降，政策将更加注重权衡经济前景、就业、通胀和金融稳定问题。目前加息路径依然具有相机抉择性，政策并未对9月是否加息做出判断，将根据未来公布的数据进行动态调整。如果就业、经济数据表现强劲，9月仍有持续加息的可能。2023年年内降息的可能性较小，本次会议也未提及2024年的降息路径，预期仍将根据经济数据表现做出调整。

图表3: 美联储7月议息表述变动有限(%)

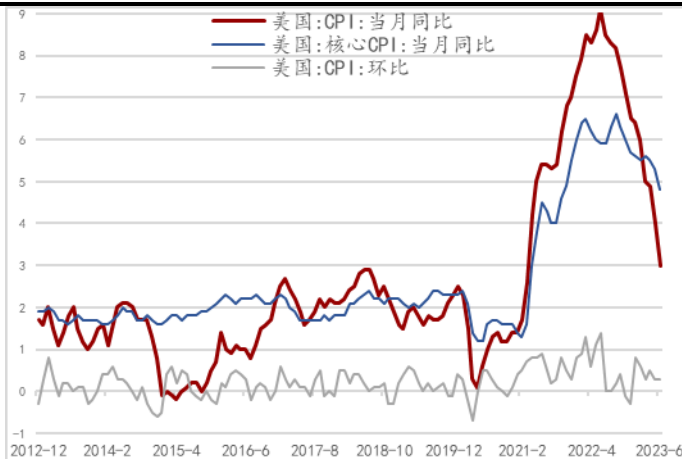
	2023年5月FOMC声明	2023年6月FOMC声明	2023年7月FOMC声明
利率	上调联邦基金利率25个bp至5.0%-5.25%。隔夜回购利率上调至5.25%，限额为5000亿美元；隔夜逆回购利率(ON RRP)上调至5.05%，限额1600亿美元。	维持联邦目标基金利率在5.0%-5.25%。隔夜回购利率持平于5.25%，限额为5000亿美元；隔夜逆回购利率(ON RRP)持平于5.05%，限额1600亿美元。	上调联邦基金利率25个bp至5.25%-5.5%。隔夜回购利率上调至5.5%，限额为5000亿美元；隔夜逆回购利率(ON RRP)上调至5.3%，限额1600亿美元。
QE	继续减少其持有的国债和机构债务及MBS，延续上限为950亿美元/月(国债600亿，机构债务、MBS350亿)。	继续减少其持有的国债和机构债务及MBS，延续上限为950亿美元/月(国债600亿，机构债务、MBS350亿)。	继续减少其持有的国债和机构债务及MBS，延续上限为950亿美元/月(国债600亿，机构债务、MBS350亿)。
经济与就业	一季度的经济活动以温和的速度增长。就业增长强劲，失业率保持在低水平。	经济活动继续以温和的速度增长。就业增长强劲，失业率保持在低水平。	经济活动一直在以温和的速度扩张。就业增长强劲，失业率保持在低水平。
通胀	通货膨胀率仍然很高。致力于将通胀恢复至2%的目标水平。	通货膨胀率仍然很高。致力于将通胀恢复至2%的目标水平。	通货膨胀率仍高。致力于将通胀恢复至2%的目标水平。
金融市场	根据经济、金融情况，考量合适的政策进一步收紧幅度。	根据经济、金融情况，考量合适的政策进一步收紧幅度。	根据经济、金融情况，考量合适的政策进一步收紧幅度。
经济前景	美国银行体系稳健且富有弹性。家庭和企业的信贷条件收紧，可能会对经济活动、招聘和通货膨胀产生影响。	美国银行体系稳健且富有弹性。家庭和企业的信贷条件收紧，可能会对经济活动、招聘和通货膨胀产生影响。	美国银行体系稳健且富有弹性。家庭和企业的信贷条件收紧，可能会对经济活动、招聘和通货膨胀产生影响。
政策目标	寻求在较长时期内实现最大就业和2%的通胀率。委员会将考量紧缩货币政策的累积效应给经济、金融带来的滞后影响。	寻求在较长时期内实现最大就业和2%的通胀率。委员会将考量紧缩货币政策的累积效应给经济、金融带来的滞后影响。	寻求在较长时期内实现最大就业和2%的通胀率。委员会将考量紧缩货币政策的累积效应给经济、金融带来的滞后影响。

资料来源: 美联储官网, 万联证券研究所

## 2 通胀持续回落, 原油价格走势未来带来不确定性

通胀延续回落趋势, 原油同比下行形成一定拉动。原油价格持续下行给通胀回落带来一定拉动, 7月虽然价格有所上行, 但同比仍保持负增, 美国CPI在6月同比降至3%, 核心CPI同比为4.8%, 美联储加息节奏上依然关注通胀, 美国通胀在年内有望降至2%附近, 但原油价格在下半年或中枢上行, OPEC+达成减产协议, 供应端缩量或推动价格高上行, 给未来通胀走势带来不确定性。

图表4: 美国通胀持续回落(%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

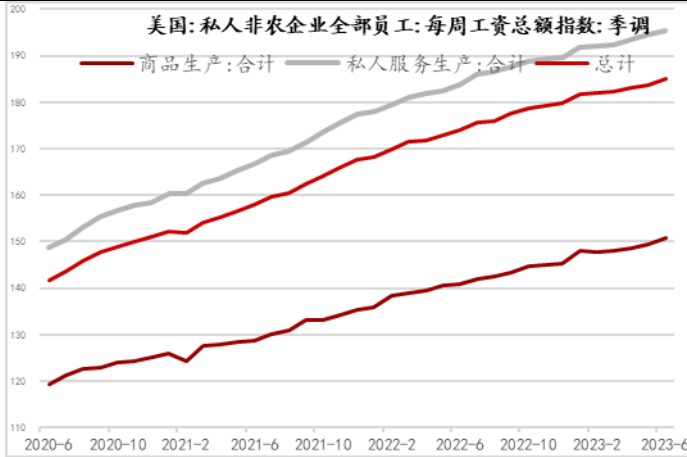
图表5: 二手房价格同环比走势分化(%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

居民时薪上行速度放缓，二手房同比持续回落。非农时薪依然保持上行，但上行速度放缓。二手车价格同比增速近期有所上行。房地产价格同比延续回落，环比低位震荡。通胀6月回落提速，有利于缓和紧缩的货币政策。

图表6: 非农时薪上行速度趋缓 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表7: 隐含通胀率下降速度偏慢 (%)

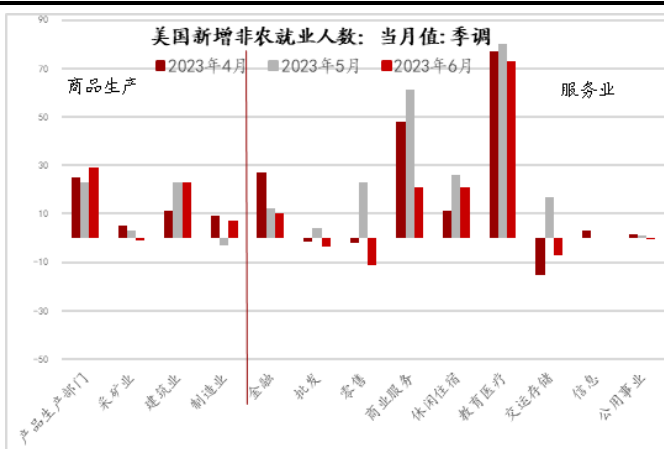


资料来源: Wind, 万联证券研究所

### 3 就业市场出现降温，表现仍具韧性

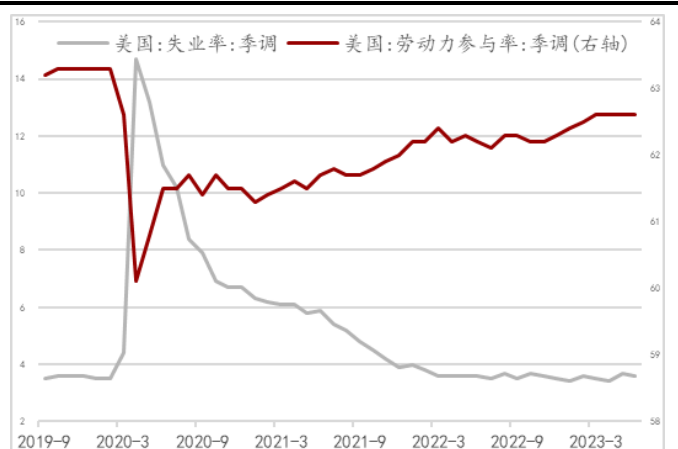
就业市场近期出现降温，但表现仍具韧性。6月美国非农就业中，服务业新增就业人数明显回落，商品生产部门新增就业人数增加。当前失业率保持在较低水平，6月失业率由3.7%降为3.6%，劳动参与率保持在较高位置，持平月上月的62.6%。美国二季度实际GDP年化季环比初值为2.4%，前值2%，高于市场预期，经济、就业的韧性给未来美联储将利率维持在较高位置提供了支撑。

图表8: 服务业就业出现回落 (千人)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表9: 失业率保持低位，劳动参与率维持高位 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

银行体系风险整体可控，大型银行表现保持稳健。美国西太平洋合众银行(PacWest)近期暴跌，高利率背景下，当前美国地区的中小银行依然存在风险，但大银行运行保

持稳健，且通过为更多中小银行提供担保支持，出现系统性金融风险可能性较小。

#### 4 欧央行如期加息 25bp，日本央行利率保持不变

**欧央行如期加息25bp，重申通胀仍处高位，对9月及之后加息持开放态度。**本周为“超级央行周”，继美联储公布利率决议后，欧央行宣布将主要再融资利率、边际借贷利率和存款机制利率分别上调25bp至4%、4.25%、3.5%。当前欧洲央行通胀仍处于高位，融资条件收紧抑制了实体需求，未来利率在一定时间内或保持高位。本次会议的关注点仍在通胀，并未给出9月加息的具体路径。

**日本央行基准利率保持不变，调整收益率曲线（YCC）控制政策。**日本央行将基准利率维持在历史低点-0.1%，调整收益率曲线控制（YCC）政策，长期利率一定程度上可以高于0.5%的上限。本次会议增加了对通胀可能上行的关注，上调了2023年的通胀预期。日本央行政策仍将保持宽松，YCC政策调整将相机抉择。不同于欧洲地区面临地缘政治、能源供应的压力，美国控通胀和避免经济硬着陆的双重约束，亚洲地区更多承担出口放缓的压力，因此日本央行保持政策宽松以呵护经济。

#### 5 中美利差保持倒挂，汇率压力仍需时间消化

**随美联储加息步入尾声，美元指数预期高位逐步回落。**通胀和就业市场逐步降温，未来加息路径或逐步缓和，未来9月加息或较大程度上依赖经济、通胀的数据表现。随着加息步入尾声，美元指数或由高位逐步回落，但年内尚未开启降息。从当前欧央行、日央行会议表态来看，欧央行紧缩政策幅度和节奏将较前期放缓，日本央行的宽松幅度也将边际减弱，一篮子货币影响下，美元支撑仍存，未来仍有阶段性震荡的可能。中期来看，随着美元下行的趋势到来，人民币汇率的压力也将逐步减轻。

**我国货币政策基调未变，随海外加息带来利差倒挂的压力减小，给我国政策置换出更多空间。**当前我国长端国债和美债的利差倒挂压力依然较大，随着美国逐步退出紧缩政策，利率将由高位回落，资金流出的压力有望减轻。给我国利率中枢进入螺旋式回落置换出更多空间。

图表10: 中美10年期利差倒挂幅度依然较深 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表11: 美元指数高位缓步回落 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

## 6 风险提示

国际油价超预期大幅上行，地缘政治风险加剧，通胀回落不及预期。

## 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

## 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

## 风险提示

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。

## 证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，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了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 免责声明

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的观点或陈述不会发生任何变更。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。分析师任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

## 万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街 28 号中海国际中心

深圳福田区深南大道 2007 号金地中心

广州天河区珠江东路 11 号高德置地广场