

为什么市场再次对鹰派加息做出了鸽派解读？

——7月美联储会议点评

报告摘要

证券分析师：尤春野

电话：021-58502206

E-MAIL: youcy@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190522030002

美联储如期加息 75bp，市场解读偏鸽。美联储 7 月会议宣布加息 75bp，这是继 6 月加息 75bp 之后的又一次大幅加息。由于市场对本次加息 75bp 已有充分预期，甚至小部分投资者本来预期会加息 100bp，所以这一结果并未对市场造成负面影响。鲍威尔新闻发布会过程中，美元指数、2 年期美债收益率大幅下跌，黄金涨超 1%，美股暴力反弹，纳指涨超 4%。毫无疑问市场给这次会议做出了鸽派的解读。

鸽派解读源自何处？第一，美联储放弃了前瞻性指引。鲍威尔指出“以会议为基础，不能像以前那样提供明确的指引，不会对 9 月会议提供具体指引”。这意味着未来美联储行动将完全由通胀数据决定。虽然这一表态本身不带有鹰鸽倾向，但市场普遍认为随着能源价格的下跌，近期通胀压力将会出现缓解，那么完全取决于数据的美联储行为将会是偏鸽的。第二，鲍威尔指出了放缓加息的可能性。“依据数据，下次会议大幅加息可能是合适的；随着利率的提高，放缓加息步伐也可能是合适的。”市场已经对美联储的鹰派走向做了十分充分的定价，“放缓加息步伐”的表述是偏鸽的。第三，鲍威尔承认经济软着陆的道路越来越窄。“我们看到一条通胀回落和可持续就业市场的道路，这条路已经变窄、可能会变得更加狭窄。”虽然鲍威尔也强调了“劳动力市场发出强有力的信号，让人们质疑美国的 GDP 数据”等唱多美国经济的言论，但稳定市场信心本就是美联储的重要任务，相比之下承认软着陆的路径变窄则是对经济信心不足的表现。经济“硬着陆”必然伴随着降息来应对，所以承认“软着陆”的可能性在下降，也就意味着加息的持续性存疑。

不宜过急对美联储转向进行定价。盘面上看市场对于美联储表态的解读无疑是偏鸽的，不过我们认为这主要是对此前资产定价过度押注鹰派的“靴子落地”式的修正，尚不能认为美联储已经出现实质性转向。虽然鲍威尔没有出现更鹰的表态，但其实也没有实际意义上的鸽派表态，美联储对通胀的打压态度没有丝毫松动。市场今日对于宽松的交易本质上是对美国通胀下行的押注。鉴于当前美国通胀的高度不确定性，我们认为等到美国 8 月通胀数据公布后再行判断更为稳妥。当前海外资产定价的核心矛盾是美国经济的“弱预期与强现实”。在这一矛盾之下资产价格的博弈将是非常剧烈的，波动率也会大大增加。基于

对经济压力和通胀回落的判断，我们认为三季度可能是美联储鹰派态度的顶点，不过这一顶点是不是现在就已经出现？这还有待于通胀数据的验证，不宜过早定论。通常来讲，市场更重“预期”，而美联储更重“现实”。

对中国货币政策不会有明显扰动。中国央行已经明确提出“两个关注”，即关注国内通胀走势和美联储政策走向。同样，相对于“预期”而言，中国央行更重“现实”，所以在美联储货币政策发生实质性的转向之前，其对国内货币政策的压力不会明显缓解。当前中国央行一方面要支持实体经济融资、降低融资成本，另一方面又要密切关注不断走高的CPI和持续加息的美联储，所以最好的选择为维持相对宽松的政策取向，既不转向也不放水。

风险提示：美国通胀持续超预期。

目录

1. 美联储如期加息 75BP，市场解读偏鸽	5
2. 鸽派解读源自何处?	5
3. 不宜过急对美联储转向进行定价	6
4. 对中国货币政策不会有明显扰动	6

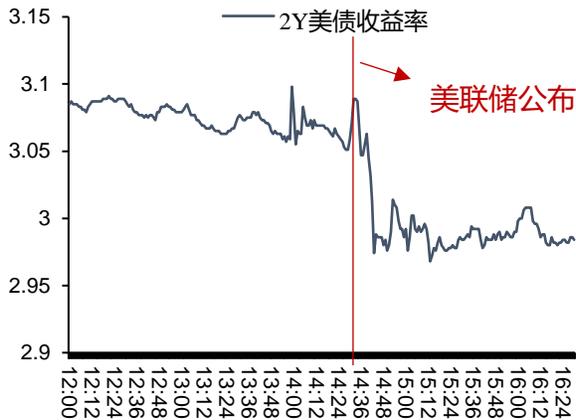
图表目录

图表 1: 2Y 美债收益率下行.....	5
图表 2: 纳指大幅反弹.....	5

1. 美联储如期加息 75bp，市场解读偏鸽

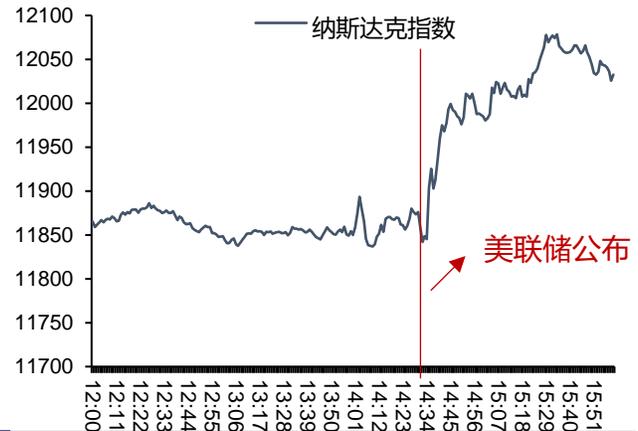
美联储 7 月会议宣布加息 75bp，这是继 6 月加息 75bp 之后的又一次大幅加息。由于市场对本次加息 75bp 已有充分预期，甚至小部分投资者本来预期会加息 100bp，所以这一结果并未对市场造成负面影响。鲍威尔新闻发布会过程中，美元指数、2 年期美债收益率大幅下跌，黄金涨超 1%，美股暴力反弹，纳指涨超 4%。毫无疑问市场给这次会议做出了鸽派的解读。

图表 1：2Y 美债收益率下行



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

图表 2：纳指大幅反弹



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

2. 鸽派解读源自何处？

市场为何将本次会议公告及鲍威尔新闻发布会所讲内容解读为鸽派？我们认为主要有以下几点：

第一，美联储放弃了前瞻性指引。鲍威尔指出“以会议为基础，不能像以前那样提供明确的指引，不会对 9 月会议提供具体指引”。因为当前经济和通胀的走势都存在较大的不确定性，所以美联储给出明确的前瞻性指引往往会限制其相机决策的能力，所以美联储决定放弃明确的前瞻性指引。这意味着未来美联储行动将完全由通胀数据决定。虽然这一表态本身不带有鹰鸽倾向，但市场普遍认为随着能源价格的下跌，近期通胀压力将会出现缓解，那么完全取决于数据的美联储行为将会是偏鸽的。

第二，鲍威尔指出了放缓加息的可能性。“依据数据，下次会议大幅加息可能是合适的；随着利率的提高，放缓加息步伐也可能是合适的。”这一表态本身也偏中性。不过在当前通胀不断超预期的背景下，对于市场而言，美联储“不够鹰即是鸽”。市场已经对美联储的鹰派走向做了十分充分的定价，“放缓加息步伐”的表述是偏鸽的。

第三，鲍威尔承认经济软着陆的道路越来越窄。“我们看到一条通胀回落和可持续就业市场的道路，这条路已经变窄、可能会变得更加狭窄。”所谓“软着陆”即是在经济平稳降温的情况下实现通胀的回落，而相对应的“硬着陆”则是以经济大幅萎缩、失业率明显上升为代价的通胀回落。虽然鲍威尔也强调了“劳动力市场发出强有力的信号，让人们质疑美国的 GDP 数据”等唱多美国经济的言论，但稳定市场信心本就是美联储的重要任务，相比之下承认软着陆的路径变窄则是对经济信心不足的表现。经济“硬着陆”必然伴随着降息来应对，所以承认“软着陆”的可能性在下降，也就意味着加息的持续性存疑。

3. 不宜过急对美联储转向进行定价

盘面上看市场对于美联储表态的解读无疑是偏鸽的，不过我们认为这主要是对此前资产定价过度押注鹰派的“靴子落地”式的修正，尚不能认为美联储已经出现实质性转向。虽然鲍威尔没有出现更鹰的表态，但其实也没有实际意义上的鸽派表态，美联储对通胀的打压态度没有丝毫松动。市场今日对于宽松的交易本质上是对美国通胀下行的押注。鉴于当前美国通胀的高度不确定性，我们认为等到美国8月通胀数据公布后再行判断更为稳妥。

当前海外资产定价的核心矛盾是美国经济的“弱预期与强现实”。一方面市场对长期经济前景较为悲观，反映为美国长端债券收益率大幅下行。美国PMI数据和消费者信心的持续回落能印证这一预期。另一方面美国当前大多数经济数据表现仍较为强劲，比如最重要的就业数据始终非常亮眼。所以市场对于美国经济到底能否平稳着陆始终存在很大分歧。在这一矛盾之下资产价格的博弈将是非常剧烈的，波动率也会大大增加。我们倾向于认为美国经济进入衰退的概率较大，因为PMI和消费者信心指数等数据有领先性，而就业等数据往往具有滞后性。比如2019年PMI数据已经发出了经济下行信号，而就业市场依然全年保持强劲，但事实上美国经济衰退的概率已经较大，并且倒逼美联储在下半年转入降息周期，反映出就业市场的信号过于落后。基于对经济压力和通胀回落的判断，我们认为三季度可能是美联储鹰派态度的顶点，不过这一顶点是不是现在就已经出现？这还有待于通胀数据的验证，不宜过早定论。通常来讲，市场更重“预期”，而美联储更重“现实”。

4. 对中国货币政策不会有明显扰动

对于中国货币政策而言，本次美联储会议不会产生明显扰动。中国央行已经明确提出“两个关注”，即关注国内通胀走势和美联储政策走向。同样，相对于“预期”而言，中国央行更重“现实”，所以在美联储货币政策发生实质性的转向之前，其对国内货币政策的压力不会明显缓解。本次美联储会议如期加息，其行动在中国央行原本的框架之内，没有意外因素。当前中国央行一方面要支持实体经济融资、降低融资成本，另一方面又要密切关注不断走高的CPI和持续加息的美联储，所以最好的选择为维持相对宽松的政策取向，既不转向也不放水。

风险提示：美国通胀持续超预期。

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	刘莹	15152283256	liuyinga@tpyzq.com
华北销售	董英杰	15232179795	dongyj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售副总监	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售总助	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，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。任何人使用本报告，视为同意以上声明。