

北京时间 7 月 27 日，美联储 7 月会议宣布加息 25BP，资本市场波澜不惊。我们认为，这一次波澜不惊的加息，可能已经是本轮加息周期的终点。

➤ 7 月会议如预期加息 25BP，9 月是否加息仍悬而未决。

6 月加息暂缓后，美联储选择 7 月继续加息 25BP，会议声明几无变化。

在 6 月的 FOMC 会议中，美联储决定暂缓加息以观察经济的变化。不过，由于 6 月公布的点阵图暗示美联储下半年仍会加息 2 次，且会议前部分官员已经传达过“继续加息”的观点，7 月加息 25BP 完全在市场预期之中。

7 月会议声明和 6 月相比，仅将“本次会议保持利率水平不变允许委员会评估更多信息和货币政策的影响”改为了“委员会将继续评估更多信息和货币政策的影响”。这一改动主要反映的是加息和不加息的差异，并没有任何前瞻信息。

发布会大家普遍关注加息是否已经结束，鲍威尔坚守“数据依赖”观点。

由于 6 月美国 CPI 同比增速大幅回落至 3%，核心 CPI 同比增速也降至 4.8%。下降的通胀和美联储下半年加息两次的指引有所矛盾，因此在 7 月会议的发布会中，记者均围绕“是否继续加息”这一问题进行提问。

对于这一问题，鲍威尔的回答反复强调“数据依赖”原则，即美联储还没决定 9 月会议是否加息，加息与否的决定将取决于未来的经济数据，特别是 9 月会议前公布的 7 月、8 月非农和通胀数据。

总的来说，鲍威尔并没有把 9 月份不加息的选项排除。不过，假如我们认为间隔一次会议进行加息成为美联储政策的“新常态”，再结合 6 月点阵图关于下半年加息两次的预测，那么争论是否加息的焦点其实在 11 月会议。当然，**由于近期美国通胀下行的势头比较良好，叠加鲍威尔“数据依赖”的观点，我们解读本次会议美联储政策态度为“中性偏鸽”。**

➤ 为什么我们认为 7 月会议或将是本轮加息周期的终点？

基于“数据依赖”的判断标准，我们预计 7 月会议的加息可能将成为美联储在本轮加息周期的“最后一舞”，也就是说，最后一次加息。

首先，近期通胀和就业都出现走弱的信号。

通胀方面，前瞻指标显示，二手车、能源和房租通胀这几个对美国通胀波动贡献较大的分项的同比增速在未来或仍将相对疲软。同时，美联储高度关注的“超级核心通胀”指标——除房租以外的核心服务通胀也出现了明显的下滑。

就业方面，我们在报告《美国就业转弱的信号》中提到，当前美国非全日制工作人数的占比的上升，以及工人工作时长下降可能预兆着失业率即将迎来上行的拐点。且 6 月非农就业数据亦显示，美国服务业就业出现了明显的降温。

第二，随着商业银行负债成本的上升，深度倒挂的收益率曲线可能意味着信用紧缩的到来。

2022 年美联储快速加息后，美国居民开始将存款转移至收益率更高的货币基金。为了缓解存款流失情况，美国商业银行开始提高付息存款比例，并提高存款利率。同时，中小银行仍在通过美联储的紧急贷款工具 BTFP 筹措流动性。这些行为都会导致美国商业银行，特别是中小银行负债成本的上升。

在最近的财报季中，我们发现不少地区性银行第二季度的净息差相较于一季度都出现了收窄。随着美国商业银行负债成本逐渐向政策利率靠拢，目前深度倒挂的收益率曲线可能预示着未来净息差的进一步压缩，从而压制银行的信用投放。这意味着，美国货币紧缩的“滞后效应”或将到来。

最后，我们认为近期美国地产数据的反弹或源自库存的分化，持续性不强。

从 2023 年一季度开始，美国地产数据出现了明显的反弹。但地产数据呈现出结构性特征，新房销售反弹显著，二手房销售则较为疲软。我们认为，美国一二手房销售的分化源自其库存的分化，即二手房库存太低将部分二手房销售需求挤向了新房市场。

消费者调查显示，美国居民购房的热情并不高，高频的房贷申请指标也仍然疲软。这意味着，美国房地产市场的整体需求并没有获得提振，本轮地产数据反弹的持续性不会太强。

➤ 风险提示：美联储加息节奏超预期；美国地缘政治风险；美国通胀失控风险。



分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

分析师 谭浩弘

执业证书：S0100522100002

电话：18221912539

邮箱：tanhaohong@mszq.com

相关研究

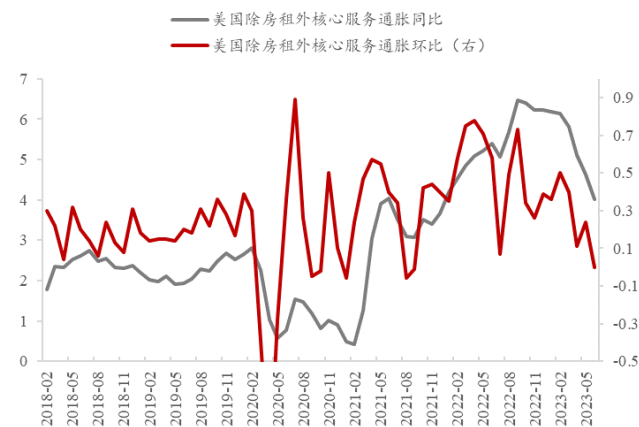
- 1.7 月政治局会议点评：这是一次改善预期的政治局会议-2023/07/24
- 2.宏观点评：城中村改造政策，影响几何？-2023/07/23
- 3.全球大类资产跟踪周报：等待指引-2023/07/23
- 4.宏观专题研究：未来十年，中国地产销售中枢-2023/07/21
- 5.2023 年 6 月财政数据点评：财政定力的解释-2023/07/20

图1：二手车通胀或继续下行（单位：%）



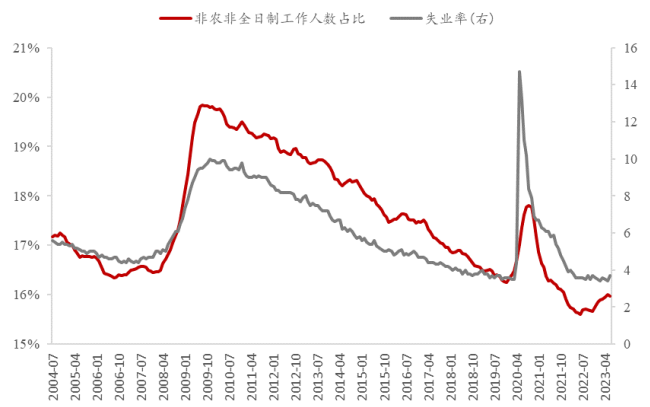
资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

图2：美国超级核心通胀下行明显（单位：%）



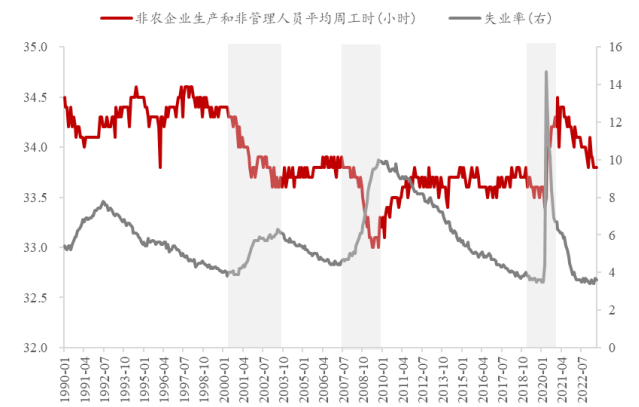
资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

图3：前瞻指标显示美国失业率或将上升（单位：%）



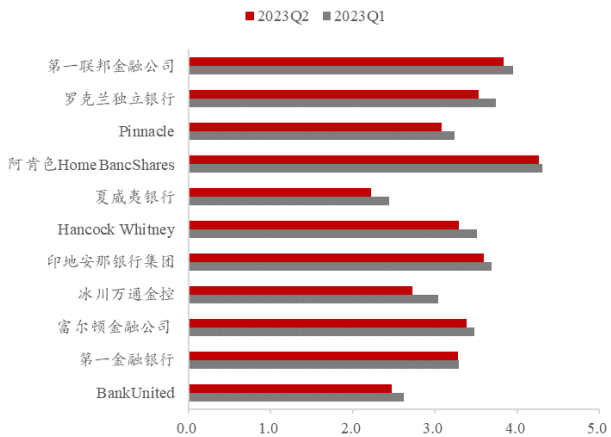
资料来源：Wind，民生证券研究院

图4：工作时长下跌是失业率走高的信号（单位：%）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图5：美国地区银行净息差收窄（单位：%）



资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

图6：美国收益率曲线深度倒挂（单位：%）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图7：美国一二手房库存严重分化（单位：月）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图8：美国消费者购房热情很低（单位：%）



资料来源：密歇根大学消费者调查，民生证券研究院

分析师承诺

本报告署名分析师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注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026