

2023年07月27日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

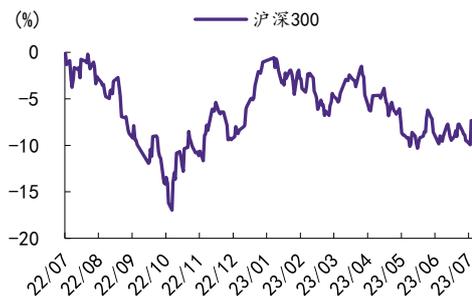
7月FOMC：模棱两可，利率达峰？

—宏观点评报告

事件

分析师：杨芹芹 S1050523040001
yangqq@cfsc.com.cn

最近一年大盘表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《6月FOMC的三个信号：不降息，或加息，强经济》2023-06-15
- 2、《继续降价去库存》2023-05-31
- 3、《无惧人民币脉冲性贬值》2023-05-23

北京时间2023年7月27日凌晨，美联储召开7月议息会议发布会，如市场预期继续加息25BP。但对于后续的货币政策路径维持一会一议，并未给出明显的指引。

投资要点

■ 模棱两可的鲍威尔

7月议息会议备受关注，主要是市场预期是最后一次加息，并希望联储给出本轮货币紧缩终点的线索。但本次会议鲍威尔并没有明确的释放出加息结束的信号，表述模棱两可。25BP加息市场已有预期，资产表现较为平淡：美股波动，美元和美债收益率震荡下行，黄金小幅上行。

■ 关注三个重要信号

- 一，鲍威尔并未放弃“加息放缓论”；
- 二，美联储官员不再预测今年美国会出现衰退；
- 三，美联储官员出现了较大分歧，将在后续公布的会议纪要中有所显现。

本次会议增量内容有限：9月加息仍需经济和通胀数据验证，相对确定的是年内不会降息。

■ 后续加息概率较小，延续弱着陆降息交易

9月加息落地空间较小（粘性通胀和住宅项持续回落，PMI持续走弱），7月大概率是最后一次加息。市场再度进入软着陆和降息交易，资本表现：股债>黄金>美元。

■ 风险提示

美国经济数据超预期，地缘政治风险再起。

正文目录

事件:	3
评论:	3
1、模棱两可的鲍威尔	3
2、关注三个重要信号	3
3、后续加息概率较小, 弱着陆降息交易持续	3
4、风险提示.....	6

图表目录

图表 1: 从经济数据看加息周期	5
图表 2: 加息期间和高利率期间美国资本市场表现.....	6

事件：

北京时间 2023 年 7 月 27 日凌晨，美联储召开 7 月议息会议发布会，如市场预期继续加息 25BP。但对于后续的货币政策路径维持一会一议，并未给出明显的指引。

评论：

1、模棱两可的鲍威尔

7 月议息会议之所以受到市场的关注，主要是因为其可能是本轮货币紧缩的终点。在 6 月 CPI 数据超预期下行的推动下，市场对于软着陆和降息的预期逐步走高，使得美元美债出现回落，黄金美股出现上行。市场期待鲍威尔给出清晰的信号，但事与愿违，本次会议鲍威尔并没有明确的释放出加息结束的信号，市场的预期落空使得美股三大指数波动加剧，美元和美债收益率震荡下行，黄金小幅上行。

2、关注三个重要信号

这一次 FOMC 议息会议主要有三个重点：

一，鲍威尔并未放弃“加息放缓论”，后续仍会一会一议进行货币政策决议；

二，美联储官员不再预测今年美国会出现衰退；

三，鲍威尔提及说本次会议中美联储官员出现了比较大的分歧，将在后续公布的会议纪要中有所显现。

前两点分别代表了加息可能未停，2023 年仍不会降息的预期；对于分歧点来说，从近期联储官员发言来看，不同的联储行长对于 7 月继续加息 25BP 并没有分歧。结合联储官员不再预测今年衰退来看，联储票委的分歧点预计应该在后续是否应该进一步加息上，进一步强化了加息可能未停的观点，因此美股大多数走出了倒 V 型。

3、后续加息概率较小，弱着陆降息交易持续

总体来看，后续再度加息落地空间较小，7 月大概率是最后一次加息，市场还是会再度进入软着陆和降息交易。

从经济的角度来看，加息周期往往伴随着通胀数据和非农就业的上行，主要是因为加息周期往往经济韧性较强，且加息对于经济的限制有一定的滞后性。PMI 则是更为领先，往往在加息结束前就开始出现了回落的迹象。当前美国经济虽然整体韧性较强，但是仍有其脆弱性的地方，PMI 指数往往是在加息完成前就会出现回落，但往往在加息完成后才会出现

下行至不景气区间的情况，当前美国 ISM PMI 已经连续 7 个月低于荣枯线之下，显示出经济结构性走弱，进一步降低继续加息的必要性。

从通胀的角度来看，当前则是出现了加息期间通胀的快速回落，本身降低了进一步加息的必要性，虽然当前联储更为关注的核心通胀虽然仍处在高位，但是 6 月的通胀数据中已经出现了粘性通胀和住宅项的下行，后续核心通胀的支撑不强，预计在 7 月和 8 月延续下行，使得 9 月进一步加息的概率降低。

从就业的角度来看，就业市场持续降温且结构出现切换，制造业回暖而服务业走弱，耐用品回升而非耐用品较为弱势。6 月非农新增 20.9 万人，远低于前值 30.6 万人和预期的 22.5 万人，但薪资增速有所回弹，且失业率下行至 3.6%。从结构上看，服务业依然是就业的主力，新增 12 万人，但是中枢明显下行，已降至 2021 年以来的最低值。休闲酒店就业人数持续下行，表明服务消费有所降温。物流和批发零售相关就业也在下行，当月减少了 2.17 万人，验证美国货运行业的整体不景气，否认了大型卡车销售数据所代表的强经济预期。非农进一步验证了美国就业紧张局势已有缓解，虽在中枢之上，但压力有所缓和。

图表 1：从经济数据看加息周期

			CPI (%)	核心CPI (%)	失业率 (%)	新增非农 (千人)	PMI
1994年 加息	开始加息	1994年2月	2.50	2.80	6.60	186.00	56.50
	加息期间平均		2.66	2.86	5.97	315.54	57.73
	加息终点	1995年2月	2.90	3.00	5.40	196.00	55.10
	高利率悬挂期间		2.98	3.03	5.58	146.50	50.33
	降息开始	1995年7月	2.80	3.00	5.70	94.00	50.70
1999年 加息	开始加息	1999年6月	2.00	2.10	4.30	281.00	55.80
	加息期间平均		2.74	2.13	4.09	274.75	55.80
	加息终点	2000年5月	3.20	2.40	4.00	217.00	53.20
	高利率悬挂期间		3.49	2.54	3.99	90.00	48.90
	降息开始	2001年1月	3.70	2.60	4.20	-11.00	42.30
2004年 加息	开始加息	2004年6月	3.30	1.90	5.60	99.00	60.50
	加息期间平均		3.40	2.14	5.09	185.24	55.44
	加息终点	2006年6月	4.30	2.60	4.60	81.00	52.00
	高利率悬挂期间		2.66	2.49	4.55	115.69	51.76
	降息开始	2007年9月	2.80	2.10	4.70	80.00	51.00
2015年 加息	开始加息	2015年12月	0.70	2.10	5.00	273.00	48.00
	加息期间平均		1.91	2.06	4.39	189.05	55.74
	加息终点	2018年12月	1.90	2.20	3.90	183.00	54.30
	高利率悬挂期间		1.75	2.17	3.73	169.60	52.51
	降息开始	2019年8月	1.70	2.40	3.70	232.00	49.10
2022年 加息	开始加息	2022年3月	8.50	6.50	3.60	414.00	57.10
	高利率悬挂期间		6.88	5.86	3.57	324.63	50.44
	加息终点	2023年7月	3.00	4.80	3.60	209.00	46.00

资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

在预计 9 月加息落地空间较小的情况下，市场仍会继续交易软着陆和降息的发生。参考历史经验，加息结束到降息开始之间的高利率悬挂时期往往会推动美国资本市场出现股债双牛的情况。美元会在高利率的情况下先维持高位，伴随着降息预期的形成开始承压，后续仍有一定的下行压力。黄金趋势性行情则是要等到 2024 年降息的兑现，经济韧性实现相对弱着陆预期下的黄金上行空间远低于衰退期间的涨幅（1994 和 1999 年）。总体来看，当前美国资产会呈现出股债>黄金>美元的排序。

图表 2：加息期间和高利率期间美国资本市场表现

		道指	标普	纳斯达克	10年美债 (BP)	2年美债 (BP)	美元	黄金
1994	加息期间平均	1.23%	2.19%	-0.45%	150	264	-8.93%	-1.27%
	高利率悬挂期间	18.49%	15.65%	24.88%	-119	-133	-6.14%	2.55%
1999	加息期间平均	-1.16%	7.25%	39.96%	54	119	8.10%	5.20%
	高利率悬挂期间	0.97%	-5.84%	-24.70%	-128	-205	-0.59%	-3.76%
2006	加息期间平均	6.11%	10.63%	6.82%	37	236	-3.80%	51.83%
	高利率悬挂期间	23.27%	19.47%	23.26%	-58	-111	-7.45%	20.13%
2015	加息期间平均	35.70%	24.99%	35.19%	59	169	-1.48%	17.19%
	高利率悬挂期间	9.46%	12.86%	16.09%	-121	-110	1.16%	19.95%
2022	加息期间平均	1.70%	2.68%	2.31%	162	273	4.72%	-0.84%

资料来源：wind，华鑫证券研究

4、风险提示

美国经济数据超预期，地缘政治风险再起。

■ 宏观策略组介绍

杨芹芹：经济学硕士，8年宏观策略研究经验。曾任如是金融研究院研究总监、民生证券研究员，兼任CCTV新闻和财经频道、中央国际广播电台等特约评论，多次受邀为财政部等政府机构和金融机构提供研究咨询，参与多项重大委托课题研究。2021年11月加盟华鑫证券研究所，研究内容涵盖海内外经济形势研判、政策解读与大类资产配置(宏观)、产业政策与行业配置(中观)、全球资金流动追踪与市场风格判断(微观)，全方位挖掘市场机会。

李刘魁：金融学硕士，2021年11月加盟华鑫研究所。

孙航：金融硕士，2022年5月入职华鑫研究所

■ 证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，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。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。