

美联储保留进一步加息空间

——美联储7月FOMC点评

2023年7月28日

宏观经济 | 事件点评

分析师

康明怡 电话：021-25102911 邮箱：kangmy@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480519090001

事件：

美联储加息 25bp，联邦基金利率升至 5.25%~5.5%。

主要观点：

- 1、发布会态度略微偏鹰，继续强调通胀压力，继续提及年内不会降息。
- 2、下半年非住宅服务业通胀压力可能不及美联储预期。
- 3、美国年内衰退概率不大，短期可承受小幅加息。
- 4、若后续 2 个月的通胀环比数据能够延续 6 月回落态势，则 9 月可能再次暂停，否则美联储可能仍会偏向加息。
- 5、市场观点不变，即美十债波动范围 3.6%~3.9%，上限 4%~4.25%；美股维持三季度没有明显风险点，长期泡沫再次出现，长期仍维持中性。
- 6、欧洲政策利率与通胀距离较大，加息必要性与取舍难度均高于美国。

发布会整体态度略微偏鹰。鲍威尔在新闻发布会中整体偏向强调通胀压力，虽承认 6 月 CPI 数据较好，但认为单月数据不能影响整体决策；承认就业市场开始出现缓和，但整体仍然紧绷；提及研究人员取消了年内衰退的预测，转为经济放缓；对当前货币政策所处的位置总体评价为，没有非常限制，时间也不够长，不认为年内会降息。继上次会议首次明确提及年内不太可能降息之后，本次记者会再次提及这一点，这与我们历次点评强调的一致。

鲍威尔仍关注以人力成本为主的服务业，我们认为下半年压力不大。通胀分三个部分，一是能源和商品，能源价格稳定，商品的供应短缺已得到极大缓解。二是住宅，住宅的领先指标如租金已于去年 9 月见顶回落（图 12），虽最近部分地区租金同比小幅上涨，但涨幅远低于去年。由于 CPI 中住宅分项的滞后性可长达一年，6 月 CPI 中住宅分项环比终于显著下降（图 1），预期下半年住宅分项将会继续回落。三是除住宅以外的服务分项，这部分主要受到人力成本影响。目前，中高收入人群工资同比已明显见顶，后 25% 的人群尚未（图 3）。6 月非住宅核心通胀环比增长首次为 0（图 2），非住宅服务环比已降至低位平台（图 15），叠加薪资同比基本见顶，我们认为下半年这一指标的通胀反弹压力可能并不如美联储担忧的那样高。考虑到扣除住宅以外的核心服务通胀占 CPI 比重为 23.6%，住宅占 34.7%，住宅分项见顶回落亦可对冲其余服务核心通胀压力，后期核心 CPI 环比以缓慢回落为主，维持下半年通胀压力较低的判断。

我们关于美国经济的观点：年内衰退概率不大，短期可承受高利率。我们预计下半年美国私人消费仍处于长期增长趋势范围。欧美消费更受服务消费影响：服务业继续稳步复苏，服务业就业紧绷限制服务消费恢复速度。同时，受耐用品消费环比超预期影响，商品消费放缓不及预期，2023 年 1 季度环比已止跌略有回升（图 4，7），表明疫情管控结束后服务消费对商品消费的替代作用已经完成。三四季度为传统消费旺季，三季度为旅游高峰，会加剧低收入服务业人手的短缺，四季度为传统感恩节和圣诞节商品消费高峰，均有望继续支撑经济（但商品消费幅度不大）。

我们关于货币政策的观点。1) 维持政策利率高于 5.25% 未来衰退风险加大的判断（不在今年），即继续加息的紧迫性并不高。扣除住宅以外的服务类通胀并未出现美联储所说的顽固压力，本月非农、通胀数据质量也都首次出现略微下降的现象，完全可以通过延长停留在 5.25% 的时间来代替再次加息。2) 美国经济短期可承受介于 2000 年和 2007 年政策利率高峰之间的利率区间：5.5~6.25%，但需要随着后期通胀形势的变化灵活调整，高于 5.25% 的时间不宜太长。很显然，两条路径中美联储选择了后者。1 年期国债利率已回到 FFR 上方，短端利差倒挂结束，利率结构部分改善；FFR 利率在最近两个月中表现非常平稳，并未再次出现 3 月异常波动情况（图 8），这表明市场可承受小幅加息。而非金融企业部门杠杆率无法承受太高的利率，但由于加息过快，基于贷款、公司债券利率结构，仍需 1~2 年才能显现（图 16），因此后期政策利率应增强调整的灵活性。3)

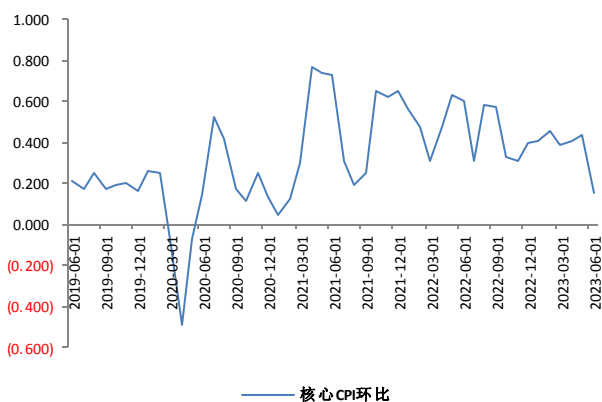
若后续 2 个月的通胀环比数据能够延续 6 月回落态势，则 9 月可能再次暂停，否则美联储可能仍会偏向加息。从发布会的态度来看，美联储对通胀的谨慎态度仍在影响加息决策，通胀的权重仍较高。**4)** 最早考察降息是否合适的时间段为 4 季度，若年尾 CPI 同比低于 4.5%（即下半年通胀环比稳定在 0.3% 以下），则随后或有小幅降息的概率。

欧洲加息紧迫性远高于美国，但欧洲面临的取舍更难。正常周期中，政策利率不高于通胀才能起到遏制通胀的作用。即使考虑到目前宏观杠杆率远高于以往，两者也至少要接近。从这一角度来看，美联储基本完成加息进程（图 9），欧洲收紧货币政策的紧迫性显著高于美国（图 10、11）。但欧洲制造业 PMI 进一步恶化，服务业 PMI 虽仍在扩张区间，也已开始回落（图 13、14）。欧洲货币政策在通胀与衰退之间的取舍难度明显高于美国。

市场方面，观点不变。美十债波动范围 3.6%~3.9%，上限 4%~4.25%。美股观点不变，三季度没有明显风险点，长期泡沫再次出现，长期仍维持中性。

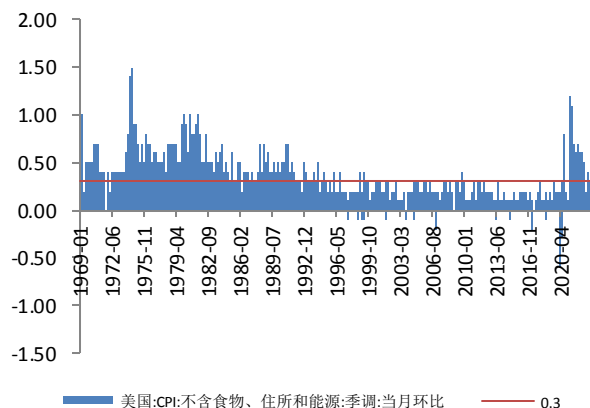
风险提示：海外通胀回落不及预期，海外经济衰退。

图1：核心 CPI 环比显著下降（%）



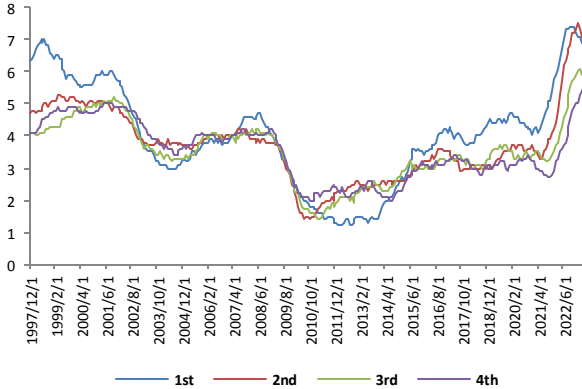
资料来源：FRED，东兴证券研究所

图2：6月非住宅核心 CPI 环比为 0（%）



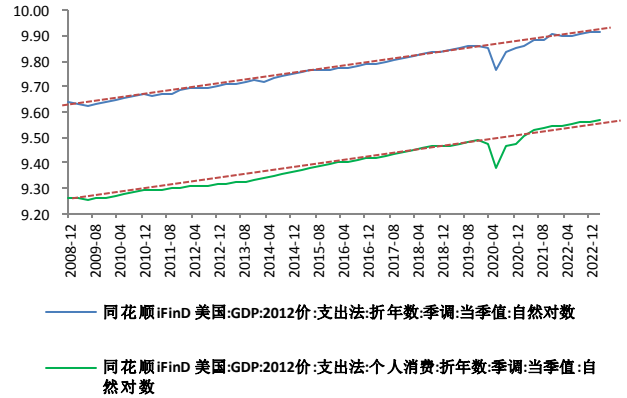
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图3: 后 25%收入人群 12 月移动平均尚未见顶 (%)



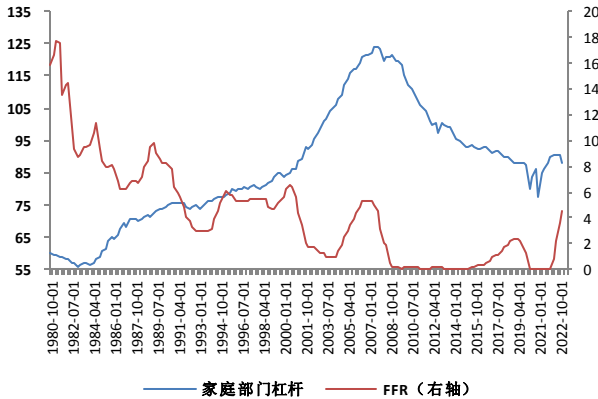
资料来源: 美联储, 东兴证券研究所

图4: 消费回落不及预期, 环比止跌略有回升



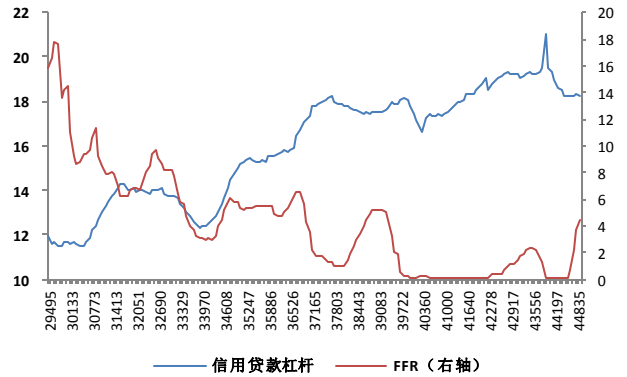
资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图5: 美国家庭部门总杠杆可以承受当前利率 (%)



资料来源: FRED, 东兴证券研究所

图6: 美国家庭部门消费杠杆可以承受当前利率 (%)



资料来源: FRED, 东兴证券研究所

图7: 商品消费过热, 服务消费恢复速度稳定

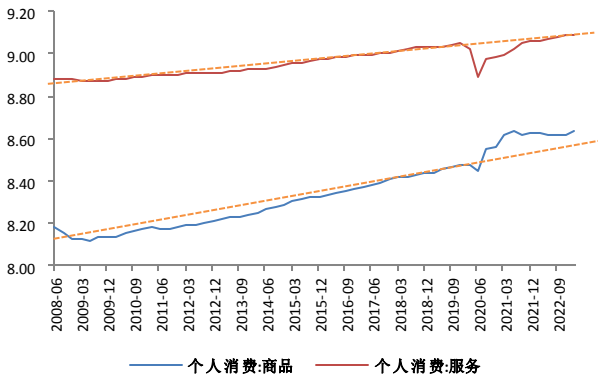
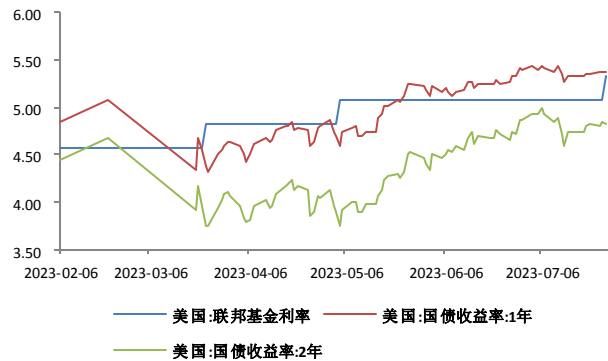
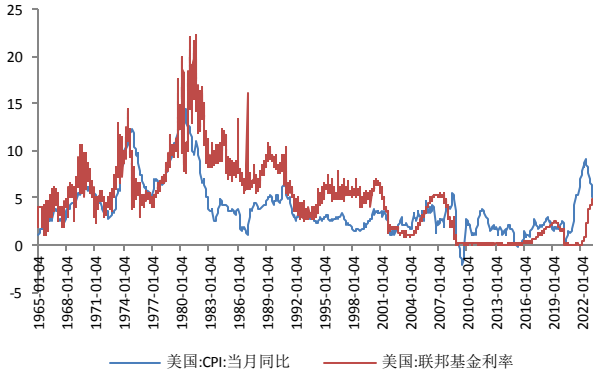


图8: 短端利差倒挂修复 (1 年期-FFR) (%)



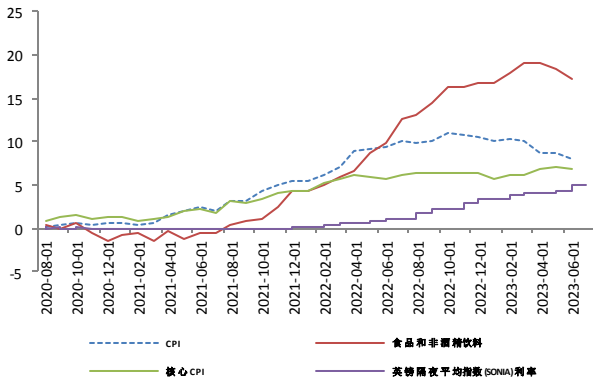
资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图9: 美国政策利率已高于CPI (%)



资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图11: 英国政策利率离终点也有明显距离 (%)



资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图13: 欧洲制造业再探低点



资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

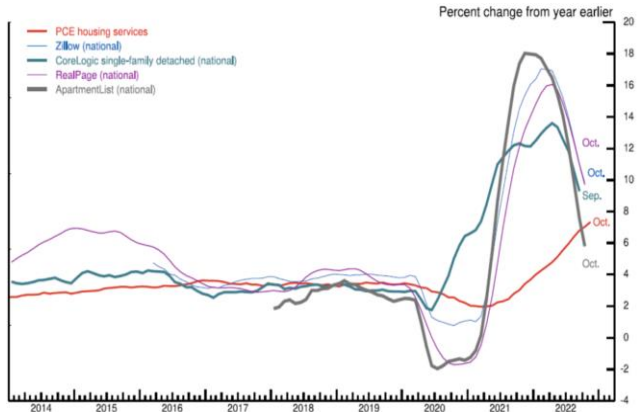
资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图10: 欧洲政策利率离终点尚有明显距离 (%)



资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图12: 住宅领先指标已回落近一年

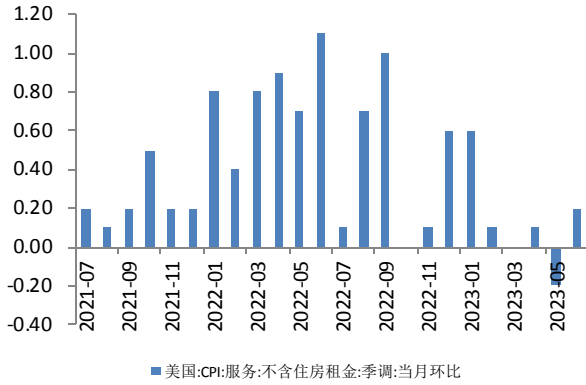


资料来源: FED, 东兴证券研究所

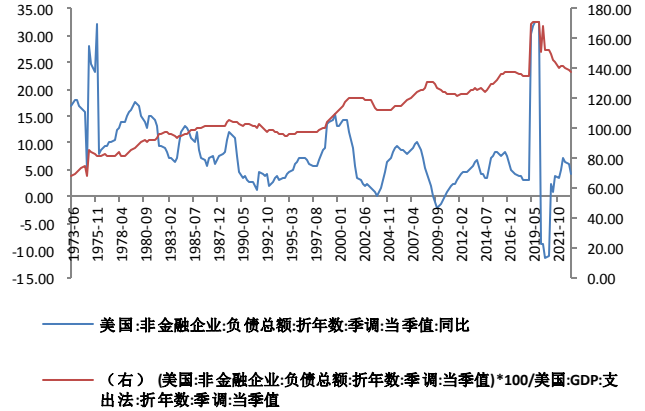
图14: 欧洲服务业略有回落



资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图15: 非住宅服务业环比降至低位平台 (%)


资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图16: 企业部门杠杆高位 (疫情期间除外) (%)


资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
宏观普通报告	宏观普通报告: 美国通胀压力下降	2023-07-14
宏观普通报告	宏观普通报告: 非农质量略降	2023-07-12
宏观普通报告	东兴宏观: 衰退延迟--2023 年年中海外经济展望	2023-07-07
宏观深度报告	东兴宏观: 衰退延迟--2023 年年中海外经济展望	2023-07-06
宏观普通报告	宏观普通报告: 美联储暂停加息, 保留进一步加息空间	2023-06-16
宏观普通报告	宏观普通报告: 基数效应护航, 6 月 CPI 将继续回落	2023-06-14
宏观普通报告	宏观普通报告: 非农仍有上升空间	2023-06-06
宏观普通报告	宏观普通报告: 美国 6 月通胀同比可降至 4%	2023-05-11
宏观普通报告	宏观普通报告: 4 月非农不影响 6 月美联储利率决议	2023-05-08
宏观普通报告	宏观普通报告: 美联储无限接近暂停加息	2023-05-04

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

康明怡

经济学博士。分别就读于武汉大学、清华大学和明尼苏达大学，博士期间曾在明尼苏达大学、美联储明尼阿波利斯分行从事多年教学和访问工作。2010 年开始执教于复旦大学经济学院 985 平台，上海浦江人才计划项目。2017 年加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：010-66554070
传真：010-66554008

电话：021-25102800
传真：021-25102881

电话：0755-83239601
传真：0755-23824526