



研究所

分析师:袁野
SAC 登记编号:S1340523010002
Email:yuanye@cnpsec.com
研究助理:魏冉
SAC 登记编号:S1340123020012
Email:weiran@cnpsec.com

近期研究报告

《积极的信号后可能会有哪些政策跟进——点评中共中央政治局会议》 -
2023.07.25

宏观研究

鲍威尔表态整体中性，并不代表9月没有加息可能

● 核心观点

7月美联储议息会议整体基调中性，对于未来货币政策的定调并未较6月会议做出明显改变，对于9月是否加息美联储持开放性态度。但是市场预期明显更加乐观，倾向于认为9月利率将维持不变。美联储与市场的分歧再次拉大，需要密切关注7、8月非农、通胀数据，而一旦数据强于市场预期，那么市场预期将向美联储货币政策指引靠拢，而资产价格也将相应做出调整。

● 风险提示：

房地产市场超预期下行，政策落地执行扭曲，地缘政治冲突加剧。

图表目录

图表 1: 房屋销售价格中位数.....	4
图表 2: 租金涨幅.....	4
图表 3: 首申失业金人数&新增非农就业.....	7
图表 4: 全球谷物价格指数&食品 CPI	7

7月美联储将联邦基金利率的目标区间上调25bp至5.25%-5.50%，并且FOMC投票委员全票赞成本次的利率决策。对于本次会议，我们有以下几点理解：

会议整体偏中性，未来政策路径延续数据依赖模式。由于会前市场对于加息25bp已经充分预期，而本次会议公告较6月变动不大，提供增量信息有限，整体偏向中性。具体来看，会议公告认为经济温和（moderate）扩张，较6月措辞（modest）偏正面。同时鲍威尔在会后发布会提到，工作人员不再预期出现衰退（6月会议纪要提到，美联储工作人员仍预计今年经济轻度衰退，但认为，避免衰退的可能性几乎和衰退的相当）。但是这种判断的改变较大程度属于“后视镜”，即对已知数据的确认，因此并未对美联储的货币政策路径产生明显改变。鲍威尔继续强调，未来货币政策决策将依赖数据逐次会议做出决定，与6月会议保持一致。相应的，下次9月份会议就成为焦点。

美联储及市场对9月会议的预期仍存分歧。会后鲍威尔表示，可能会在9月份加息或保持利率不变，9月如何行动取决于数据，现在还没有决定。实际上，这正是6月议息会议所强调的内容，6月点阵图暗示年内还将加息两次，曾被视为鹰派信号引发市场大幅调整。而本次会议来看，鲍威尔的表述与6月份相比并没有做出明显改变。但是，海外资产价格已大部分回到6月会议前水平，美元指数已低于6月15日102.9，黄金价格已超过6月15日的1970.5美元/盎司，美股亦消化了6月跌幅，反映不同于美联储对于9月份加息可能性的开放性态度，市场对9月份会议的预期更加乐观。目前联邦基金利率期货隐含9月加息概率仅20%。因此，对于9月份会议的判断，市场及美联储存在明显分歧。

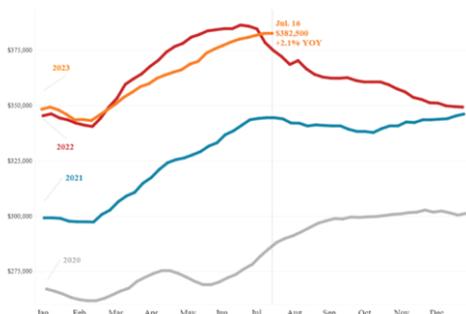
另外，鲍威尔表示，更渐进的加息步伐并不意味着每隔一次会议加息一次，假如美联储坚持6月会议的利率预期，那么9月将可能是下次加息的时点。同时，鲍威尔提到，对于滞后期的维持时间存在很多不确定性，也存在争议。委员会里有不同观点，具体在会议纪要会有更详细的信息。因此，当前时点在美联储内部、美联储及市场之间都存在着分歧。要判断这种分歧的走向，需要回归美联储当前的政策框架。鲍威尔提到，对于政策所依赖的数据，将关注整个更广泛的图景，包括经济的温和增长、劳动力市场的供需平衡以及通胀。如果我们看到通

胀得到可靠缓解，就不需要采取紧缩措施；如果我们看到通胀稳定地下降，我们可以将利率降至中性水平，然后在某个时候降至中性水平以下。即当前美联储政策的重心仍然在于通胀。问题在于，在6月份CPI同比降至3.1%之后，美国通胀下行的速度可能明显收敛，同时劳动力市场供需失衡改善可能并不显著。

通胀下行速度将收敛。在5、6月CPI连续大幅下行近2个百分点至3.1%之后，年内通胀下行速度可能将明显变慢。第一，7月以后CPI翘尾因素回落将更加缓慢。对比上半年CPI翘尾因素由1月5.7个百分点下降至1.4个百分点，7月将维持1.4个百分点不变，8月、9月略微下降至1.2、0.8个百分点。

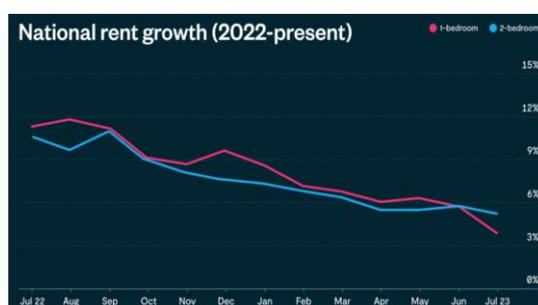
第二，房价涨幅扩大，同时房租持续上涨。据Redfin，在截至7月16日的四周时间里，房屋销售价格中位数为382,500美元，较上年同期上涨2.1%。这是自2022年12月以来的最大涨幅。价格上涨是因为供不应求。Redfin的房屋购买者需求指数——通过跟踪Redfin代理商的旅游和其他购买服务请求来衡量早期需求——比一年前上升了2%。待售房屋同比下降了15%，新上市的房屋同比下降25%，鉴于相对较低的抵押贷款利率业主惜售。待售房屋总数下降了16%，创下一年半以来的最大降幅，库存也出现了非季节性的月度下降。在房屋租赁市场，Zumper全美租金指数显示，全国一居室的中位数月增长率为0.1%，年增长率为3.2%。Zumper首席执行官Anthemios Georgiades提到，“尽管房价涨幅已大幅放缓，但我们预计租金不会很快下降。”

图表1：房屋销售价格中位数



资料来源：Redfin，中邮证券研究所

图表2：租金涨幅



资料来源：Zumper，中邮证券研究所

第三，食品、能源通胀存不确定性。据 Manheim，美国 6 月车型组合、里程数和季节性调整后的二手车批发价格环比下降 4.2%（上个月为下降 2.7%），为 2020 年 4 月以来最大跌幅；Manheim 二手车价值指数从 5 月的 224.5 降至 215.1，较去年同期低 10.3%（上个月为低 7.6%）。Manheim 表示，二手车零售库存在过去的几周所有改善，预计接下来至年底的二手车零售价格波动下降。经验上，二手车批发价格领先 CPI 二手车价格（即零售价格）约 2 个月，6 月批发价格的连续下行意味着三季度二手车价格有望贡献 CPI 下行拉力。

——但是出行通胀的重要推动项——能源价格存在较大不确定性。一方面，沙特和俄罗斯同时宣布额外减产已体现出对于原油价格的扰动，而俄能源问题研究所负责人布拉特·尼格马图林则直接表示，减产是支撑油价的工具。对俄来讲，合理的石油价位应该维持在 80 美元/桶至 90 美元/桶区间。另一方面，根据世界气象组织，厄尔尼诺事件在 2023 年下半年持续的可能性达到 90%，本次厄尔尼诺事件存在引发低温、推高能源需求的可能性。中国气象局气候服务首席专家周兵通过对比分析 1950 年以来逐月逐年厄尔尼诺指数发现，2009 年 6 月至 2010 年 4 月发生了一次中等强度的厄尔尼诺事件，那次事件与今年的厄尔尼诺事件无论是起始时间还是强度都极为相似。而 2009 年的厄尔尼诺事件引发 2009-2010 年冬季北半球严重低温冻害。

——粮食价格亦出现不确定性因素。央视报道称，17 日周一稍早，俄罗斯外交部发言人扎哈罗娃表示，俄方已正式通知土耳其和乌克兰以及联合国秘书处，俄罗斯反对延长黑海港口农产品外运协议。新华社此后援引塔斯社周一报道，俄罗斯总统新闻秘书佩斯科夫当天表示，黑海港口农产品外运协议效力中止，因为协议中涉及俄罗斯的部分未能得到执行。去年乌克兰危机升级后，俄乌两国经黑海港口外运农产品受阻。经联合国和土耳其斡旋，俄乌双方去年 7 月 22 日就恢复黑海港口农产品外运分别同联合国和土耳其签署协议，允许乌克兰粮食经过黑海港口出口，确保俄罗斯粮食和化肥正常出口免受西方制裁，有效期 120 天，此后去年 11 月、今年 3 月和 5 月一再延长，定于 7 月 17 日到期。而在黑海港口农产品外运协议开始执行以来，俄方一直强调备忘录的内容没有兑现。佩斯科夫本月初说，协议继续延长的希望“不是很大”。俄外交部 7 月 17 日发表声明说，协议执行期间共运出农产品 3280 万吨，其中 70% 以上运往包括欧盟国家在内的高收

入和中高收入国家，而最贫穷国家收到部分占比不到 3%，仅有约 92 万吨。同时，自去年 7 月以来，欧盟对俄农产品出口发布一系列制裁措施，美、英也采取了类似举措，导致俄在支付、保险、物流和海外资产等方面均被封锁。此前，俄方已多次就协议落实情况表达不满，认为农产品外运“已经变成乌克兰向粮食充足国家进行的商业性粮食出口”。协议的终止导致全球粮食价格再度出现上涨压力。国际货币基金组织 (IMF) 首席经济学家 Pierre-Olivier Gourinchas 表示，在俄罗斯退出一项允许乌克兰通过黑海出口谷物的协议后，全球粮食价格可能会上涨 15%。虽然国际货币基金组织仍在评估相关影响，但 Gourinchas 表示，谷物价格上涨 10% 至 15% “是一个合理的估计”。Gourinchas 周二表示：“很明显，黑海粮食协议在确保去年世界粮食供应充足方面发挥了重要作用。然而，同样的机制反过来也会起作用，即该协议的中止料会给粮价带来上行压力。”

——假设全球谷物价格上涨 15%，那么涨幅与 2022 年 3 月接近。2022 年 3 月美国食品 CPI 达到 8.8%，对比今年 6 月份食品 CPI 同比 5.7%，抬升 3.1 个百分点，进而推升 CPI 同比 0.4 个百分点。考虑去年通胀水平存在需求端的推动，从 2019 年以前的数据来看，根据历史经验，全球谷物价格上涨 15%，美国食品 CPI 同比约在今年 6 月基础上抬升约 0.9 个百分点。因此，黑海农产品外运协议的中止可能对美国食品通胀的下行趋势形成冲击。叠加能源价格不确定性上升，在核心通胀以外，整体通胀读数的反复可能加大美联储货币政策面临的通胀压力。

第四，劳动力市场供求矛盾未见显著改善。7 月前两周，首次申请失业金人数分别为 23.7 万人、22.8 万人，较 6 月 25.5 万人的平均水平回落，相应的，7 月非农就业人数存在较 6 月反弹的可能性。在劳动力供给未发生明显增长的情况下，当前美国劳动力市场的供需矛盾未见缓和。这可能引发对于核心通胀粘性的担忧强化。而鲍威尔在发布会强调，在 9 月议息会议前还有两组非农就业数据和通胀数据作为观察，非农就业数据本身也是美联储决策的重要依据。

图表3：首申失业金人数&新增非农就业



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表4：全球谷物价格指数&食品 CPI



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

综上，7月美联储议息会议整体基调中性，对于未来货币政策的定调并未较6月会议做出明显改变，对于9月是否加息美联储持开放性态度。但是市场预期明显更加乐观，倾向于认为9月利率将维持不变。美联储与市场的分歧再次拉大，需要密切关注7、8月非农、通胀数据，而一旦数据强于市场预期，那么市场预期将向美联储货币政策指引靠拢，而资产价格也将相应做出调整。

风险提示

房地产市场超预期下行，政策落地执行扭曲，地缘政治冲突加剧。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券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计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048