

加息终点临近，降息线索仍不清晰—— 美联储7月议息会议点评

2023年07月28日

【事项】

- ◆ 美国东部时间2023年7月26日，美国联邦公开市场委员会（FOMC）公布最新利率决议，将基准利率上调25个基点至5.25%-5.50%区间。

【评论】

- ◆ 加息幅度符合市场预期，对主要资产影响较小。本次加息幅度维持25个bp，与会前市场预期相同，FOMC声明文件整体延续5、6月表述，同时美联储表示将继续评估更多信息及其对货币政策的影响。
- ◆ 9月加息概率下降，利率变化路径上市场预期与联储表态仍存分歧。6月议息会议公布的点阵图显示，此次加息后未来仍有25bp加息空间，但根据芝商所FedWatch工具，2023年9月美联储维持目前利率水平的概率达到78%，且将维持这一利率水平直至2024年3月，暗示市场预期仍低于美联储预测数值。
- ◆ 通胀回落放缓，美联储未提供新的中长期政策指引。通胀仍是当前美联储货币政策的决定性因素，随着美国CPI在2022年6月触顶，7月以来基数下行将导致CPI数据在目前水平震荡，同时核心PCE基数顶点在2022年9月份，下半年数据或存在翘尾可能。受通胀不确定性较大影响，鲍威尔表示美联储仍将遵循数据依赖方式，9月FOMC是否加息决定于未来的经济增长、就业、通胀等数据。
- ◆ 未来需进一步关注ECI、就业和通胀数据以及8月底Jackson Hole会议中指引。我们认为，随着今年以来美国通胀压力减弱，以及经济变动的不确定性增加，对未来降息路径的评估将由对联储态度的评估转向美国经济基本面、通胀及就业数据的表现，8月召开的Jackson Hole会议中鲍威尔或将对联储政策给出更明确的中长期指引。

【风险提示】

- ◆ 美国资本市场风险
- ◆ 海外通胀韧性超预期

东方财富证券研究所

证券分析师：曲一平

证书编号：S1160522060001

联系人：陈然

电话：18811464006

相关研究

《经济进入自然修复阶段——6月经济增长数据点评》

2022.07.18

《供给端去库存叠加需求端弱复苏，物价维持低位——6月物价数据点评》

2023.07.13

《结构性复苏格局延续——6月PMI数据点评》

2023.07.03

《低基数效应减弱，政策发力必要性提升——5月经济增长数据点评》

2023.06.19

1. 本轮加息周期临近末端

本次加息 25bp 符合会议前市场预期。此次加息后，美国联邦基金利率抬升至 5.25-5.50%，根据 CME Fedwatch Tool 测算，早在本次议息会议前一周的 7 月 19 日，利率期货市场隐含 7 月加息 25 个 bp 概率达到 97.96%，此次加息完全被市场计入。

声明文件延续过往表述，对主要资产影响较小。本次 FOMC 会议声明文件整体延续 5、6 月议息会议“经济活动以温和速度扩张”、“通胀仍居高不下”的经济基本面表述，在未来加息评估上“委员会将继续评估更多信息及其对货币政策的影响”。由于此次加息已被提前定价，表述几乎与前期相同，声明发布后，美三大股指及黄金走势整体平稳。

9 月加息概率下降，利率变化路径上市场预期与联储表态仍存分歧。2023 年 6 月 FOMC 会议公布的点阵图显示，联储官员预计今年年底时利率将处于 5.5%-5.75% 的水平，仍存在 25 个 bp 加息空间。但根据芝商所 FedWatch 工具，2023 年 9 月美联储维持目前利率水平的概率达到 78%，且将维持这一利率水平直至 2024 年 3 月，暗示市场预期仍低于美联储预测数值。

图表 1：市场利率预期与 6 月 FOMC 会议点阵图存在分歧



议息会议时间	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575
2023/9/20			0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	78.00%	22.00%
2023/11/1	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	66.90%	29.90%
2023/12/13	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	6.70%	63.20%	27.20%
2024/1/31	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	2.30%	26.00%	50.90%	18.90%
2024/3/20	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	1.20%	15.10%	39.50%	33.60%	9.70%
2024/5/1	0.00%	0.00%	0.00%	1.20%	14.10%	37.70%	34.10%	11.40%	1.50%
2024/6/19	0.00%	0.00%	0.50%	7.10%	24.90%	36.00%	23.70%	6.90%	0.80%
2024/7/31	0.00%	0.40%	5.70%	21.20%	33.80%	26.20%	10.30%	2.10%	0.20%
2024/9/25	0.40%	4.90%	18.80%	31.80%	27.40%	12.90%	3.40%	0.50%	0.00%
2024/11/6	3.90%	15.60%	28.80%	28.40%	16.10%	5.50%	1.20%	0.10%	0.00%
2024/12/18	11.80%	24.50%	28.50%	20.10%	9.00%	2.60%	0.50%	0.10%	0.00%

资料来源：美联储官网，芝商所 FedWatch 工具，东方财富证券研究所，数据截至 2023 年 7 月

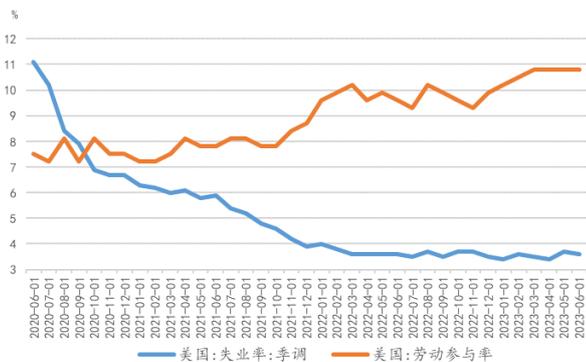
2. 降息线索仍不清晰，经济数据成为政策指引

为引导市场预期及保留政策灵活性，联储依然未提供新的中长期政策指引。除了几乎与前次相同的 FOMC 会议声明外，在新闻发布会中鲍威尔重申了将继续实行“数据依赖”的方法来决定新增的货币政策是否合适。此次加息周期以来，市场多次试图“抢跑”美联储货币宽松转向，目前市场利率预期仍低于“点阵图”传达的美联储预期，联储需要维持相对鹰派表述包括“2%的长期通胀目标”以引导市场预期，防止市场过于乐观导致的通胀再次抬头；同时随着今年以来通胀数据的回落以及年初海外银行危机的发生，目前美联储无需过于鹰派而进一步抑制经济活动。

通胀回落速度放缓，美联储难言降息。5月PCE同比降至3.8%，剔除食品和能源的核心PCE降至4.6%；6月CPI同比降至3%，核心CPI降至4.8%，达到自去年年中以来最低数据，然而距离美联储的长期2%通胀目标仍有较大距离。往后看，我们认为，美国CPI和核心PCE分别在2022年6月份、9月份触顶，今年下半年在基数效应减弱的情况下，通胀数据存在翘尾可能，或将继续制约美联储货币政策宽松空间。

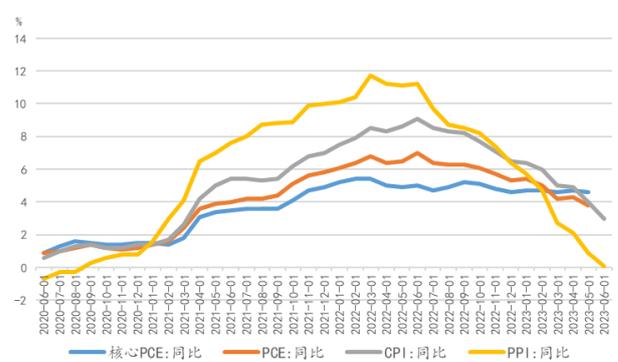
美联储对美国经济“软着陆”信心增强。鲍威尔在新闻发布会上表示联储官员不在预测美国将陷入衰退，而在2023年3月联储官员仍认为在今年晚些时候将出现“温和衰退”。自2022年首次加息以来，在目前较高的限制性利率下美国失业率目前仍处于低位小幅震荡态势，表明在不大幅提升失业率的情况下完成去通胀是可能的，但同时鲍威尔预计通胀回归2%在2025年前很难发生。

图表 2：美国失业率持续处于低位



资料来源：Choice宏观板块，东方财富证券研究所，数据截至2023年6月

图表 3：今年以来美国通胀进一步走弱



资料来源：Choice宏观板块，东方财富证券研究所，数据截至2023年6月

美联储货币政策仍遵循数据依赖，关注近期就业数据和8月份 Jackson Hole 会议表态。美联储仍将根据经济数据决定9月议息会议政策内容，本周将发布的本季度 ECI（就业成本指数）报告及未来8周中的两份就业报告和 CPI 报告将为联储决策提供重要参考。在会后的记者问答环节中，鲍威尔表示在9月 FOMC 会议前经济及通胀表现仍存在大量不确定性，此前 2024 年开始降息与长期通胀目标的达成息息相关。我们认为，对未来降息路径的评估将由对联储态度的评估转向美国经济基本面、通胀及就业数据的表现，8月召开的 Jackson Hole 会议中鲍威尔或将对联储政策给出更明确的中长期指引。

【风险提示】

美国资本市场风险
海外通胀韧性超预期

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师申明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：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；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。