

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号: S1500521040002
联系电话: 010-83326858
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

张云杰 宏观分析师
执业编号: S1500523050006
联系电话: +86 13682411569
邮箱: zhangyunjie@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

美联储加息已接近尾声

2023年7月28日

- **美联储淡化预期管理，强调政策灵活性。**7月议息会议美联储如期加息25bp，联邦基金利率目标区间升至5.25-5.50%。本次会议值得关注的几项变化，一是未明确未来是否会再次加息，而是继续通过数据依赖机制来做决定。相比6月会议，美联储紧缩态度已有较明显改善。二是对下半年经济更加乐观，美联储官员不再预期出现经济衰退。三是坚持“紧缩货币政策的效果仍需时间显现”，未来需要进一步确认各项指标的变化趋势。
- **美国核心通胀回落趋势相对明确，再次加息的必要性不强。**当前美国各项经济指标仍保持韧性，二季度经济增长超预期。因此下半年经济走软和失业率上升都难以对美联储加息形成约束，通胀率尤其是核心通胀将作为更加重要的参照指标。我们认为下半年美国核心通胀的回落趋势相对较明确，一方面基数效应对核心项同比的扰动相对更低。另一方面无论是核心商品还是核心服务通胀，都存在进一步下行的动力。基于此，我们认为美联储再次加息的必要性不强，更可能是high for longer(保持高位更久)。
- **在美国经济具有韧性同时维持高利率的情形下，美元表现可能会相对偏强。**美联储6月议息会议后，美元震荡走弱首先与欧美央行政策“错位”有关，美联储暂停加息的同时欧央行加息25bp。其次是7月上旬美国就业和通胀数据低于预期，市场紧缩交易降温。下一阶段，欧洲等主要经济体加息周期可能已接近尾声，相比之下美国经济所展现的韧性更强，这可能推动美元维持偏强表现。考虑到国内经济运行仍面临一定困难挑战，7月以来政策转向到落地生效仍需传导时间，同时国内货币政策取向偏宽松，人民币汇率可能持续面临贬值压力。
- **这就不难理解7月份以来，政策面稳汇率的意愿有所强化。**6月份美元兑人民币汇率接连贬值，未见央行采取明显干预。但自7月份起，首先是中间价向升值方向的贡献明显增强，说明政策部门可能开始主动调节汇率波动。随后央行上调跨境融资宏观审慎调节系数，政治局会议也定调“要保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”。我们理解，这既是政策面为应对汇率贬值压力采取的前瞻操作，也是为下半年货币政策进一步发力创造空间。
- **风险因素：**美联储超预期紧缩，欧美通胀超预期反弹，地缘政治风险等。

目录

一、美联储淡化预期管理，强调政策灵活性	3
二、美国核心通胀回落趋势相对明确，再次加息的必要性不强	4
三、结合外部环境理解中国央行稳汇率操作	6
风险因素	8

图目录

图 1: 6 月会议以来，市场加息预期基本保持稳定	3
图 2: CME FedWatch 加息路径预期（截至 7 月 27 日）	4
图 3: 下半年美国核心通胀的回落趋势或相对较明确	4
图 4: 展望下半年，核心通胀同比受基数走低的影响相对较小	5
图 5: 展望下半年，整体通胀同比受基数走低的影响相对较大	5
图 6: 下半年核心商品项通胀率有望维持低位	6
图 7: 下半年核心服务项通胀率有望继续下行	6
图 8: 美联储 6 月议息会议后，欧元较美元出现较明显升值	7
图 9: 当前中美 10 年期国债利率倒挂幅度仍高于 100bp	7
图 10: 7 月份以来，中间价向升值方向的贡献明显增强	8

事件：

北京时间7月27日凌晨2:00，美联储公布7月利率决议。凌晨2:30，美联储主席鲍威尔召开新闻发布会。

一、美联储淡化预期管理，强调政策灵活性

7月议息会议美联储如期加息 25bp，联邦基金利率目标区间升至 5.25-5.50%。参考 CME FedWatch 数据，美联储在 6 月会议暂停加息并采取相对“鹰派”的预期管理之后，市场几乎一致预计美联储会在 7 月会议再次加息 25bp。因此，市场对于 7 月会议的关注，更多聚焦在未来加息路径等增量信息上。

但鲍威尔除了继续强调“数据依赖”的决策机制之外，释放的其他信号可谓十分有限。结合新闻发布会通稿和记者问答内容来看，7 月会议主要有以下几项变化值得关注：

一是未明确未来是否会再次加息，而是将继续通过“数据依赖（data-dependent）”机制来确定合适的政策紧缩程度（additional policy firming）。6 月议息会议上，多数美联储官员预计年内将再加息 50bp，鲍威尔在后续的公开讲话中也反复确认了这一点。7 月会议上鲍威尔不再坚称将继续加息，从这一点来看，我们认为美联储的紧缩态度已较 6 月有明显改善。

二是对下半年的经济前景更加乐观。会议通稿中对于经济活动扩张的措辞出现微调，将 modest 换为 moderate，二者词义相近，均表示温和增长之义，后者略微更加积极一些。结合记者问答环节来看，鲍威尔表示美联储官员不再预期出现经济衰退，显示出美联储对于下半年的经济前景更加乐观。

三是坚持“紧缩货币政策（monetary restraint）的效果仍需时间来显现（It will take time）”。尽管美国 6 月通胀数据回落速度超预期、新增非农就业数据低于预期，但影响美联储决策的关键在于这一系列变化能否形成趋势。尤其是美联储对于通胀指标的关注，需要同时考虑通胀水平和下降速度。

7 月会议后，市场加息预期变化不大，仍预计本次会议为最后一次加息，随后维持利率水平不变至明年 1 月，最早或于明年 3 月开启降息。

图 1：6 月会议以来，市场加息预期基本保持稳定



资料来源：CME，信达证券研发中心

图 2：CME FedWatch 加息路径预期（截至 7 月 28 日）

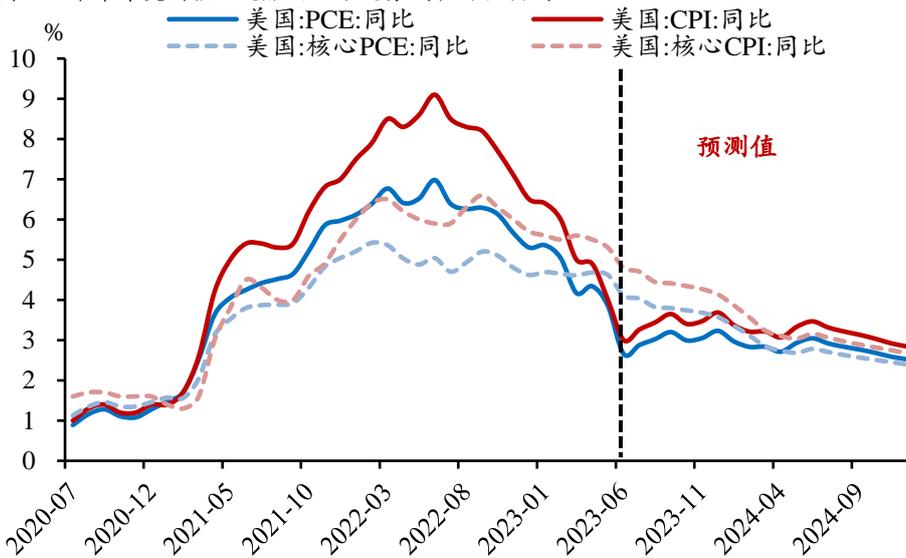
MEETING PROBABILITIES											
MEETING DATE	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575	575-600
2023/9/20				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	80.0%	20.0%	0.0%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	71.3%	26.5%	2.2%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.6%	67.8%	24.6%	2.0%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.6%	23.6%	55.3%	18.1%	1.4%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	11.7%	38.2%	38.2%	10.4%	0.8%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	9.6%	33.0%	38.2%	15.9%	2.7%	0.2%
2024/6/19	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	4.6%	20.0%	35.3%	28.3%	10.0%	1.6%	0.1%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.2%	3.4%	15.9%	31.2%	30.1%	14.9%	3.8%	0.5%	0.0%
2024/9/25	0.0%	0.2%	2.8%	13.3%	28.0%	30.4%	18.1%	6.1%	1.2%	0.1%	0.0%
2024/11/6	0.1%	2.0%	10.3%	23.8%	29.7%	21.6%	9.5%	2.6%	0.4%	0.0%	0.0%
2024/12/18	1.4%	7.7%	19.7%	27.9%	24.0%	13.2%	4.7%	1.1%	0.2%	0.0%	0.0%

资料来源：CME，信达证券研发中心

二、美国核心通胀回落趋势相对明确，再次加息的必要性不强

当前美国各项经济指标仍保持韧性，二季度实际 GDP 环比折年率升 2.4%（初值），较一季度的 2%（终值）高出 0.4 个百分点，也显著高于 1.7% 的市场预期值（Wind 口径）。结合美联储对于经济前景较为乐观的态度，我们判断下半年经济走软和失业率上升（年末或仍低于长期自然失业率）都难以对美联储加息形成约束。因此通胀指标的变化，将作为美联储更加重要的决策依据。

我们认为下半年美国核心通胀的回落趋势相对较明确。美联储对于核心通胀的关注度相对更高，一方面鲍威尔多次提到核心通胀是更好的指标，另一方面美国 6 月 CPI 同比已降至 3%，PCE 同比也有望降至 3% 附近，相比之下核心通胀的读数仍偏高。根据我们的测算，今年末核心 CPI 同比有望降至 4.1% 附近，核心 PCE 同比有望降至 3.6% 附近，且回落趋势或较整体分项更加明确。基于此，我们认为美联储再次加息的必要性不强，本轮加息周期可能已经结束。

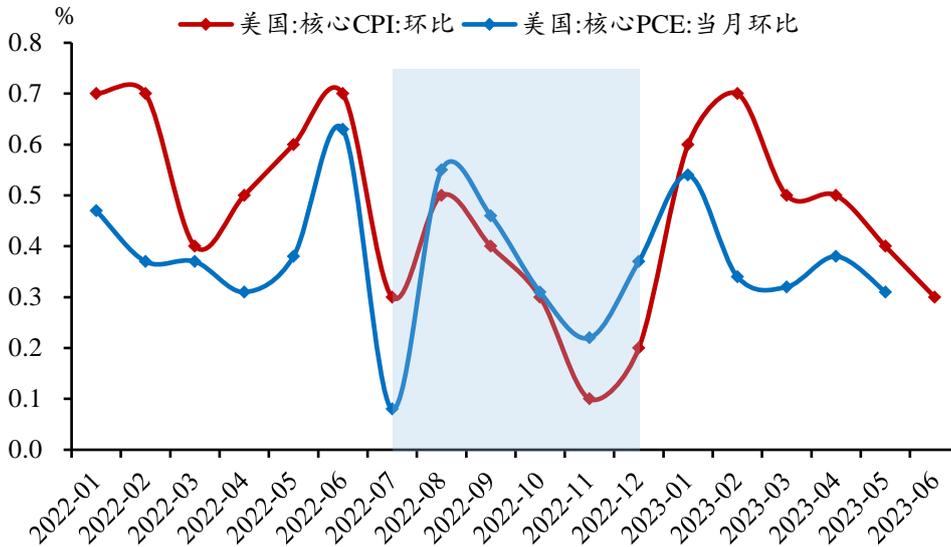
图 3：下半年美国核心通胀的回落趋势或相对较明确


资料来源：Wind，信达证券研发中心

一是基数效应对核心项同比的扰动相对更低。今年上半年核心 CPI 环比增速中枢为 0.5%，较去年下半年环比

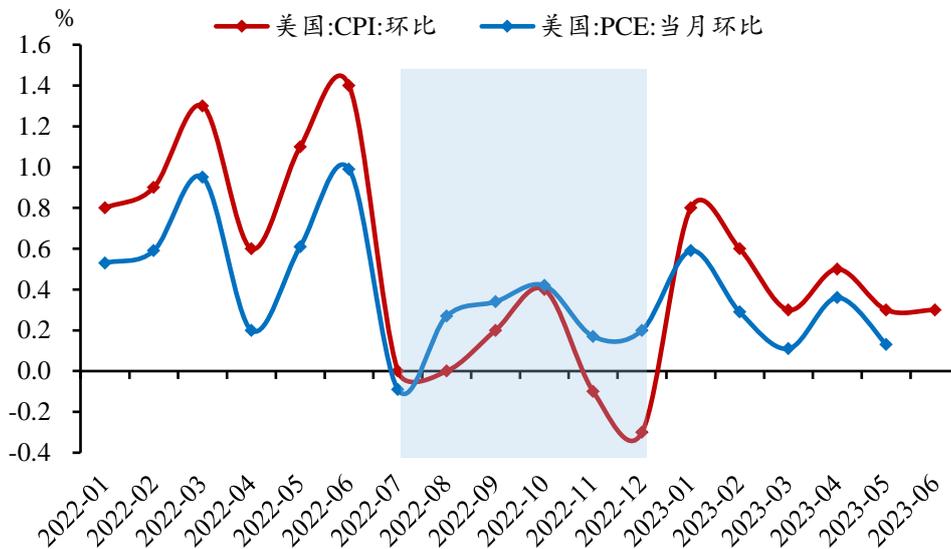
增速中枢高 0.2 个百分点。相比之下，今年上半年 CPI 环比中枢为 0.47%，较去年下半年高 0.43 个百分点。说明下半年核心 CPI 同比受基数走低而出现反弹的概率相对更低，整体 CPI 同比出现反弹的概率则相对更高。同样地，今年 1-5 月核心 PCE 环比中枢为 0.38%，仅较去年下半年高 5bp。而今年 1-5 月 PCE 环比中枢为 0.3%，较去年下半年高 0.1 个百分点。

图 4：展望下半年，核心通胀同比受基数走低的影响相对较小



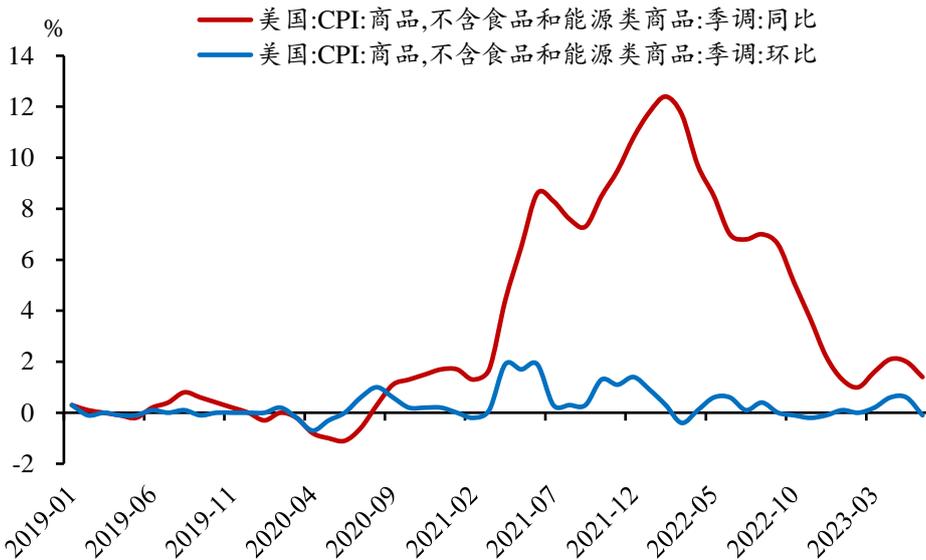
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 5：展望下半年，整体通胀同比受基数走低的影响相对较大

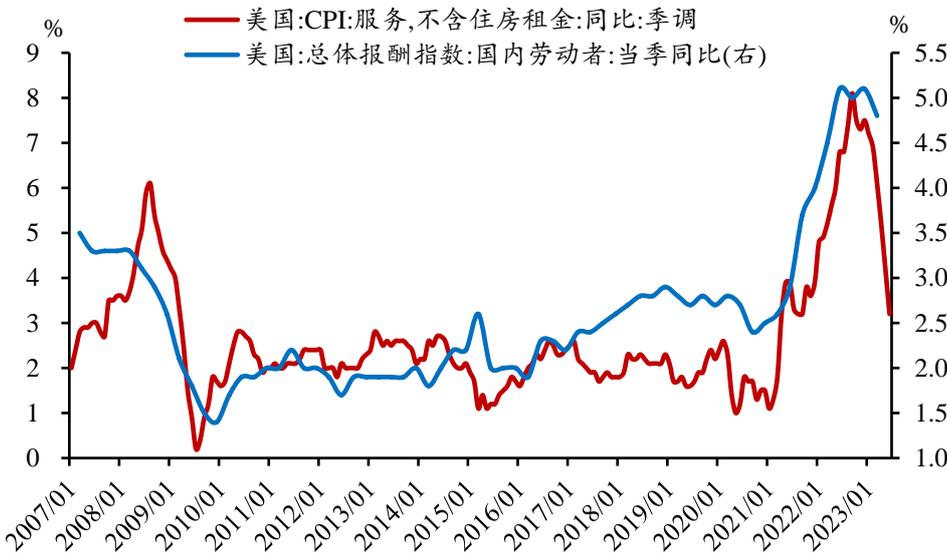


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

二是下半年核心通胀明显反弹的概率偏低。分项来看，一方面核心商品通胀率有望维持低位。前期美国商品项通胀率快速上升，我们认为主要和居民消费需求强劲有关，同时疫情冲击下全球供应链紧张，供需存在缺口。当前这两项因素都已发生明显变化，居民超额储蓄已自高点回落过半，名义工资增长也显示出放缓迹象，对于居民消费的支撑在减弱，此外商品供应状况也在持续恢复。另一方面核心服务项有望继续下行。当前美国劳动力市场的供需正趋于平衡，从最新数据来看，就业增长持续放缓(参考 6 月新增非农就业人数)，5 月职位空缺率降至 5.9%，为 2021 年 3 月后最低。我们判断上述指标有望延续当前变化趋势，对应工资增长进一步放缓、核心服务项通胀率继续下行。

图 6：下半年核心商品项通胀率有望维持低位


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 7：下半年核心服务项通胀率有望继续下行


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

三、结合外部环境理解中国央行稳汇率操作

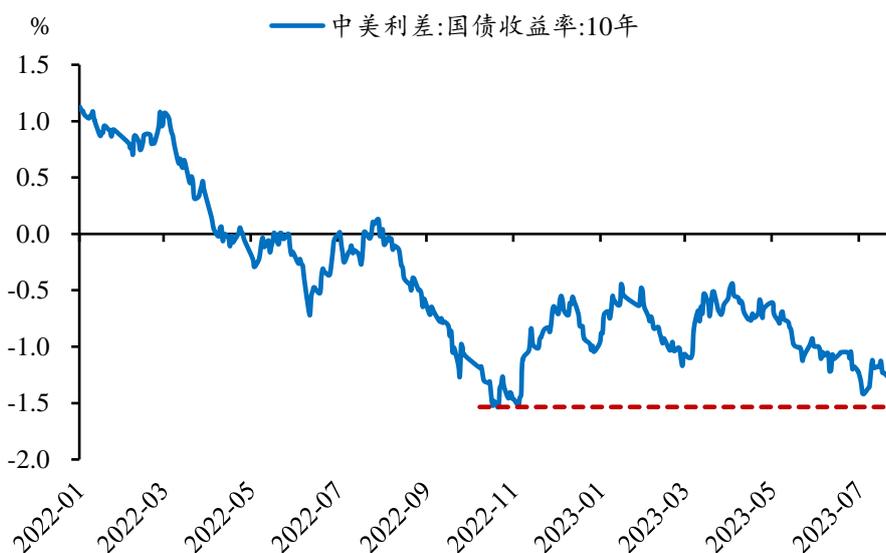
在美国经济具有韧性同时维持高利率的情形下，下半年美元表现可能会相对偏强。美联储 6 月议息会议后，美元指数从 103 点左右窄幅震荡下行，一度降至 100 点下方，其原因首先与欧美央行货币政策“错位”有关。美联储在 6 月议息会议上暂停加息，但欧央行在一周后继续将基准利率提升了 25bp，导致欧元较美元出现升值。考虑到欧元在美元指数中的计算权重高达 57.6%，欧元升值会直接造成美元承压。其次是 7 月上旬美国就业和通胀数据均低于预期，市场紧缩交易有所降温，美元指数降幅扩大。但自 7 月下旬以来，美元指数重回 101 点上方，美元偏弱的局面发生改变。展望下一阶段，欧洲等发达经济体加息周期可能也已接近尾声，相比之下美国经济所展现的韧性更强。参考 IMF 最新预测，2023 年美国实际 GDP 同比为 1.8%、较上年下降 0.3 个百分点，欧元区实际 GDP 同比为 0.9%、较上年下降 2.6 个百分点。基于此，我们判断下半年美元指数可能会在 100-105 点的区间波动。

图 8：美联储 6 月议息会议后，欧元较美元出现较明显升值


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

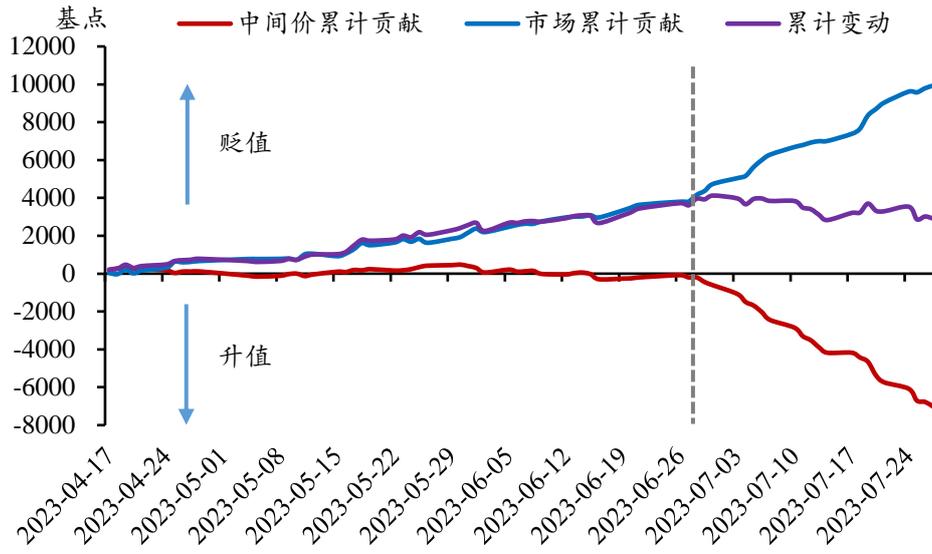
人民币汇率可能持续面临贬值压力。从中美经济基本面来看，二季度美国经济增长超预期，国内经济运行则面临一系列困难挑战。7 月份以来国内政策态度明显更加积极，具体包括国常会先后审议通过在超大特大城市推进急两用设施和城中村改造的指导意见，中共中央、国务院联合发布了“民营经济 31 条”，政治局会议明确要求政策发力等。后续来看，政策落地见效仍需要一定的传导时间。从中美货币政策来看，美联储仍处于紧缩周期，高利率水平可能将维持至明年。国内货币政策取向偏宽松，参考 7 月政治局会议“加大宏观政策调控力度”、“加强逆周期调节和政策储备”等定调，货币政策有望进一步发力。以上因素都可能导致人民币汇率持续承压。

这就不难理解 7 月份以来，政策面稳汇率的意愿有所强化。6 月下旬美元兑人民币汇率一度贬破 7.25，期间未见央行采取明显干预。但从 7 月份开始，首先是中间价向升值方向的贡献明显增强，对市场贬值形成对冲，这说明政策部门可能开始主动调节汇率波动。随后是 7 月 20 日央行、国家外汇局上调跨境融资宏观审慎调节系数。7 月政治局会议也对于汇率做出了最新定调，“要保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”。我们理解，这既是政策面为应对汇率贬值压力采取的前瞻操作，也是为下半年货币政策进一步发力创造空间。

图 9：当前中美 10 年期国债利率倒挂幅度仍高于 100bp


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 10: 7 月份以来, 中间价向升值方向的贡献明显增强



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

风险因素

美联储超预期紧缩, 欧美通胀超预期反弹, 地缘政治风险等。

研究团队简介

解运亮，信达证券首席宏观分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学财政金融学院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。2022年Wind金牌分析师宏观研究第二名。2022年云极“十大讲师”。首届“21世纪最佳预警研究报告”获得者。

张云杰，信达证券宏观分析师。阿德雷德大学应用金融硕士，华中科技大学统计学学士。2021年加入信达证券研究开发中心，侧重于研究金融流动性，中美货币政策，物价分析等。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达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，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在 ±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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。