

# 从“多高”到“多久”

## ——2023 年 7 月美联储议息会议点评

美东时间 7 月 26 日，美联储宣布加息 25bp，将联邦基金利率区间升至 5.25-5.5% 区间，缩表上限按计划维持每月 950 亿美元。

### 一、经济：“软着陆”成为美联储基准情形

鲍威尔在发布会上表示，美联储预测经济不会陷入衰退，即“软着陆”已成为美联储的共识。在过去几次议息会议发布会上，鲍威尔就表示由于有强劲劳动力市场的支撑，本轮加息周期可以“抗通胀”和“软着陆”兼得。但考虑到本轮加息周期史上最快，随着高利率持续，货币紧缩滞后效应的猛烈程度可能超出以往，我们认为经济衰退仍然可能“虽迟但到”。

通胀方面，美联储认为通胀降至 2% 仍有“一段长路”。一方面，核心通胀水平仍然过高，5 月核心 PCE 通胀高达 4.6%，6 月核心 CPI 通胀高达 4.8%。另一方面，美联储预计通胀直至 2025 年才能回落至 2%，达标时点远远滞后于市场预期（2024 年中）。

就业方面，美联储判断劳动力市场仍然紧张，但也出现了边际转冷的信号。过去三个月月均新增非农就业人数达 24.4 万，虽然读数仍然高企，但边际上已在转冷。失业率仍在 3.6% 的低位水平，但劳动力市场供求矛盾已有软化迹象，25-54 岁劳动参与率已超越疫前水平，职位空缺数持续下行，薪资增速也在软化。

### 二、政策：“最后一加”

美联储加息周期大概率已见顶。一方面，美联储加息幅度先急后缓，6-7 月进一步减速。本轮加息周期“减速”自 2022 年末开始，2022 年 12 月加息速度从 75bp/次降至 50bp/次；2023 年 2 月加息速度进一步降至 25bp/次，6-7 月进一步降至 12.5bp/次。另一方面，美联储表态显著软化。一是相较于 6 月议息会议“几乎所有委员都支持进一步加息”

的表态，7 月议息会议表示“未来加息取决于数据”，如果看到通胀确实得到缓解，那么加息可以在通胀读数回到 2% 之前就停止，态度显著转鸽。与此同时，本次议息会议还强调了“货币紧缩滞后效应”的问题，表示当前利率水平已具备限制性。二是尽管鲍威尔继续强调“年内不会降息”，但也表示会在看到可以降息的时候开启降息。

缩表方面，方案仍无变动，每月缩表上限仍为 \$600 亿国债和 \$350 亿 MBS。值得注意的是，鲍威尔表示降息和缩表可以同时进行，即开启降息周期并不意味着结束本轮缩表，本轮缩表的持续时长和总规模或超出市场预期。

### 三、市场：保持观望

7 月加息一次已经完全被市场计入，主要资产价格波动不大。美股三大指数涨跌互现。收盘时标普 500 指数下跌 0.02%，纳斯达克指数下跌 0.12%，道琼斯指数上涨 0.23%。美债方面，短期收益率已接近上限位置，中长期收益率涨跌不一。2 年期下跌 3.1bp，5 年期下跌 5.8bp，10 年期下跌 2.0bp，30 年期上浮 1.1bp。收益率曲线倒挂小幅收敛，2s10s 利差收敛 1.8bp，5s30s 利差收敛 6.8bp。美元指数小幅下跌，从 101.349 跌至 101.035。美元兑换离岸人民币汇率从 7.1350 小幅升至 7.1491。

展望未来，市场将继续处于“数据依赖期”，核心通胀料将继续回落，但就业市场或持续偏紧，宽松交易很难一帆风顺。美股方面，美联储加息接近尾声的大方向不变，当前美股的核心影响因素还是科技产业的景气度；美债方面，利率预计将趋于下行，但幅度不宜高估；汇率方面，美元震荡偏弱，人民币弱势有望逐步缓解。“欧紧美松”的加息节奏决定了美元的弱势，人民币则受到政治局会议对于稳增长、稳汇率定调的提振。金价料将震荡偏强，受益于紧缩预期进一步降温，美债实际利率、美元预计会出现同步下行，黄金也有望回到上涨趋势当中。

美元流动性平衡。据境外银行间美元拆借加权成交利率，隔夜 5.10%，1w5.20%，1m5.50%，3m5.70%，6m5.80%。

#### 四、前瞻：从“多高”到“多久”

前瞻地看，随着加息周期见顶，对美联储后续政策关注的焦点将由“多高”转向“多久”。近期房价、房租水平的超预期上行和黑海粮食协议的终结可能对通胀再度造成阶段性上行压力，支撑利率在高位持续更久。美元隔夜利率曲线（OIS）目前显示美联储在年末之前还有 42% 的可能性继续加息 25bp，并在 2024 年第一季度进行第一次降息。

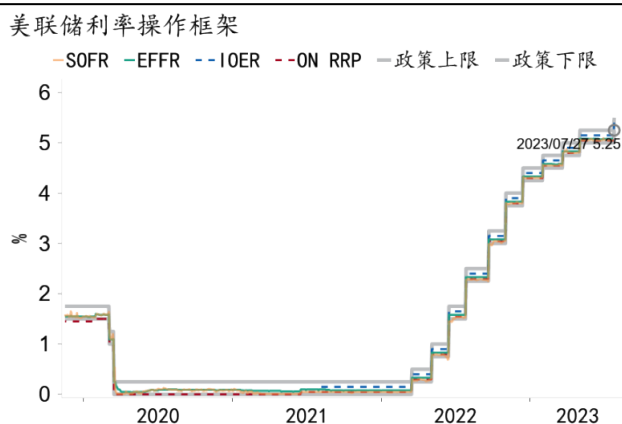
**（评论员：招商银行研究院、资产负债管理部、纽约分行）**

表 1: 美联储议息会议声明文本对比

类型	2023 年 7 月 26 日	2023 年 6 月 15 日
经济表现	经济温和( <b>moderate</b> )扩张。	经济温和( <b>modest</b> )扩张。
	就业持续多月增长强劲, 失业率维持低位。	就业持续多月增长强劲, 失业率维持低位。
	信用条件收紧可能令经济承压, 幅度尚不确定, 银行系统仍然安全有韧性。	信用条件收紧可能令经济承压, 幅度尚不确定, 银行系统仍然安全有韧性。
	委员会持续高度关注通胀风险。	委员会持续高度关注通胀风险。
货币政策	委员会坚定致力于将通胀率恢复到 2% 的目标。	委员会坚定致力于将通胀率恢复到 2% 的目标。
	委员会决定将联邦基金利率的目标范围 <b>提升至 5.25 至 5.5%</b> 。	委员会决定将联邦基金利率的目标范围维持在 5.0 至 5.25%。
	为确定多大力度的“增量巩固性政策”是适当的, 委员会将考虑货币政策的累计紧缩效果、货币政策的滞后性、经济和金融情况的后续发展。	为确定多大力度的“增量巩固性政策”是适当的, 委员会将考虑货币政策的累计紧缩效果、货币政策的滞后性、经济和金融情况的后续发展。
	委员会将继续减少其持有的国债、机构债务和 MBS。	委员会将继续减少其持有的国债、机构债务和 MBS。
投票情况	全票通过。	全票通过。

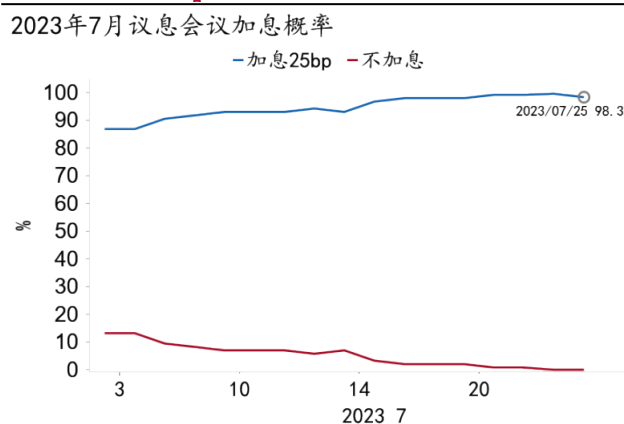
资料来源: 美联储、招商银行研究院

图 1: 美联储上调政策利率至 5.25-5.5% 区间



资料来源: Macrobond、招商银行研究院

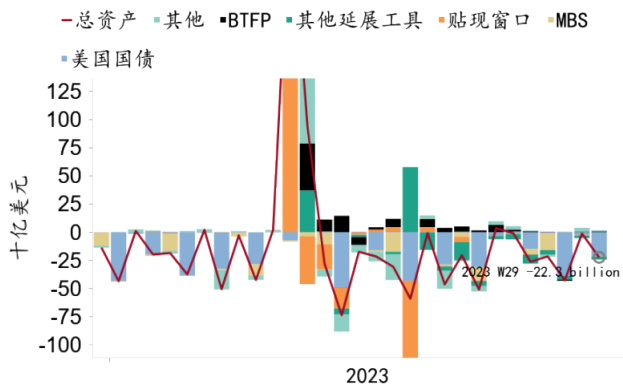
图 2: 加息 25bp 符合市场预期



资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图 3: 缩表计划稳步推进

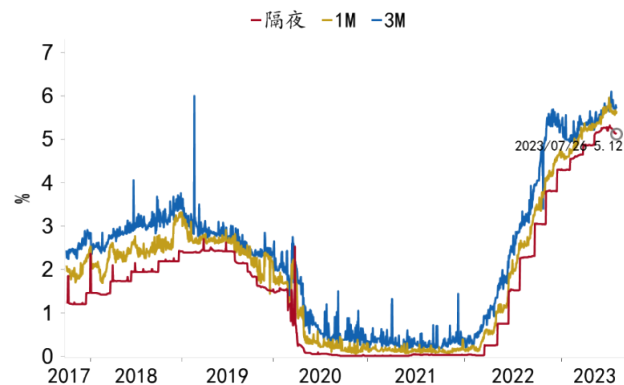
美联储总资产周增幅及拆分



资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图 4: 美元流动性平衡

境内银行间美元市场利率



资料来源: Macrobond、招商银行研究院