

2023年7月27日

全球宏观

更高但未必更久，美债收益率曲线修复可期——7月 FOMC 会议点评

美联储7月如期加息25基点。整体而言，对于加息略偏鹰，而未来的降息略偏鸽，整体偏鸽。

蔡瑞, CFA

Carl.Cai@bocomgroup.com
(852) 3766 1808

加息端偏鹰：进一步加息可能性仍存，且具有较大不确定性。

- 利率声明保留了后续加息窗口，年内美联储仍有可能存在最后一加，具体取决于未来几个月包括通胀、就业在内的数据。关于9月是否加息，鲍威尔在新闻发布会措辞模糊，强调未来仍会依据数据做出加息或暂停加息的决定，8月杰克逊霍尔全球央行年会或是一个重要的观察窗口。
- 美联储短期加息态度偏鹰，原因在于当前核心通胀位置仍高，劳动力市场趋紧或拖慢核心通胀的回落。美联储对于经济增长描述的措辞边际升温。

降息端偏鸽：降息不用等到通胀回到2%，且可和缩表同时进行。

- 美联储主席鲍威尔对于降息偏鸽，其给出了较多信息点，包括：1) 重申年内不降息；2) 不用等到通胀回到2%即可降息；且3) 降息可以和缩表同时进行。
- 随着美国TGA账户余额重新增加，这意味着其开始重新抽回流动性。与此同时美联储资产负债表短暂扩表已经结束，资产负债表规模已经重新降至银行业风险事件前的水平。在未来，美联储需要某种对冲货币紧缩的工具以实现经济的软着陆，而降息则可很好扮演此角色。
- 降息与缩表的政策组合值得关注，其同时进行有助于修复收益率曲线，对风险资产整体而言偏积极。降息和缩表的组合可带来短端利率下降（降息），长端利率上行（缩表），从而修复当前收益率曲线严重倒挂的情况。收益率曲线的修复对风险资产利好。

操作建议：对风险资产的配置由谨慎转向谨慎乐观

- 美联储停止加息后，全球风险资产趋于改善。中国股市当前处于底部震荡位置，反弹可期。1) 盈利端，7月中共中央政治局会议后，中国股市的盈利预期和风险偏好迎来改善窗口；2) 估值端，美联储货币政策“更高但未必更久”叠加美债收益率曲线修复可期，这将利好全球风险资产，对于港股的流动性压力可能边际缓解。
- 对于风险资产谨慎乐观的同时，我们未来仍需密切关注：1) 紧缩的滞后性仍有待观察；2) 后续利率路径仍具有不确定性。

美联储“短鹰长鸽”的背后

2023 年 7 月 27 日，美联储如期上调利率 25 基点，为本次加息周期的第 11 次加息，利率升至 2001 年以来的新高。整体而言，美联储对于加息的态度略偏鹰，而对未来的降息略偏鸽。整体偏向鸽派的原因来自于美联储对于降息的讨论。市场对于降息也给出了积极的反馈，市场对美联储降息的预期提前至 12 月会议。

加息偏鹰：后续利率仍可能更高，且具有较大不确定性

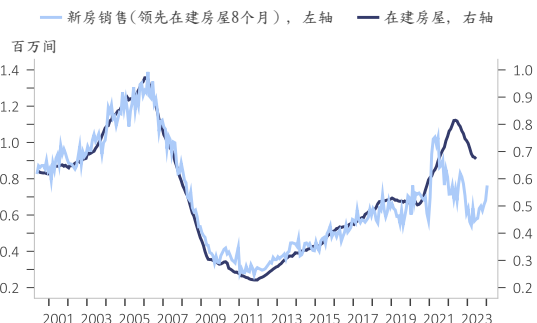
利率声明较 6 月会议几乎没有变化，且未提及对未来政策的指引。年内美联储仍有可能存在最后一加，具体取决于未来几个月的经济情况。关于 9 月是否加息，鲍威尔在新闻发布会给出了模糊措辞，强调未来仍会依据数据逐次做出加息或暂停加息的决定。8 月杰克逊霍尔全球央行年会或是一个重要的观察窗口期。

- ⊕ **后续政策选择仍留有空间。** 美联储保留“信贷紧缩可能对经济活动产生压力”这种谨慎措辞，以及维持强调“在确定进一步的政策紧缩合适程度以使通胀随时间的推移回到 2%”的基调，为后续会议政策选择保持灵活性。
- ⊕ **经济上行风险对结束加息周期存在阻力。** 7 月利率声明对经济增长的描述边际升温。由此前的“温和”（Modest）增长变为“适度”（Moderate）增长。在美联储的语境中，“Moderate”的力度较“Modest”更强。同时，鲍威尔表示美联储工作人员不再预测美国经济会陷入衰退（they are no longer forecasting a recession），且随着时间经济增长更强劲可能会加剧通胀，或需政策回应，即有必要还会在未来加息。
- ⊕ **9 月可能暂停加息，但仍不会宣布结束加息周期。** 鲍威尔再次表示未来加息将采取数据依赖的方式，逐次做出加息或暂停加息的决定，后续利率仍可能更高，且具有较大不确定性。

美联储短期加息维持“鹰派”，后续是否加息核心关键在于未来几个月的通胀、就业数据。

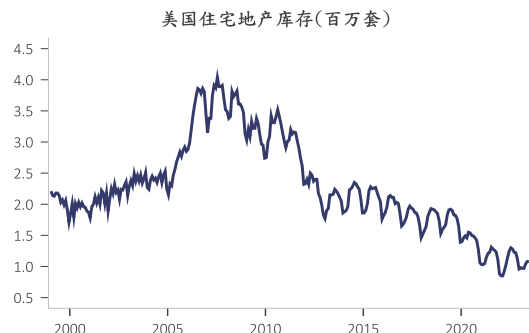
- ⊕ **6 月通胀回落超预期，但核心通胀位置仍高，回落斜率很关键。** 6 月名义通胀降至接近 3% 的水平，但是核心通胀还在 4.8% 的高位，美联储强调通胀仍在高位，担心的主要还是核心通胀回落缓慢的进展。
- ⊕ **近期美国地产销售反弹，未来或影响通胀回落速度。** 加息尚未结束，美国房地产领域近期反弹或降低后续通胀回落的速度。尽管高位利率仍对房地产需求端持续压制，但供给端处在历史低位，造成供需紧平衡，从而对房价形成支撑。房租分项是核心通胀的主要组成，房价企稳并传导至租金，这可能将直接影响核心通胀的回落速度。
- ⊕ **薪资对服务价格的传导压力仍在，就业供需缺口未来几个月的改善状况对加息影响较大。** 劳动力市场转弱尚未取得明显进展，供需缺口仍大，服务业新增就业尚未明显回落，意味着短期薪资上涨的压力仍在，并会进一步传导至价格，延缓通胀的回落速度。

图表 1: 美国新屋销售反弹



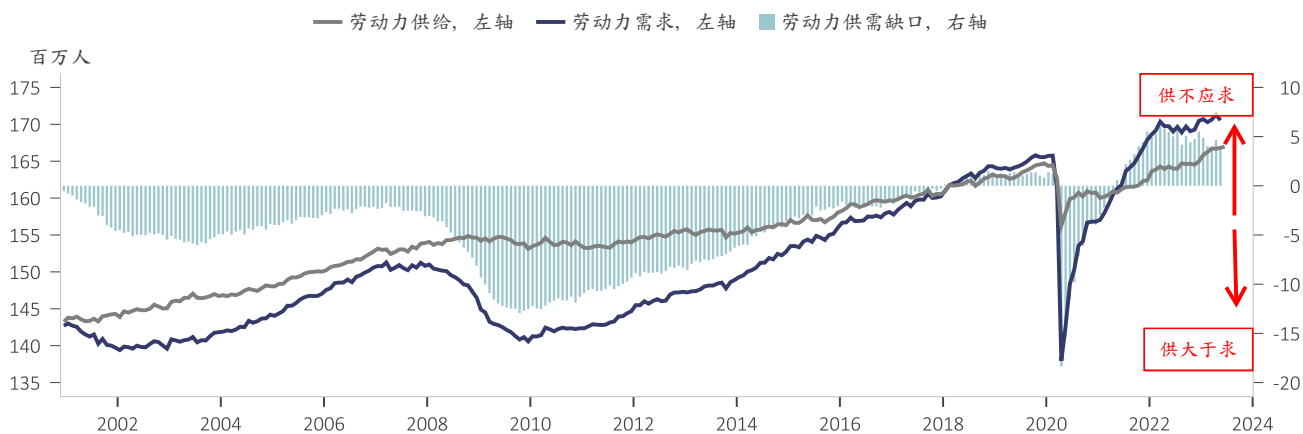
资料来源: Macrobond、交银国际

图表 2: 美国住宅地产库存处于历史低位



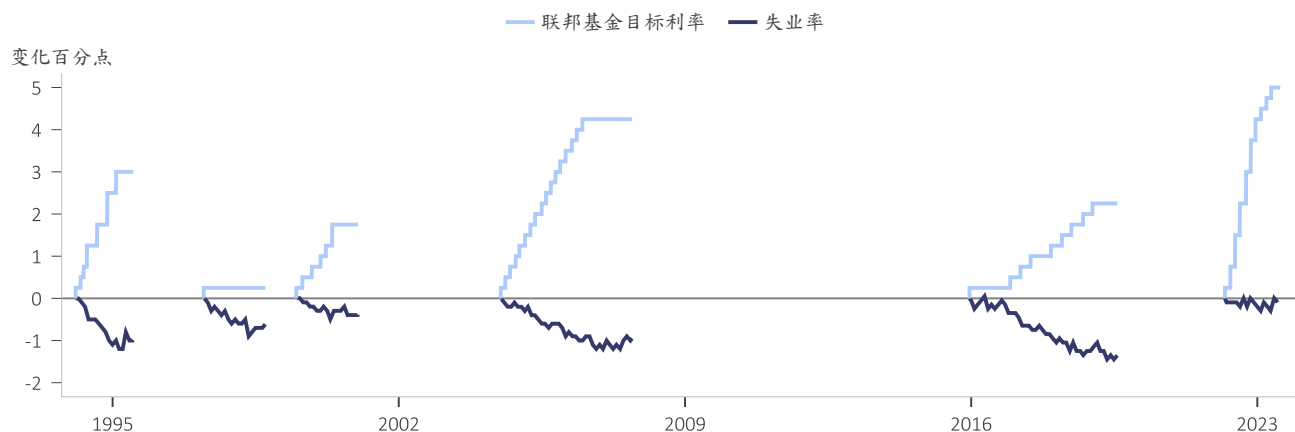
资料来源: Macrobond、交银国际

图表 3: 美国劳动力市场供需缺口收窄，但缺口仍较为明显



资料来源: Macrobond、交银国际

图表 4: 结构性因素的扰动下，此轮美国劳动力市场相比历史更具韧性



资料来源: Macrobond、交银国际

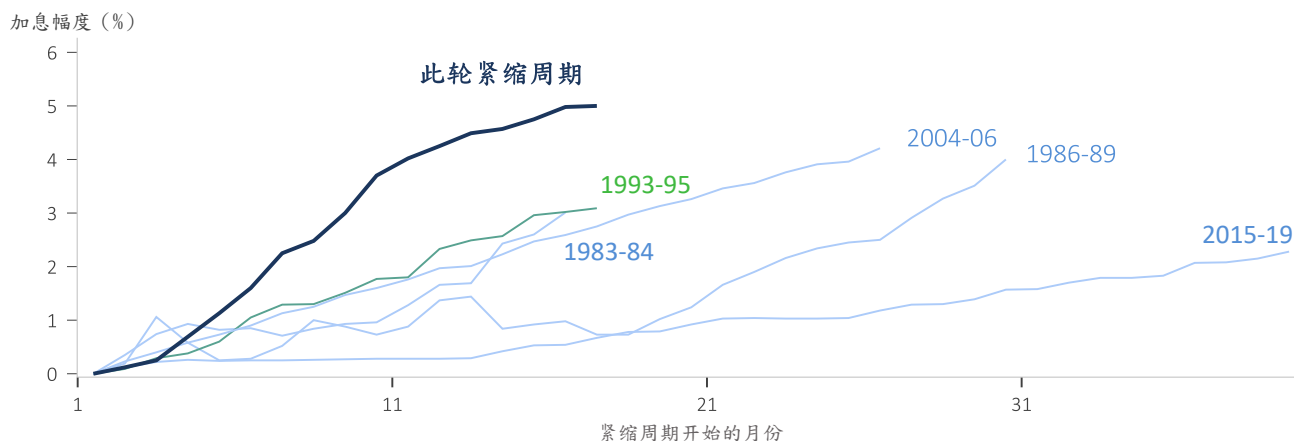
降息偏鸽：降息不用等到通胀回到 2%，且可和缩表同时进行

- ⊕ 重申年内不会降息（we'd be comfortable cutting rates when we're comfortable cutting rates. And that won't be this year, I don't think）。
- ⊕ 降息不用等到通胀回到 2%（...starting cutting before you got to 2% inflation...）。尽管鲍威尔预计要到 2025 年才能回到 2% 的通胀目标，但是降息不用等到通胀回到 2%。
- ⊕ 降息和缩表可同时进行（...to cut nominal rates next year while also continuing QT ... that could happen）。鲍威尔表示将继续进行缩表，而降息和缩表可同时进行操作。一方面，降息可部分对冲缩表带来的流动性紧缩。另一方面，降息和缩表同时进行对于收益率曲线修复亦具有重要作用。

美联储对于降息的表述有所软化，原因主要在于紧缩的滞后性或将逐渐显现，与此同时 TGA 账户对流动性的支持已经逆转。

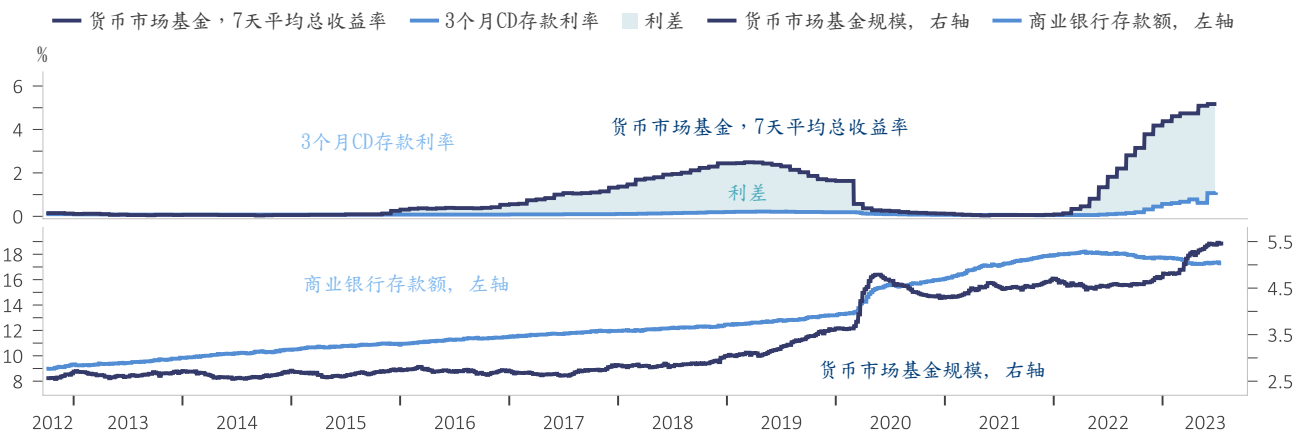
信贷紧缩滞后效应将逐渐在经济活动中显现。本轮加息周期已属历史上最快的加息周期，且加息幅度最大。紧缩周期具有滞后性，根据美联储官员沃克的表述，加息周期滞后效应逐渐在 12 个月后显现，2022 年下半年是加息路径陡峭的阶段，预计对经济影响将逐渐体现。银行业风险已逐渐缓和，从最新的银行业存款和货币市场基金数据来看，存款搬家现象已有所缓和，但是信贷紧缩的影响可能仍有待观察。

图表 5: 美国此轮紧缩周期在历史上为时最短，加幅最大



资料来源: Macrobond、交银国际

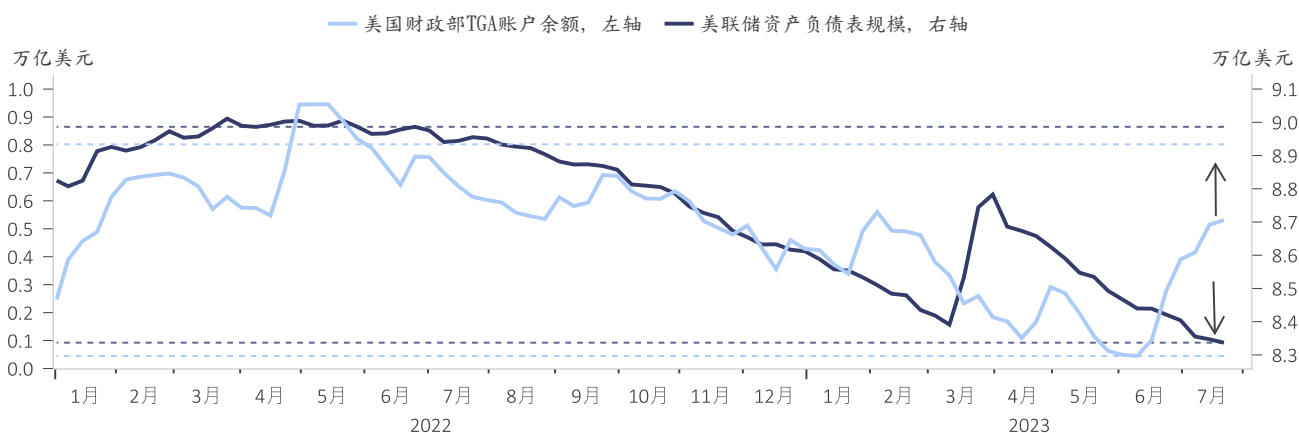
图表 6: 美国银行业风险渐退，存款“搬家”现象已有所缓和，但信贷紧缩效应的滞后显现仍有待观察



资料来源: Macrobond、交银国际

TGA 账户余额重新上升，以及美联储延续缩表，流动性再度紧缩，而降息某种程度上可以对冲紧缩。随着美国债务上限协议的达成，美国 TGA 账户余额重新增加，这意味着其开始重新抽回流动性。与此同时美联储负债表短暂扩表已经结束，资产负债表规模已经重新降至银行业风险事件前的水平。但在未来，美联储需要某种对冲货币紧缩的工具以实现经济的软着陆，而降息则可以很好的扮演此角色。

图表 7: 美国财政部 TGA 账户余额开始重新增加，美联储延续缩表



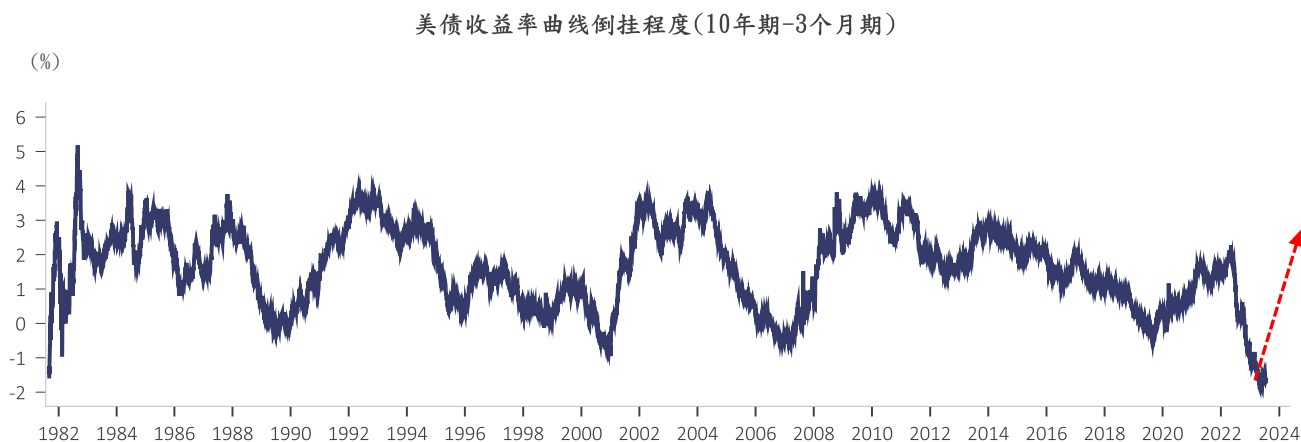
资料来源: Macrobond、交银国际

降息与缩表的政策组合值得关注，其同时进行有助于修复收益率曲线，对风险资产整体而言偏积极。

降息和缩表的组合可带来短端利率下降（降息），长端利率上行（缩表），从而修复当前收益率曲线严重倒挂的情况。收益率曲线的修复对风险资产利好：

- **收益率曲线本身就是市场预期的投射**，降息通常向市场传递的是负面的信号，即经济即将或者已经步入衰退。但美联储仍致力于实现软着陆，尽管后续经济可能会继续转弱，但是可能避免衰退。而降息叠加缩表有助于修复收益率曲线，对于风险资产来说是个友好的组合。
- **收益率曲线修复有助于缓解信贷紧缩**。银行业商业模式的基础在于收益率曲线，短融长投，收益率曲线倒挂直接加剧信贷紧缩状况，因此对收益率曲线的修复将从另一个角度缓解高利率市场环境下的信贷紧缩，有助于经济实现软着陆，进而利好风险资产。

图表 8: 降息+缩表可带来短端下降（降息），长端上行（缩表），从而修复严重倒挂的收益率曲线

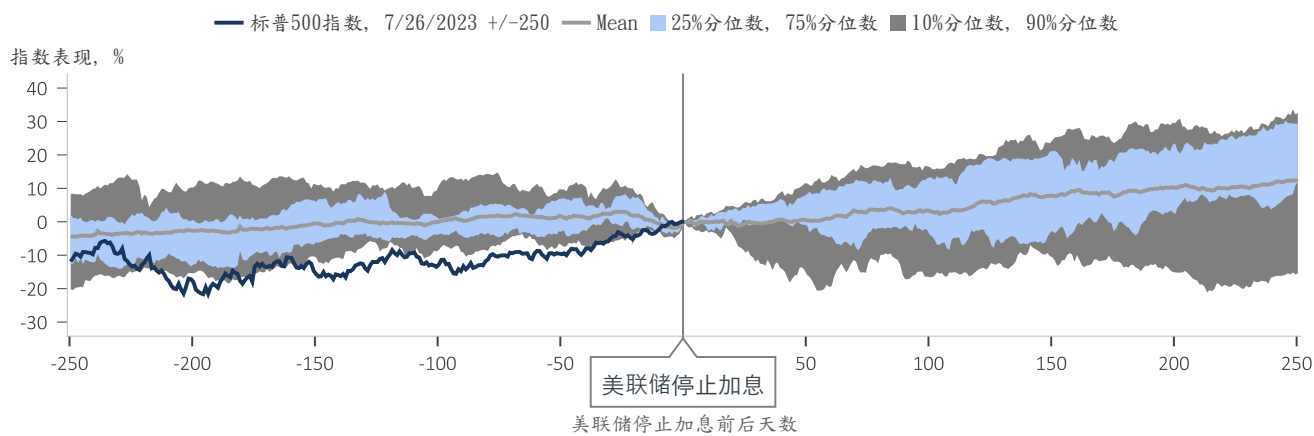


资料来源: Macrobond、交银国际

操作建议：对风险资产的配置由谨慎转向谨慎乐观

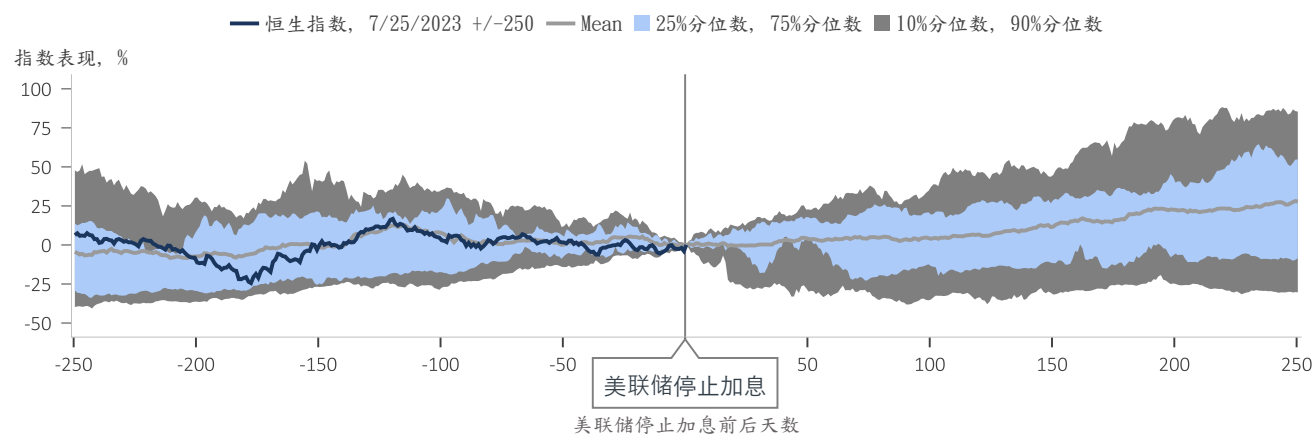
美联储停止加息后，全球风险资产趋于改善。从过去几轮加息周期复盘来看，当美联储停止加息时，流动性改善的带动下，全球风险资产倾向于上涨。从过去几轮停止加息后的均值表现来看，美股、港股在美联储加息结束后均趋向上涨。

图表 9: 当美联储停止加息时，美股趋向上涨



资料来源: Macrobond、交银国际

图表 10: 当美联储停止加息时，港股趋向上涨



资料来源: Macrobond、交银国际

中国股市当前处于底部震荡位置，反弹可期。

- ① **盈利端**，7月中央政治局会议后，中国股市的盈利预期和风险偏好迎来改善窗口。7月政治局会议从逆转预期入手，首次提出“要活跃资本市场”。多项举措提振消费、投资以及风险三股预期最终拧成合力汇聚在资本市场，稳预期最终的效果就是改善当前资本市场信心疲弱的现状，促进资本市场的良性发展，而活跃资本市场最终也将对市场形成正向反馈。活跃资本市场有望：1) 通过居民部门财富效应，进一步正向反馈并扩大内需、促进消费。2) 为企业融资创造更佳条件，从而扩大生产，创造就业，回馈实体经济。3) 增厚地产企业的权益资产，改善资产负债表，降低杆杆率，从而减弱风险。
- ② **估值端**，美联储货币政策“更高但未必更久”叠加美债收益率曲线修复可期，这将利好全球风险资产，对于港股的流动性压力可能边际缓解。相较于美股年初至今已反弹较多，当前中国股票市场正处于偏底部震荡的位置，后市改善的机会更大。

对于风险资产谨慎乐观的同时，我们未来仍需密切关注两个点：

- ① **紧缩的滞后性仍有待观察**。尽管美联储认为后续美国经济有望实现软着陆，但考虑到此轮快速加息周期对于经济的冲击与影响尚未显现，其冲击力不应低估，需要保持谨慎以确定美国经济是否能软着陆。
- ② **后续利率路径仍具有不确定性**。美联储后续降息可期，但短期的加息、降息时点、降息路径及幅度仍然有较大不确定性，需保持谨慎、密切关注。

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼

总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

2023年7月27日

全球宏观



分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i)发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii)他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii)对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i)他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii)他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii)他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、金川集团国际资源有限公司、嘉兴市燃气集团股份有限公司、青岛控股国际有限公司、Edding Group Company Limited、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、GOGO Holdings Limited（前称：58 Freight Inc.）、苏新美好生活服务股份有限公司、兴源动力控股有限公司、佳捷康创新集团有限公司、清晰医疗集团控股有限公司、汇通达网络股份有限公司、东原仁知城市运营服务集团股份有限公司、武汉有机控股有限公司、读书郎教育控股有限公司、博维智慧科技有限公司、润迈德医疗有限公司、乐透互娱有限公司、双财庄有限公司、中国旅游集团中免股份有限公司、香港汇德收购公司、百奥赛图(北京)医药科技股份有限公司、宁波健世科技股份有限公司、润歌互动有限公司、子不语集团有限公司、交运燃气有限公司、多想云控股有限公司、步阳国际控股有限公司、阳光保险集团股份有限公司、康津生物科技(上海)股份有限公司、冠泽医疗资讯产业(控股)有限公司、澳亚集团有限公司、粉笔有限公司、润华生活服务集团控股有限公司、淮北绿金产业投资股份有限公司、洲际船务集团控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、北京绿竹生物技术股份有限公司、中天建设(湖南)集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、怡俊集团控股有限公司、宏信建设发展有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、四川科伦博泰生物医药股份有限公司及新传企划有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及Interra Acquisition Corp的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券，并可能不时进行买卖，或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受递送延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不暗示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。