广发证券 GF SECURITIES

广发宏观

7 月美联储会议纪要的关键信息

分析师： 郭磊
SAC 执证号：S0260516070002
SFC CE.no: BNY419
021-38003572
guolei@gf.com.cn

报告摘要:

- **美联储每年召开 8 次议息会议，会议纪要（Minutes）是对政策形成过程和政策背后逻辑的详细说明，一般在会议三周后公布。2023 年 7 月 26 日，美联储启动了本轮周期以来第 11 次加息；8 月 16 日公布的 7 月议息会议纪要有三点关键信息，第一，在 7 月会议中，美联储官员对是否加息的决定有小幅分歧，绝大部分（almost all）与会者支持 7 月加息，几位与会者（a couple）倾向于 7 月暂停加息；第二，大部分（most）与会者认为通胀存在较大向上风险，但也注意到一些价格回落的迹象，因此未来紧缩路径仍将以数据依赖的方式进行；第三，货币政策已经达到限制性水平，虽然美联储仍然无法给出后续确定的加息/不加息答案，但下一阶段对美联储很重要的是“平衡加息过多及加息不足可能导致的风险”。**

美东时间 2023 年 8 月 16 日，美联储公布 7 月 25-26 日议息会议纪要。纪要显示，第一，在 7 月会议中，美联储官员对是否加息的决定有小幅分歧，绝大部分（almost all）与会者支持 7 月加息，但几位与会者（a couple）倾向于 7 月暂停加息。

第二，会议纪要显示，绝大多数美联储官员认为通胀存在向上风险，但也注意到一些价格回落的迹象，因此未来美联储货币政策路径仍然将以数据依赖的方式进行，未来数月的经济数据将反映价格回落的趋势以及就业市场供需是否会达到更加平衡的状态。此外，纪要显示，美联储工作人员预计住房价格增速以及除住房外核心服务价格将在下半年持续放缓。

（“Most participants continued to see significant upside risks to inflation, which could require further tightening of monetary policy, the data arriving in coming months would help clarify the extent to which the disinflation process was continuing”）。

在 7 月议息会议后的新闻发布会中，鲍威尔表示美联储将关注 5 个数据，分别是 7 月和 8 月的就业和通胀数据以及 2 季度雇佣成本指数，从现阶段已公布的数据来看，大致符合 9 月暂停加息标准。7 月通胀数据继续小幅回落，7 月核心 CPI 同比增 4.7%，低于前值的 4.8%；季调环比增 0.2%，持平于预期，6 月和 7 月核心 CPI 环比读数为 2021 年 3 月以来最低水平；非农数据亦延续放缓态势，7 月新增非农 18.7 万人，低于市场预期的 20 万人，为过去 16 个月以来第二次不及预期；2 季度雇佣成本指数环比从 1.2%回落至 1%，预期 1.1%，亦显示薪资压力正在逐步放缓。

第三，货币政策已经达到限制性水平，未来美联储将不断平衡加息过多以及加息不足可能导致的风险。“with the stance of monetary policy in restrictive territory, risks to the achievement of the committee’s goals had become more two sided, and it was important that the Committee’s decisions balance the risk of an inadvertent overtightening of policy against the cost of an insufficient tightening”。结合前文美联储官员对“数据依赖”的

表述，我们理解，虽然美联储仍然无法给出确定的加息/不加息答案，但美联储现阶段的重点已经从控通胀为唯一目标转变为平衡过头对经济的产生过多负面冲击以及加息不够导致的通胀反弹。

- **美联储的议息会议通常由工作人员（staff）提供一份基准展望材料，供美联储与会者（participants）参考。鲍威尔在 7 月会后的新闻发布会中提到，软着陆是他的基准情形（“base-cases”）。本期展望显示，基于偏强的消费和经济韧性，美联储工作人员上调经济预测，不再把衰退当做假设情形；同时认为 2024-25 年经济增长可能会低于潜在增速，导致失业率会有一定程度的上行。从最新数据来看，7 月美国零售数据超预期增长，显示美国居民端仍超预期韧性，叠加通胀延续回落，居民实际消费增速较强；经济的高频数据以及领先指标显示美国制造业亦接近触底，我们上修 3 季度美国 GDP 环比折年率增速预测至 2.2%。**

  7 月纪要显示，美联储工作人员不再把衰退当做假设情形，但 2024-25 年经济增长可能会低于潜在增速，并且失业率会有一定程度的上升（“the staff no longer judged that the economy would enter a mild recession toward the end of the year. However, the staff continued to expect that real GDP growth in 2024 and 2025 would run below their estimate of potential output growth, leading to a small increase in the unemployment rate relative to its current level.”）鲍威尔在 7 月会后的新闻发布会中也提到，软着陆可能是他的基准情形（“base-cases”）。

  从数据来看，7 月零售超预期增长，环比增 0.7%，预期增 0.4%，核心零售环比增 1%，预期增 0.5%，显示居民消费韧性。具体来看，非商店消费环比增 1.9%，为主要贡献项，7 月亚马逊会员日（Amazon Prime Day）为主要背景，此外食品服务和饮酒（food services and drinking places）亦显著上行，环比增 1.4%。向前看，我们倾向于认为，在薪资粘性较高、商品通胀回落的背景下，居民商品消费增速可能企稳回升，对经济形成主要支撑，参见 8 月 11 日外发报告《美国核心通胀继续小幅回落》。

  制造业方面，经济的高频数据如制造业 PMI 以及各地方联储制造业指数数据均显示，制造业可能接近触底；制造业补库的领先指标如资本品订单、资本开支调查增速亦出现触底迹象，参见 7 月 4 日外发报告《挑战软着陆：2023 年中期海外环境展望》；此外，7 月工业产出环比增 1%，预期增 0.3%，其中，制造业产出环比增 0.5%，预期增 0%。结合消费和制造业数据来看，我们将美国 3 季度 GDP 环比折年率上修至 2.2%。

- **7 月议息纪要对通胀的判断略显纠结。一方面，美联储工作人员上调了 2025 年 PCE 和核心 PCE 同比预测至 2.2%和 2.3%，高于 6 月预测的 2.1%和 2.2%；美联储与会官员则一方面沿用通胀“仍不可接受的高”（remained unacceptably high）；但同时认为，一些初步迹象表明，通胀压力正在减弱，比如核心商品、网上购物价格正在回落、企业上调价格的幅度也在缩减、住房项价格维持下行态势等。上述认识显示关于通胀走势的信号复杂，对美联储来说也很难做出确定性判断，只能未来相机抉择。**

  7 月纪要显示，美联储工作人员上调了 2025 年 PCE 和核心 PCE 同比预测至 2.2%和 2.3%，高于 6 月预测的 2.1%和 2.2%。然而，美联储与会者认为，虽然现阶段通胀仍然太高，但一些初步迹象表明，通胀压力正在减弱，比如核心商品、网上购物价格正在回落，企业抬高价格的幅度也在缩减，住房项价格维持下行态势（“participants cited a number of tentative signs that inflation pressures could be abating, including some softening in core goods prices, lower online prices, evidence that firms were raising prices by smaller amounts than previously ,slower increases in shelter prices, and recent declines in survey estimates of shorter-term inflation expectations. ”）。

- **7 月议息纪要没有给出加息周期结束的结论，对通胀的认识又相对模糊；叠加当日公布的工业生产增速超预期，小幅提升了 11 月加息的概率。Fed Watch 数据显示的 9 月美联储暂停加息以及继续加息 25bp 的概率分别为 88.5%和 11.5%；但 11 月加息 25bp 和不加息的概率分别是 37.9%和 58.2%，前值分别为 35.7%和 60.9%；期货隐含终端政策利率上行 1bp 至 5.43%。从资产表现来看，和加息概率小幅提升对应，十年期美债收益率上行 4bp 至 4.25%；美元指数上行至 103.43；三大股指均有不同程度下跌。**

  近期公布的美国经济数据显示美国经济超预期韧性，此外，如纪要中显示，通胀仍有上行风险，两者叠加导致

市场上调终端政策利率预期并且下调明年降息幅度预期。美债收益率上行 4bp 至 4.25%；美元指数上行至 103.43，前值 103.20；三大股指均跌，SP500 指数跌 0.76%，纳斯达克指数跌 1.15%，道琼斯工业指数跌 0.52%。

- **核心假设风险：**美国经济因美联储快速收紧流动性而陷入深度衰退，导致美联储超预期降息或者提前结束缩表；俄乌局势升级，引发全球通胀再度升温；欧美银行储蓄转移加速导致信贷收缩幅度超预期。

广发宏观研究小组

郭　　磊：　广发证券首席经济学家、首席分析师，2016 年加入广发证券发展研究中心。
吴 棋 滢：　资深分析师，经济学硕士，2017 年加入广发证券发展研究中心。
贺 骁 束：　资深分析师，经济学硕士，2017 年加入广发证券发展研究中心。
钟 林 楠：　资深分析师，经济学硕士，2020 年加入广发证券发展研究中心。
王　　丹：　资深分析师，经济学硕士，2021 年加入广发证券发展研究中心。
陈 嘉 荔：　高级研究员，理学硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心
文 永 恒：高级研究员，经济学博士，2023 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入:　预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
持有:　预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%～+10%。
卖出:　预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入:　预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
增持:　预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
持有:　预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%～+5%。
卖出:　预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉北路 429 号泰康保险大厦 37 楼	香港德辅道中 189 号李宝椿大厦 29 及 30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究

人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。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。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。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，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。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，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第 5 类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。