

会议纪要显示美联储不排除进一步加息可能

——美联储议息会议纪要点评

相关研究：

- 1.《通胀超预期下行，4月能源、服务业价格或为扰动项》 2023.04.14
- 2.《美联储加息大概率已达终点，何时降息仍存在分歧》 2023.05.16
- 3.《CPI核心通胀粘性较高，预计年内不降息》 2023.06.19
- 4.《美国二季度GDP增速超预期，年内软着陆概率上升》 2023.08.02
- 5.《CPI通胀回落超预期，降息预期或推迟至24年中》 2023.08.14

分析师：何超

证书编号：S0500521070002

Tel: 021-50295325

Email: hechao@xcsc.com

联系人：周可

Tel: 021-50295364

Email: zk06926@xcsc.com

地址：上海市浦东新区银城路88号
中国人寿金融中心10楼

核心要点：

□ 事件

美联储发布7月FOMC会议纪要，市场解读偏鹰派。当日三大股指均下跌，道琼斯工业指数、标普500、纳斯达克指数分别录得-0.52%、-1.15%、-0.76%。

□ 经济增速适中，通胀压力缓解，但仍不能排除进一步加息可能

2023年上半年以来经济增速适中。已公布数据表明经济是具有韧性的，通胀压力进一步得到缓解，就业仍然紧缺，薪资增速强劲。与会人士不再认为2023年会出现温和衰退。但仍然认为2024、2025年的GDP增速要低于潜在增速，失业率在现有水平上将小幅上升。

银行系统稳健且富有弹性。尽管最新的压力测试表明大型银行有能力抵御严重的经济衰退，但美联储仍需要确保在危急时刻履行好最后贷款人角色。

通胀压力缓解，年内衰退概率下行。随着供需失衡问题的解决，2024年通胀问题进一步缓解。但本次会议认为通胀韧性比此前预计的更高。本次会议预计2025年PCE为2.2%，核心PCE为2.3%。公开市场调查显示，交易员与参与者认为2024年底之前出现衰退的概率很大，但是出现衰退的时间预期较之前有所推迟。

不排除未来继续加息可能性。与会者均支持将联邦基金利率目标区间上调至5.25%-5.5%。被调查者认为7月之后还有进一步采取紧缩措施的可能。市场接下来将关注8月24日举行的杰克逊霍尔全球央行会议带来的增量信息。

□ 美联储资产负债表月度变动（7月20日-8月16日）

8月16日美联储资产总规模为81457.27亿美元，较7月19日净缩表规模为1288.25亿美元。规模降至2021年7月以来新低。

资产端，持有国债50060.75亿美元，较7月19日减少769.61亿，持有MBS减少205.76亿美元，贷款工具减少151亿美元。负债端，逆回购增加379.81亿美元，机构存款减少1517.08亿美元，其中TGA存款减少1526.27亿美元，银行准备金增加83.63亿美元。流动性方面，7月20日-8月17日净流动性减少141.79亿美元，表明流入金融体系的资金减少。准备金余额上升表明在准备金充裕框架下，当前发债规模尚未对资产价格走势产生显著影响。填补TGA账户余额的资金主要来自货币基金的逆回购。

□ 风险提示

全球疫情反复；海外流动性过度收紧；地缘冲突进一步升级。

1 经济增速适中，通胀压力缓解，但仍不能排除进一步加息可能

美东时间 8 月 16 日美联储公布 7 月 FOMC 会议纪要，纪要对当前经济金融市场、货币政策执行、未来经济展望作了简要概述。市场对本次议息会议的解读偏鹰派，当日三大股指收跌。

2023 年上半年以来经济增速适中。与会者 (Participants) 对当前经济形势看法与工作人员 (Staff) 的回顾基本一致。上半年 GDP 增速适中，已公布数据表明经济是具有韧性的。通胀压力进一步得到缓解。就业市场方面，尽管供小于需的问题得到缓解但劳动力市场仍然紧缺。二季度以来，非农就业人数增速降至 2020 年中以来最低值，但与疫情之前相比，薪资增速保持强劲。二季度国内私人购买包括 PCE、住房投资和商业固定投资等有所放缓，但在汽车产量的强劲支撑下，制造业产出有所增长。7 月议息会议对未来经济的预测要好于 6 月份。与会人员不再认为 2023 年会出现温和衰退。但仍然认为 2024、2025 年的 GDP 增速要低于潜在增速，失业率在现有水平上将小幅上升。

银行系统稳健且富有弹性。金融市场方面，紧缩的金融条件对经济活动、招聘和通胀都造成影响，但效果是不确定的。在此背景下，委员会将继续关注通胀风险。与会者还讨论了银行的情况。虽然货币政策紧缩预期并没有出现拐点，但金融状况有所缓解，这体现在了股票价格上涨和信贷息差的收窄上。对银行的担忧继续消散，银行股也出现了上涨，银行系统稳健而富有弹性。与会者认为未来影响银行经营的风险点包括：利率上升导致的资产未实现损失、无担保抵押品过度依赖以及融资成本的增加。尽管最新的压力测试表明大型银行有能力抵御严重的经济衰退，但美联储仍需要确保在危急时刻履行好最后贷款人角色。

通胀压力缓解，年内衰退概率下行。前瞻指标显示 2023 年下半年开始，住房服务价格、核心非住房服务价格、核心商品价格增幅放缓。随着供需失衡问题的解决，2024 年通胀问题进一步缓解。但本次会议认为通胀韧性比此前预计的更高。本次会议预计 2025 年 PCE 为 2.2%，核心 PCE 为 2.3%，此前 6 月份 SEP 预测分别为 2.1%、2.2%。

大部分与会者认为通胀压力在缓解，但还需要看到更多的数据证据才能确定通胀压力缓解的趋势。少数人认为除了住房外，核心服务价格并未出现明显的通缩迹象。预计 2024 年上半年真实利率会上升，并在随后的几年内保持在长期中性水平之上。

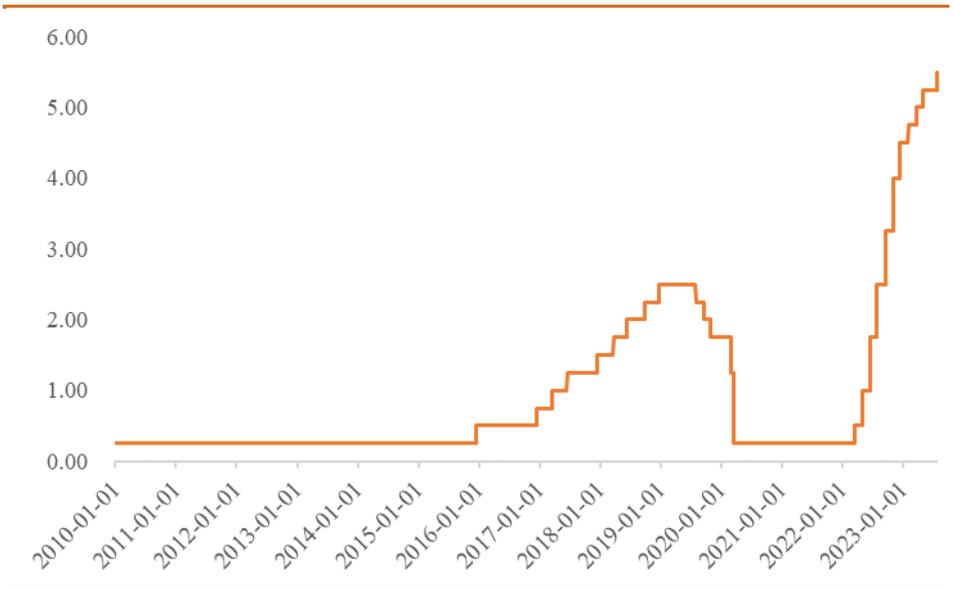
公开市场调查显示，交易员与参与者认为 2024 年底之前出现衰退的概率很大，但是出现衰退的时间预期较之前有所推迟。

ONRRP 起到填补财政的支撑作用。债务上限暂停后，隔夜逆回购工具 (ONRRP) 在填补财政存款方面发挥了重要作用。预计短期国债的发行量将继续增长，美联储资产负债表进一步缩减，需要更多民间资本来填补国债发行。另外政策不确定性降低会刺激货币基金延长投资组合久期，增加长久期资产的配置。因此 ONRRP 余额有进一步下降的可能。

与会者认为通胀仍存在上行风险，不排除未来继续加息可能性。所有与会者均支持将联邦基金利率目标区间上调至 5.25%-5.5%。一致认为他们将考虑货币政策的累积收紧程度、货币政策影响生态活动和通胀率的滞后性以及经济和金融发展情况，并向公众传达了数据依赖的重要性。大部分被调查者希望 7 月的加息是本轮紧缩周期的最有一次加息，但同时也认为 7 月之后还有进一步采取紧缩措施的可能。此外，委员们同意继续按照计划减少美联储持有的国债、机构债和 MBS。

市场接下来将关注 8 月 24 日举行的杰克逊霍尔 (Jackson Hole) 全球央行会议，美联储主席通常会在会议上给出新的信息或制定新的政策框架。本次会议有两大焦点议题，一是美联储 9 月会维持利率不变还是继续加息；二是长期通胀基准线是否会更高。

图 1 美国联邦基金目标利率 (%)



资料来源：Wind、湘财证券研究所

2 美联储资产负债表月度变动（7月20日-8月16日）

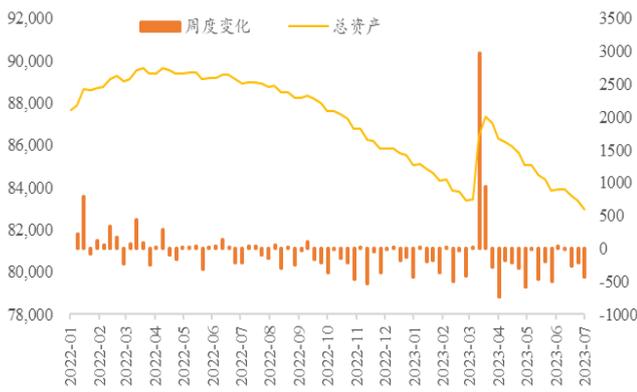
8月16日美联储资产总规模为81457.27亿美元，较7月19日的82745.52亿美元回落，净缩表规模为1288.25亿美元。总资产规模降至2021年7月以来新低。

资产端，持有国债50060.75亿美元，较7月19日的50830.36亿美元减少769.61亿，其中短期国债减少41.95亿、中长期国债（名义型）减少740.13亿、中长期国债（通胀指数型）没有变化。持有MBS减少205.76亿美元，贷款工具减少151亿美元。分具体贷款工具看，一级信贷（Primary credit）减少6.67亿美元、BTFP增加43.15亿、其他信贷工具（other credit extensions）增加180.04亿美元。其他信贷工具包括发放给后来被联邦存款保险公司（FDIC）接管的存款机构和FDIC设立的存款机构的贷款。联邦储备银行对这些存款机构的贷款由抵押品担保，联邦存款保险公司提供还款担保。

负债端，逆回购增加379.81亿美元，机构存款减少1517.08亿美元，其中TGA存款减少1526.27亿美元，银行准备金增加83.63亿美元。机构存款减少主要来自TGA账户，8月以来TGA账户处于净支出的状态，7月26日-8月16日三周分别变动-889.71亿、-286.64亿、-474.48亿美元。TGA账户余额下降只是阶段性的支出需要导致。美国财政部计划在9月底将TGA余额上调至6500亿美元，而截至8月17日只有3848.14亿美元。后续发债压力将会对美债收益率产生波动影响。

流动性方面，我们使用总资产-TGA账户-逆回购账户表示金融体系净流动性。7月20日-8月17日总资产规模下降、TGA账户下降、逆回购账户上升，轧差得净流动性减少141.79亿美元，表明流入金融体系的资金减少。准备金余额上升表明在准备金充裕框架下，当前发债规模尚未对资产价格走势产生显著影响。填补TGA账户余额的资金主要来自货币基金的逆回购。

图2 美联储资产负债表规模及变动 (亿美元)



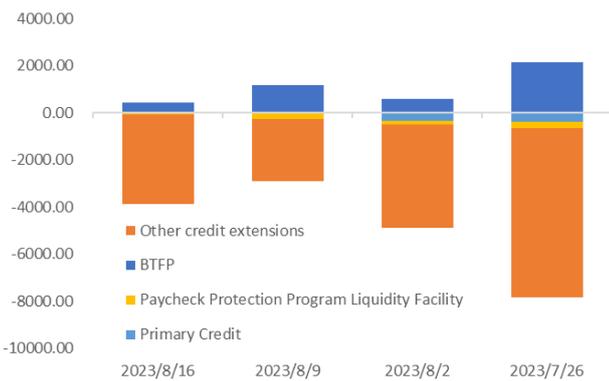
资料来源: Wind, 湘财证券研究所

图4 负债端主要分项规模 (亿美元)



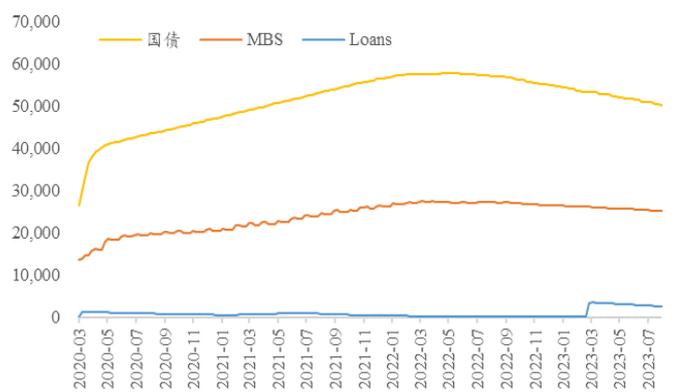
资料来源: Wind, 湘财证券研究所

图6 Loans 各分项规模变动 (百万美元)



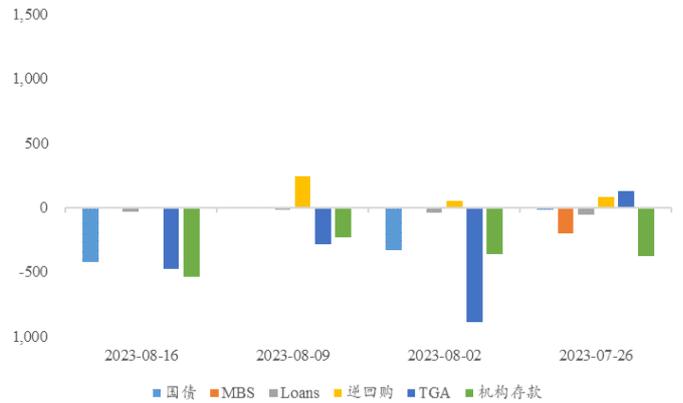
资料来源: Wind, 湘财证券研究所

图3 资产端主要分项规模 (亿美元)



资料来源: Wind, 湘财证券研究所

图5 资产、负债端主要分项周度变动 (亿美元)



资料来源: Wind, 湘财证券研究所

图7 BTPF 规模变动 (百万美元)



资料来源: Wind, 湘财证券研究所

表 1 美国经济数据汇总

指标		单位	2023-08	2023-07	2023-06	2023-05	2023-04	2023-03	2023-02
GDP	不变价折年	%				2.6			1.8
	不变价折年	%				2.4			2.0
通胀	CPI环比	%		0.2	0.3	0.3	0.5	0.3	0.6
	CPI同比	%		3.2	3.0	4.0	4.9	5.0	6.0
	核心CPI环比	%		0.2	0.3	0.4	0.5	0.5	0.7
	核心CPI同比	%		4.7	4.8	5.3	5.5	5.6	5.5
	PCE同比	%		0.0	3.0	3.8	4.3	4.2	5.0
	核心PCE同比	%		0.0	4.1	4.6	4.7	4.6	4.7
就业	新增非农就业人数	千人		187.0	209.0	339.0	253.0	236.0	311.0
	失业率	%		3.5	3.6	3.7	3.4	3.5	3.6
	劳动参与率	%		62.6	62.6	62.6	62.6	62.6	62.5
	平均时薪增速	%		0.5	0.4	0.4	0.3	0.4	0.4
	每周工时			34.3	34.4	34.3	34.4	34.4	34.5
景气指数	ISM制造业PMI			46.4	46.0	46.9	47.1	46.3	47.7
	IMS非制造业PMI			52.7	53.9	50.3	51.9	51.2	55.1
	Sentix投资信心指数		5.1	-3.7	-3.7	-6.5	-2.3	1.1	3.6
	密歇根消费者信心指数		71.2	71.6	64.4	59.2	63.5	62.0	67.0

资料来源：Wind，湘财证券研究所

3 风险提示

全球疫情反复；海外流动性过度收紧；地缘冲突进一步升级。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

- 买入：**未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持：**未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性：**未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持：**未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；
- 卖出：**未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上。

重要声明

湘财证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。

本研究报告仅供湘财证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但对上述信息的来源、准确性及完整性不做任何保证。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权仅为湘财证券股份有限公司所有。未经本公司事先书面许可，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。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。