

8 月全球经济观察——

美联储票委派系解析

投资要点:

- **本月聚焦：美联储票委派系解析。**从本轮加息周期开始，美联储各官员在不同场合都发表了自己的观点，可以看出在美联储内部对未来利率走向存在几种不同的声音，一种是主张加息的鹰派，一种是主张保持利率稳定甚至降息的鸽派，以及对加息态度模棱两可的中间派。在本轮加息周期的后半程，这种分歧也越来越明显，7月的议息会议纪要显示虽然FOMC中11个有投票权的委员7月份一致同意加息，但这个决定没有获得18名委员的全体支持，有两人支持或“本来有可能”支持维持利率不变。我们从美联储的架构出发，对本轮加息周期中各个官员的公开发言进行梳理，总结了FOMC各个票委的派系。
- **8月全球主要大类资产多为下跌。8月全球主要权益市场普遍下跌；全球长端利率走势不一；8月美元较人民币升值，美元指数上涨；8月大宗商品涨跌不一。**
- **美国平均薪资增速保持韧性，可能带来“薪资-通胀”的螺旋上升，提高了加息终点进一步抬升的可能性。**美国7月新增非农就业人数为18.7万人，不及市场预期的20万人，前值由新增20.9万人下修至18.5万人。但同时，美国7月失业率为3.5%，低于前值3.6%，仍处于较低位置。
- **欧洲制造业经济有所回升。8月欧元区制造业PMI值为43.7，高于前值42.7，服务业PMI为48.3，处于荣枯线以下，连续4个月下跌。**
- **日本制造业PMI仍处于荣枯线以下。**日本央行行长植田和男表示日本低通胀现状支持央行现行货币政策框架，国内需求仍处于健康趋势。
- **美债十年期隐含通胀预期下降，中美利差倒挂幅度加深。**8月美债十年期隐含通胀预期下降至2.24%。而10年期中美利差倒挂幅度加深至150.02BP。
- **8月美联储官员倾向于根据接下来的数据来判断年内是否会再次加息。**欧洲央行管委倾向于9月加息。
- **风险提示：美联储加息超预期，地缘政治风险超预期。**

团队成员

分析师 燕翔
执业证书编号：S0210523050003
邮箱：yx30128@hfzq.com.cn

分析师 朱斌
执业证书编号：S0210522050001
邮箱：zb3762@hfzq.com.cn

相关报告

- 《美联储年内或将继续加息——杰克逊霍尔全球央行会议点评》
2023-08-26
- 《美国 7 月通胀反弹但小幅不及预期——美国 7 月 CPI 点评》
2023-08-11
- 《就业市场略降温，但韧性犹在——美联储 7 月非农就业数据点评》
2023-08-06

正文目录

1	本月聚焦：美联储票委派系解析	3
1.1	美联储的三个关键实体	3
1.2	理事会成员今年以来的表态	4
1.3	2023 年地区联储票委	7
1.4	2024 年地区联储票委	9
2	资产价格：8 月全球大类资产表现数据跟踪	11
3	全球经济：8 月全球经济基本面概述	14
3.1	美国平均薪资增速保持韧性，可能带来“薪资-通胀”的螺旋上升	14
3.2	欧洲制造业经济有所回升，通胀未出现拐点	16
3.3	日本制造业 PMI 仍处于荣枯线以下	17
4	流动性：8 月全球流动性和政策追踪	18
4.1	10 年期美债隐含通胀预期下降，中美利差倒挂幅度加深	18
4.2	8 月各国央行货币政策动向跟踪	18
5	风险提示	19

图表目录

图表 1: FOMC 管理层成员	4
图表 2: 鲍威尔今年以来的发言表态	5
图表 3: 沃勒今年以来的发言表态	5
图表 4: 鲍曼今年以来的发言表态	6
图表 5: 库克今年以来的发言表态	6
图表 6: 杰斐逊今年以来的发言表态	7
图表 7: 威廉姆斯今年以来的发言表态	7
图表 8: 卡什卡利今年以来的发言表态	8
图表 9: 洛根今年以来的发言表态	8
图表 10: 哈克今年以来的发言表态	9
图表 11: 古尔斯比今年以来的发言表态	9
图表 12: 梅斯特今年以来的发言表态	10
图表 13: 巴尔金今年以来的发言表态	10
图表 14: 戴利今年以来的发言表态	11
图表 15: 8 月全球主要大类资产涨跌幅	12
图表 16: 8 月全球主要权益市场普遍下跌	13
图表 17: 8 月全球长端利率走势不一	13
图表 18: 8 月人民币较美元升值，美元指数下跌	14
图表 19: 8 月大宗商品涨跌不一	14
图表 20: 7 月新增非农数据不及预期	15
图表 21: 美国 7 月 CPI 各分项变动	16
图表 22: 欧元区制造业 PMI 有所回升，服务业 PMI 继续走低 (%)	17
图表 23: 欧洲通胀压力依然较高 (%)	17
图表 24: 日本制造业 PMI 仍处于荣枯线以下 (%)	18
图表 25: 10 年期美债隐含通胀预期有所下降 (%)	18
图表 26: 各国央行货币政策动向跟踪	19

1 本月聚焦：美联储票委派系解析

从本轮加息周期开始，美联储各官员在不同场合都发表了自己的观点，可以看出在美联储内部对未来利率走向存在几种不同的声音，一种是主张加息的鹰派，一种是主张保持利率稳定甚至降息的鸽派，以及对加息态度模棱两可的中间派。在本轮加息周期的后半程，这种分歧也越来越明显，7月的议息会议纪要显示虽然FOMC中11个有投票权的委员7月份一致同意加息，但这个决定没有获得18名委员的全体支持，有两人支持或“本来有可能”支持维持利率不变。我们从美联储的架构出发，对本轮加息周期中各个官员的公开发言进行梳理，总结了FOMC各个票委的派系。

1.1 美联储的三个关键实体

美联储有三个关键实体：理事会、12家联邦储备银行以及联邦公开市场委员会（FOMC）。理事会是联邦政府的一个机构，向国会报告并直接向国会负责，为该系统提供一般指导并监督12家储备银行；12家联邦储备银行每一家都是独立成立的，并各自有由九名成员组成的董事会；联邦公开市场委员会（FOMC）做出有关公开市场操作的所有决定，这些操作会影响联邦基金利率、美联储资产持有的规模和构成，以及与公众就货币政策未来可能走向的沟通。

FOMC每年定期召开八次议息会议，分别在1月、3月、5月、6月、7月、9月、10月和12月。在议息会议上，FOMC会审查经济和金融状况，确定适当的货币政策立场，并评估其价格稳定和可持续经济增长的长期目标面临的风险。有最终投票权的12名票委有权对利率调整结果投出支持或反对票，其余7位地区联储主席列席会议并参与讨论，为委员会对经济和政策选择的评估做出贡献，但无投票权。其中，3、6、9、12月议息会议纪要中会公布19名与会者（12名票委+其余7位地区联储主席）对联邦基金目标利率、经济增速、通胀率、以及失业率进行预测的利率点阵图。

FOMC由12名票委（7位理事会成员+纽约联储主席+4位其他地区联储主席）组成，其中，7位理事会成员由美国总统提名并由美国参议院确认其职位；纽约联储主席拥有永久投票权；4位其他地区联储主席是从除纽约联储主席之外的11个地区联储主席中轮流出选且任期为1年。但理事会成员通常会由于理事辞职等原因造成空缺，因此时常不满7位。目前拜登最新提名的库格勒已被提交到参议院进行全体表决，但尚未入职，因此在位的理事一共6位。FOMC的4个其他地区联储轮流席位由以下四组组成，每组一名银行行长：波士顿、费城和里士满；克利夫兰和芝加哥；亚特兰大、圣路易斯和达拉斯；以及

明尼阿波利斯、堪萨斯城和旧金山。

图表 1: FOMC 管理层成员

	职位	名称	首次就职日期	派系
理事会	FOMC主席	鲍威尔	2018/2/5	偏鹰
	理事会成员	鲍曼	2018/11/26	鹰
	理事会成员	沃勒	2020/12/18	鹰
	理事会成员	库克	2022/5/23	中性
	理事会成员	杰斐逊	2022/5/23	中性
	理事会成员	巴尔	2022/7/19	-
固定票委	FOMC副主席 纽约联储主席	威廉姆斯	2018/6/18	中性
2023年地区联储票委	费城联储主席	哈克	2015/7/1	鸽
	明尼阿波利斯联储主席	卡什卡利	2016/1/1	鹰
	达拉斯联储主席	洛根	2022/8/22	鹰
	芝加哥联储主席	古尔斯比	2023/1/9	鸽
2024年地区联储票委	克利夫兰联储主席	梅斯特	2014/6/1	鹰
	亚特兰大联储主席	博斯蒂克	2017/6/5	鸽
	里士满联储主席	巴尔金	2018/1/1	偏鹰
	旧金山联储主席	戴利	2018/10/1	偏鸽
其他地区联储主席	波士顿联储主席	柯林斯	2022/7/1	偏鸽
	堪萨斯城联储主席	施密德	2023/8/21	-
	圣路易斯联储主席	佩斯（临时）	-	-

来源：FOMC 官网，金十数据，华福证券研究所整理

值得注意的是，鹰、鸽属性并不是固定不变的，美联储官员在货币政策决策中会根据实际情况和数据来做出决策，例如沃勒在 2019 年的加息中表现为鸽派，沃勒认为美联储不应该在当时（2019 年）加息，而在 2022 年的本轮加息周期中，沃勒表现的态度是鹰派，因此表中的鹰、鸽派系分类是针对本轮加息周期。

1.2 理事会成员今年以来的表态

根据法律，理事会成员由美国总统提名并由参议院确认其职位。鲍威尔最初于 2012 年由奥巴马任命为理事会成员，并首次由特朗普任命为美联储主席，并于 2022 年 5 月被确认担任主席的第二个四年任期。除鲍威尔以外，当前任职的 5 名理事会成员中，有两名最初为特朗普所任命：鲍曼和沃勒；其他 3 位均由拜登任命：库克、杰斐逊和巴尔。

根据最新消息，拜登提名了杰斐逊担任美联储副主席，同时，拜登还提名了现任世界银行美国执行董事的库格勒加入理事会。目前参议院委员会已经一致通过，将移交给全体参议院进行最终投票。

图表 2: 鲍威尔今年以来的发言表态

名称	时间	今年以来表态
鲍威尔	2023/8/25	鲍威尔表示如果合适，美联储准备进一步提高利率，将谨慎地决定是否再次加息。鲍威尔强调2%仍是并将继续是美联储的通胀目标，虽然最近的通胀数据更加有利但依然过高，因此还有很长的路要走。
	2023/7/27	如果我们看到通胀稳定地下降，我们可以将利率降至中性水平，然后在某个时候降至中性水平以下。不使用“乐观”这个词，但存在实现软着陆的路径。降息与否将取决于我们对通胀回落至目标的信心程度。政策已经具有限制性的，在7月加息之后更是如此。
	2023年7月议息会议加息25BP	
	2023/6/30	未排除连续加息的可能，做的太多比做的太少的风险要小。不关注市场的预期是什么，重申今年有必要再加息两次。
	2023/6/22	今年再次加息两次将是适当的，降息需要确信通胀朝着2%的目标回落。接近达成利率目标，不想过度加息。
	2023/6/15	今年降息是不合适的，讨论过在未来几年降息。在核心PCE方面没有看到太多进展，我们希望看到这一数据明显下降。如果我们看到信贷紧缩的影响变得更严重，我们将把它考虑到利率决策中。
	2023年6月议息会议保持利率不变	
	2023/5/19	由于银行信贷条件收紧，政策利率可能不必像以前那样上升那么高。价格稳定是强劲经济的基石，维护价格稳定是央行的责任，通胀目前远远超过美联储的目标。
	2023/5/4	删除了关于暗示进一步加息的措辞；基于美联储的通胀前景，降息是不合适的；信贷紧缩的影响很难确定，原则上不需要加息至更高；利率或已达到足够限制性水平，或许可以暂停加息。
	2023年5月议息会议加息25BP	
	2023/3/23	信贷紧缩可能意味着在利率政策方面的工作可以减少、保持在2023年底利率中值为5.1%的预期不变、今年降息不是基线预期、如有必要会加息至更高。
	2023年3月议息会议加息25BP	
	2023/3/7	如果有必要，美联储准备加快加息步伐，终端利率或将高于预期。
	2023/2/2	美联储仍然打算提高利率以冷却通胀。商品领域和住房领域的价格压力似乎正在缓解或即将缓解。但剔除食品、能源和住房的通胀依然强劲。现在就宣布胜利或还为时尚早。
	2023年1月议息会议加息25BP	

来源：金十数据，华福证券研究所整理

沃勒于 2020 年 12 月就任美联储理事会成员，在本轮加息周期中表现为鹰派。

图表 3: 沃勒今年以来的发言表态

名称	时间	今年以来表态
沃勒	2023年7月议息会议加息25BP	
	2023/7/14	预计年内还需要两次（7月已兑现一次），就业市场和经济的韧性为美联储提供了进一步加息的空间，而且需要保持紧缩政策一段时间。9月份的美联储会议是一个对货币政策具有实质影响的会议。他怀疑核心通胀现在是结构性上升，如果再有两次良好的CPI数据，可能意味着“停止”加息。
	2023/6/16	不支持因为担心少数银行管理不力而改变货币政策立场，美联储的职责是利用货币政策来对抗通胀；银行领导的职责是处理利率风险。
	2023年6月议息会议保持利率不变	
	2023/5/25	在有明确证据表明通胀正在降至美联储2%的目标之前，不会支持暂停加息。我们需要在6月份做出最佳决定时保持灵活性。我不认为未来几个月的数据会清楚地表明，我们已经达到了终端利率水平。
	2023年5月议息会议加息25BP	
	2023/4/14	最近的数据显示美联储在通胀目标上没有取得太大进展，利率需要进一步上升。
	2023/4/2	最近的数据表明，可以在对就业市场造成相对较小痛楚的情况下，让通胀迅速下降。
	2023年3月议息会议加息25BP	
	2023/3/3	最近的数据表明，我们在通胀问题上取得的进展没有想象的那么多。
	2023/2/9	利率或在更高水平和维持更长时间。
	2023年1月议息会议加息25BP	
	2023/1/21	需要保持高利率，而非在年底前降息。

来源：金十数据，华福证券研究所整理

鲍曼于 2018 年 11 月就任美联储理事会成员，在本轮加息周期中表现为鹰派。

图表 4: 鲍曼今年以来的发言表态

名称	时间	今年以来表态
鲍曼	2023/8/7	因为通胀仍然过高，就业增长和其他经济活动迹象显示经济继续以“温和步伐”扩张。她预计，可能需要进一步加息，以将通胀降至目标水平。
	2023年7月议息会议加息25BP	
	2023/6/22	尽管最近总体数据有所下降，但通胀仍然“高得令人无法接受”。核心通胀自2022年秋季以来“基本上停滞不前”，但必须降低。美联储需要通胀保持在“一致的路径”上，以便在即将举行的会议上决定适当的政策步骤。进一步加息将达到足够“限制性”的水平，以控制通胀。
	2023年6月议息会议保持利率不变	
	2023/5/31	房价反弹或影响抗击通胀的努力。
	2023/5/12	通胀率仍然过高。如果通胀率居高不下且劳动力市场仍然吃紧，那么进一步加息“可能是合适的”。
	2023年5月议息会议加息25BP	
	2023/4/14	最近的数据显示美联储在通胀目标上没有取得太大进展，利率需要进一步上升。
	2023/4/2	最近的数据表明，可以在对就业市场造成相对较小痛楚的情况下，让通胀迅速下降。
	2023年3月议息会议加息25BP	
	2023/2/17	最近的数据表明，我们的行动尚未产生有效的影响，我们需要提高利率，直到达到一个足够严格的水平，现在的利率水平还不够高。
	2023年1月议息会议加息25BP	
	2023/1/11	需要继续加息以遏制通胀。

来源：金十数据，华福证券研究所整理

库克和杰斐逊都于 2022 年 5 月就任美联储理事会成员，在本轮加息周期中表现偏中性。

图表 5: 库克今年以来的发言表态

名称	时间	今年以来表态
库克	2023年7月议息会议加息25BP	
	2023/6/21	美联储尚未达到将通胀恢复到目标水平的阶段。
	2023年6月议息会议保持利率不变	
	2023年5月议息会议加息25BP	
	2023/4/22	银行业前段时间的危机可能拖累加息前景。美国的劳动力市场非常强劲，但已有缓和迹象。
	2023/4/4	劳动力市场仍然紧张，仍能看到通胀的影响。
	2023年3月议息会议加息25BP	
	2023/2/17	最近的数据表明，我们的行动尚未产生有效的影响，我们需要提高利率，直到达到一个足够严格的水平，现在的利率水平还不够高。
	2023年1月议息会议加息25BP	
	2023/1/7	美联储必须确保价格压力不会产生持久影响。

来源：金十数据，华福证券研究所整理

图表 6: 杰斐逊今年以来的发言表态

名称	时间	今年以来表态
杰斐逊		2023年7月议息会议加息25BP
	2023/6/21	我仍然专注于让通胀率回到2%的目标。通胀已经开始减弱。
		2023年6月议息会议保持利率不变
	2023/6/1	通胀仍然过高，而且某些指标的进展正在放缓。在即将召开的会议上若保持美联储政策利率不变，不应被视为利率已达到本轮紧缩周期的峰值。
	2023/5/18	一年时间不足以感受到政策影响，需求显然开始感受到加息的影响。基本的前景不是经济衰退，但经济增长已经“大幅放缓”，预计就业增长也会下降，失业率可能会上升。
	2023/5/13	核心通胀进展“令人沮丧”，劳动力市场强劲，供应有所改善。
		2023年5月议息会议加息25BP
	2023/3/28	通胀很快会回到2%，但必须避免对经济造成“不必要的”损害。
		2023年3月议息会议加息25BP
	2023/2/28	目前的通胀可能比想象的更持久，但不能只关注一个数据。
		2023年1月议息会议加息25BP

来源：金十数据，华福证券研究所整理

1.3 2023 年地区联储票委

威廉姆斯于 2018 年 6 月就任纽约联储主席（固定票委），在本轮加息周期中表现较为中性。

图表 7: 威廉姆斯今年以来的发言表态

名称	时间	今年以来表态
威廉姆斯	2023/8/8	还未确定是否需要进一步加息，不排除在2024年初降息的可能，但具体取决于经济数据。
		2023年7月议息会议加息25BP
	2023/7/11	经济完全没有任何衰退迹象；供需关系正趋于平衡，年底失业率可能上升到约4%。
	2023/7/6	三周前美联储保持利率不变是正确的决定，数据支持美联储可能需要在某个时候进一步加息的想法。
		2023年6月议息会议保持利率不变
	2023/5/17	预计今年经济将继续增长，通胀正逐步走向正确的方向。
	2023/5/10	今年没理由降息，如有需要可以再次加息。看到信贷进一步收紧的迹象，这可能会影响美联储未来加息前景。
		2023年5月议息会议加息25BP
	2023/4/20	预计通胀今年将降至3.25%，达到2%通胀目标可能需要两年时间。
	2023/4/11	如果通胀持续上涨，我们将不得不适当调整政策。
	2023/4/1	通胀是美联储面临的主要问题，必须降低价格压力。
		2023年3月议息会议加息25BP
	2023/2/23	2%的通胀目标是政策制定的关键，坚持有具体数字的通胀目标是至关重要的。
	2023/2/8	通胀前景存在很大不确定性，由于某些原因，通货膨胀可能会更持久。终端利率在5-5.25%是合理的观点。加息25个基点似乎是目前的最佳选择，如果情况有变，我们的加息幅度可能超过25个基点。美联储将需要在几年内维持限制性利率。
		2023年1月议息会议加息25BP
	2023/1/20	加息的关键问题是终点在哪里，而不是速度。美联储的加息幅度将取决于数据表现。

来源：金十数据，华福证券研究所整理

卡什卡利于 2016 年 1 月就任明尼阿波利斯联储主席，在本轮加息周期中表现为鹰派。

图表 8: 卡什卡利今年以来的发言表态

名称	时间	今年以来表态
卡什卡利	2023/8/16	还没准备好说加息已经结束了，通胀取得了一些进展，但或仍需加息。离降息还有很长的路要走。
	2023/7/31	即使利率如此之高，但消费者仍在继续消费，仍认为美国经济可以实现软着陆。如果将来需要继续加息，我们一定会这么做。
	2023年7月议息会议加息25BP	
	2023/7/13	根深蒂固的通胀或迫使需进一步加息，银行业需为此做好准备。调整缩表节奏的门槛较高。
	2023/7/6	三周前美联储保持利率不变是正确的决定，数据支持美联储可能需要在某个时候进一步加息的想法。
	2023年6月议息会议保持利率不变	
	2023/5/23	如果通胀保持高位，我们可能需要维持较高利率。利率可能需要从现在开始进一步上调。
	2023/5/16	通胀太高，但有所下降，美联储还有很多工作要做。
	2023年5月议息会议加息25BP	
	2023/4/12	如果不能将通胀降下来，对就业市场的影响将更加严重。
	2023/3/31	必须抗击通胀，不会改变2%的目标，完全消除银行压力尚需时日。
	2023年3月议息会议加息25BP	
	2023/3/1	如果我们过早地宣布胜利，经济将会出现大量“繁荣”，我们目前的判断是将需要做更多的工作。
	2023/2/9	没太多证据表明加息影响了劳动力市场，意味着需要更多行动。将在很长一段时间维持利率不变。
	2023年1月议息会议加息25BP	
	2023/1/4	如果通胀持续上升，可能需要更高的利率水平。美联储必须吸取1970年代的教训，避免过早降息。

来源：金十数据，华福证券研究所整理

洛根于 2022 年 8 月就任达拉斯联储主席，在本轮加息周期中表现为鹰派。

图表 9: 洛根今年以来的发言表态

名称	时间	今年以来表态
洛根	2023年7月议息会议加息25BP	
	2023/7/7	可能有必要进一步加息，对加息滞后效应的重大影响持怀疑态度。
	2023年6月议息会议保持利率不变	
	2023/5/18	目前的数据不足以暂停加息。数据尚未表明在6月会议上跳过加息是否是合适的。
	2023/5/17	紧缩力度变小并不意味着通胀目标承诺减少。
	2023年5月议息会议加息25BP	
	2023/4/21	要评估我们是否取得了足够的进展，便需要观察通胀是否能够持续改善，我们也将关注经济是否按预测发展，以及导致通胀的基本因素是否有明显变化。
	2023年3月议息会议加息25BP	
	2023/2/15	可能需要比她之前预期的更多的加息。虽然我们认为重回50个基点加息的门槛很高，但并非不可逾越，终端利率仍有望达到5.6%。
	2023年1月议息会议加息25BP	
	2023/1/19	支持美国加息步伐放缓。一旦停止加息，风险仍然是双向的，可能需要根据数据再次加息。

来源：金十数据，华福证券研究所整理

哈克于 2015 年 7 月就任费城联储主席，在本轮加息周期中表现为鸽派。

图表 10: 哈克今年以来的发言表态

名称	时间	今年以来表态
哈克	2023/8/25	重申目前不认为需要进一步加息；如果通胀停止下降，可能需要加息；必须将通胀率降至 2%，预计最早明年才会降息。
	2023/8/11	美联储在抗击通胀方面取得了进展。
	2023/8/9	美国经济正处于平稳降落的轨道上，或已达到了可以保持利率稳定的阶段，明年某个时候或降息。预计通胀在 2025 年达到 2% 的目标。
		2023 年 7 月议息会议加息 25BP
		2023 年 6 月议息会议保持利率不变
	2023/6/2	至少需要整个 2023 年维持紧缩水平。
	2023/6/1	我认为我们可以跳过一次加息，这将是一次跳过，而不是暂停加息。
		2023 年 5 月议息会议加息 25BP
	2023/4/21	美联储利率政策已接近达到所需水平。目前不会改变通胀目标，致力于 2% 水平。
	2023/4/12	如果我们看到通胀没有变化，就需要采取更多行动。货币政策措施的全部影响可能需要 18 个月才能感受到。
		2023 年 3 月议息会议加息 25BP
	2023/2/15	现在不会改变通胀目标，需要维持 25BP 的加息路径，接近结束加息周期。
	2023/2/11	不需要继续保持我们之前的加息速度。需要实现 5% 以上的利率，然后暂停加息。
		2023 年 1 月议息会议加息 25BP
	2023/1/19	正看到越来越多的经济放缓迹象。

来源：金十数据，华福证券研究所整理

古尔斯比于 2015 年 7 月就任芝加哥联储主席，在本轮加息周期中表现为鸽派。

图表 11: 古尔斯比今年以来的发言表态

名称	时间	今年以来表态
古尔斯比	2023/8/7	应开始考虑要维持利率多长时间。
	2023/8/2	结束加息需看到更多通胀缓解的证据，任何降息都将在遥远的未来。
	2023/7/31	服务业通胀最为顽固，但我们已经看到了一些不错的进展。不确定是否应该在 9 月暂停加息。
		2023 年 7 月议息会议加息 25BP
	2023/7/14	通胀仍然比我们想要的要高，但正在取得进展。政策制定者正走在一条“黄金之路”上，能“在不引发衰退的情况下”遏制通胀。
	2023/7/8	今年我们可以再加息 1-2 次，尚未决定 7 月份美联储应该采取何种利率政策。
	2023/7/1	通胀正在下降，但仍高于目标，而且比预期更持久。
		2023 年 6 月议息会议保持利率不变
	2023/5/28	美联储的行动需要数月、数年才能在经济中发挥作用。美联储在通胀目标方面正在取得进展，但尚未成功。
	2023/5/17	不同意用市场预期来制定政策，还未就 6 月决议作出决定，谈降息还太早。
		2023 年 5 月议息会议加息 25BP
	2023/4/14	生产者价格和零售销售数据显示我们正在朝着正确的方向前进。
		2023 年 3 月议息会议加息 25BP
		2023 年 1 月议息会议加息 25BP

来源：金十数据，华福证券研究所整理

1.4 2024 年地区联储票委

梅斯特于 2014 年 6 月就任克利夫兰联储主席，在本轮加息周期中表现为鹰派。

图表 12：梅斯特今年以来的发言表态

名称	时间	今年以来表态
梅斯特	2023/8/25	目前预计今年会再加息一次，但不一定是在9月；一旦停止加息，将在一段时间内维持利率不变，6月曾预计在2024年下半年降息，但9月新SEP中，可能会改变观点。
		2023年7月议息会议加息25BP
	2023/7/10	本可在6月加息，但理解暂停的做法，利率预测与6月点阵图的中位数相当或略高。
		2023年6月议息会议保持利率不变
	2023/5/31	没看到暂停加息的理由。
	2023/5/26	我仍支持联邦基金利率保持在5%以上的水平。PCE数据突显出通胀下降进程的缓慢。
		2023年5月议息会议加息25BP
	2023/4/21	现在不继续抗击通胀，只会让后续的努力变得更加困难，给经济带来更大的风险。
		2023年3月议息会议加息25BP
	2023/2/25	美联储需要保持加息，将基金利率提高到5%以上，并保持一段时间，直到通胀趋势下降。
		2023年1月议息会议加息25BP
	2023/1/19	政策利率应当比政策制定者共同预测的2023年底5%-5.25%的范围更“高一些”。

来源：金十数据，华福证券研究所整理

巴尔金于 2018 年 1 月就任里士满联储主席，在本轮加息周期中表现为偏鹰派。

图表 13：巴尔金今年以来的发言表态

名称	时间	今年以来表态
巴尔金	2023/8/22	如果通胀保持高位且需求方面“没有信号”表明将通胀下降，那将需要采取更紧缩的货币政策。
	2023/8/9	美国GDP保持稳定，劳动力市场仍然非常有弹性，不想“预先宣布”利率将会走向何方。
	2023/8/3	美国通胀率过高，这是痛苦的。对惠誉下调美国评级不感到意外，这不会影响美联储的行动。
		2023年7月议息会议加息25BP
	2023/7/12	需求仍然高涨，同时供应受限，恢复平衡的过程一直很慢。通胀仍然过高，如果未来的数据没有证实通胀将回到目标水平，将会愿意采取更多的政策措施。
	2023/6/23	不能确信经济走弱已经对通胀产生了影响，需求相比疫情前仍处高位，这助推了通胀。
		2023年6月议息会议保持利率不变
	2023/5/31	通胀将比许多人认为的更为顽固。一旦通胀消退，美国经济可能会支持利率处于“中性、正常水平”，而不是推至接近0的水平。
	2023/5/16	尽管美联储决策者应始终对金融稳定保持“敏感”，但这些担忧不应优先于央行对抗持续通胀的努力。加息道路对金融稳定构成的挑战并不明显。我不认为有必要因为金融稳定风险而做出不同的决定。
		2023年5月议息会议加息25BP
	2023/4/12	我们肯定已经过了通胀峰值，但还有很长的路要走，不想过早地宣布抗通胀胜利。
		2023年3月议息会议加息25BP
	2023/3/4	预计美联储并不会在2023年降息。一条谨慎的利率路径让美联储拥有更大的灵活性；有迹象显示美联储一系列加息行动正在发挥作用。
		2023年1月议息会议加息25BP

来源：金十数据，华福证券研究所整理

戴利于 2018 年 10 月就任旧金山联储主席，在本轮加息周期中表现为偏鸽派。

图表 14: 戴利今年以来的发言表态

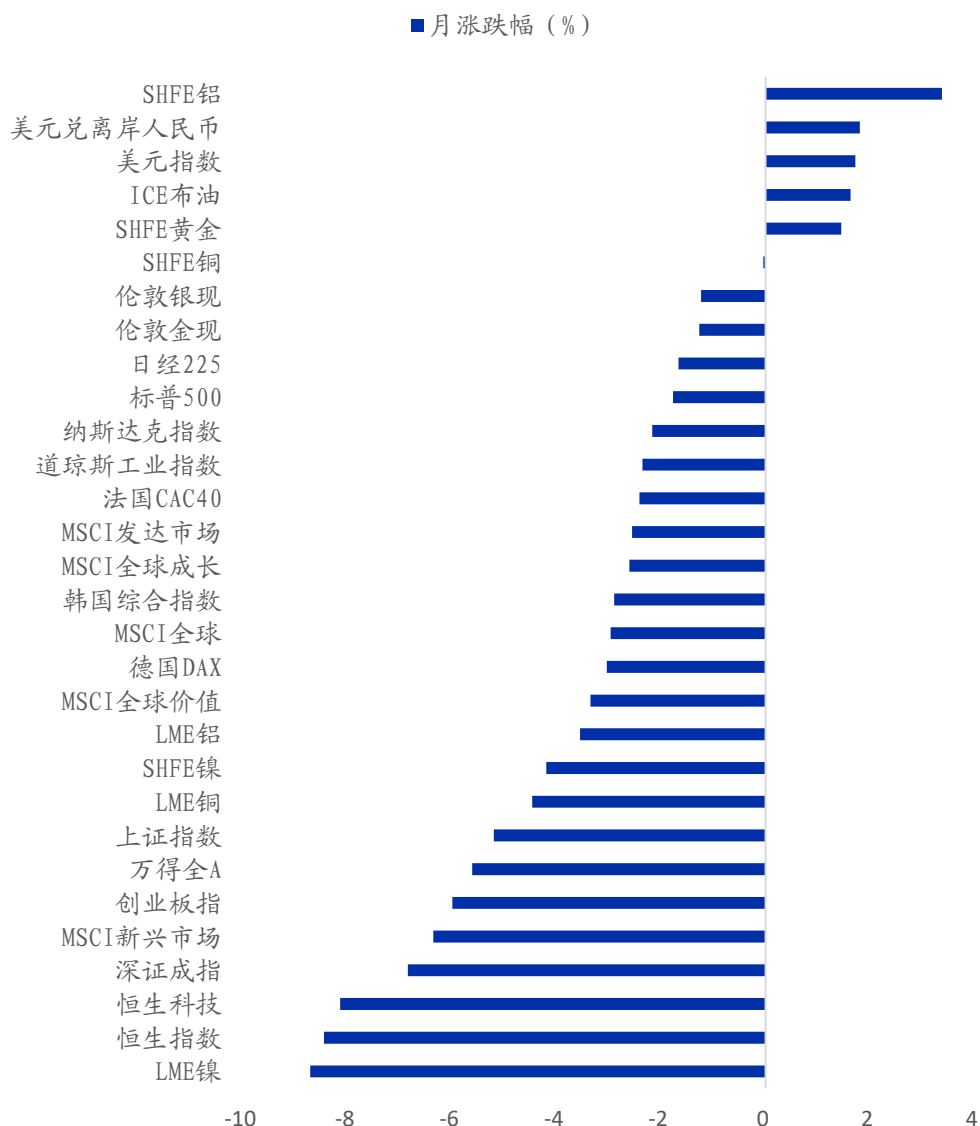
名称	时间	今年以来表态
戴利	2023/8/10	尽管通胀和就业增长正如预期般下降，但平衡经济仍有更多工作要做，她希望在决定是否进一步加息之前有更多证据。她还没有决定是否支持下个月再次加息，也没有决定如何完成她的经济预测。美联储可能会在更长时间内将利率维持在峰值水平，明年之前不会有降息的讨论。
		2023年7月议息会议加息25BP
	2023/7/14	预计再加息1-2次，当通胀率接近2%时，希望开始朝着中性利率迈进。
	2023/7/10	通货膨胀是头号问题，今年可能还需要几次加息，才能真正让通胀回到可持续的2%的轨道上。
		2023年6月议息会议保持利率不变
	2023/5/23	信贷紧缩情况可能相当于加息了“几次”（COUPLE）。
	2023/5/16	尽管美联储决策者应始终对金融稳定保持“敏感”，但这些担忧不应优先于央行对抗持续通胀的努力。加息道路对金融稳定构成的挑战并不明显。我不认为有必要因为金融稳定风险而做出不同的决定。
		2023年5月议息会议加息25BP
	2023/4/13	美联储必须监测紧缩信贷条件以决定利率路径。全球逆风，美联储加息的滞后影响也是制定政策的因素。
		2023年3月议息会议加息25BP
	2023/2/4	现在宣布战胜通胀"还为时过早"。美联储政策利率需要从目前水平再加息两次25个基点。
		2023年1月议息会议加息25BP

来源：金十数据，华福证券研究所整理

2 资产价格：8月全球大类资产表现数据跟踪

8月全球主要大类资产多为下跌。SHFE 铝（3.38%）涨幅最大，美元兑离岸人民币（1.80%），美元指数（1.72%），ICE 布油（1.63%），SHFE 黄金（1.45%）涨幅居前。LME 镍（-8.72%）跌幅最大，恒生指数（-8.45%），恒生科技（-8.14%），深证成指（-6.85%）跌幅居前。

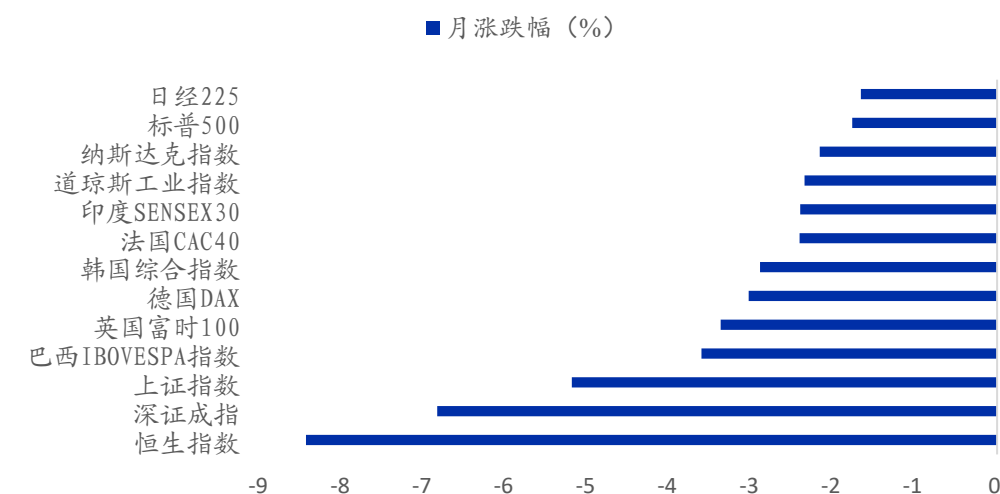
图表 15: 8 月全球主要大类资产涨跌幅



来源: Wind, 华福证券研究所

8 月全球主要权益市场普遍下跌。其中, 恒生指数 (-8.45%) 跌幅最大, 深证成指 (-6.85%), 上证指数 (-5.20%), 巴西 IBOVESPA 指数 (-3.61%), 英国富时 100 (-3.38%) 跌幅居前。

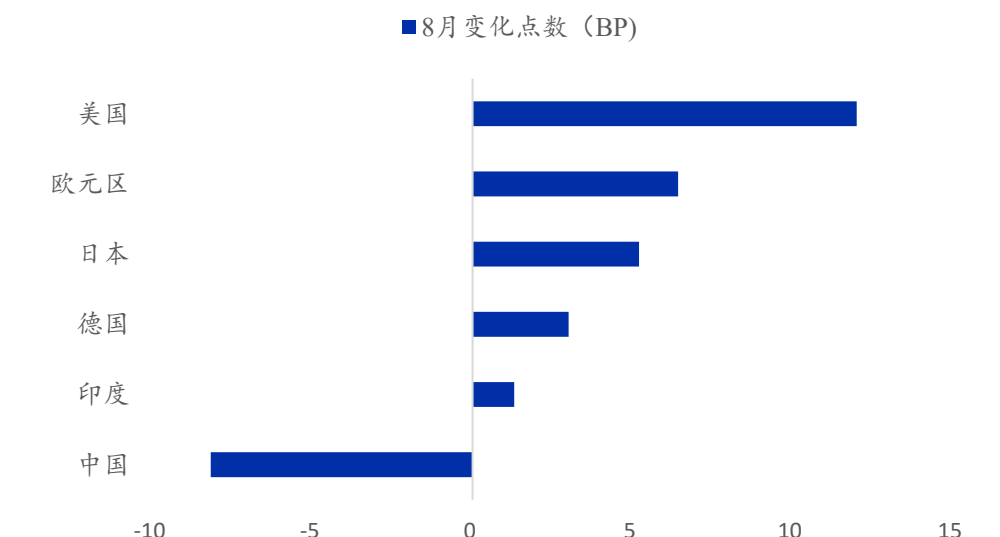
图表 16: 8 月全球主要权益市场普遍下跌



来源: Wind, 华福证券研究所

8 月全球长端利率走势不一。10 年期国债收益率中,美国从 3.97% 上涨 12BP 至 4.09%, 欧元区从 2.5434% 上涨 6.42BP 至 2.6076%, 日本从 0.605% 上涨 5.2BP 至 0.657%, 德国从 2.52% 上涨 3BP 至 2.55 %, 印度从 7.17% 上涨 1.3BP 至 7.19%,; 中国从 2.6716% 下跌 8.18BP 至 2.5898%。

图表 17: 8 月全球长端利率走势不一

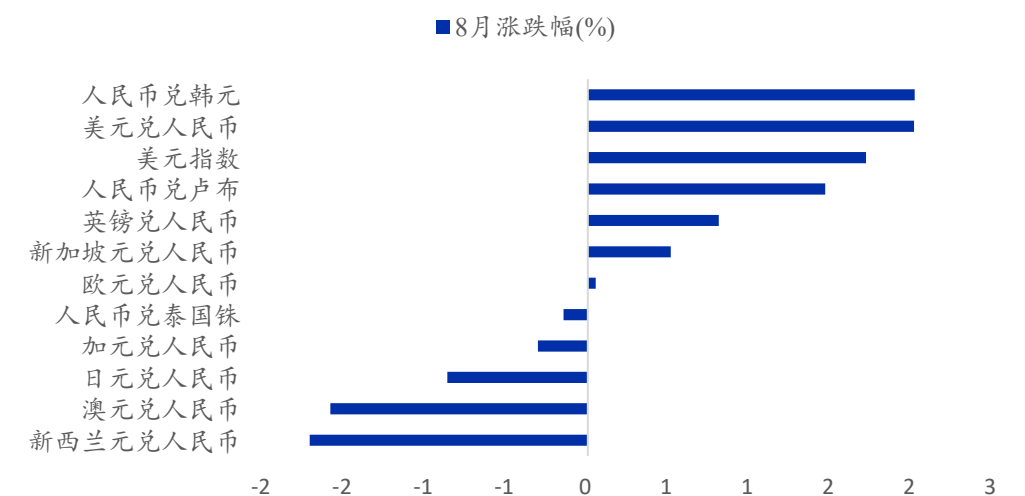


来源: Wind, 华福证券研究所

8 月美元较人民币升值, 美元指数上涨。美元 (2.01%), 英镑 (0.81%), 新加坡元 (0.51%), 欧元 (0.05%) 相较人民币升值; 新西兰元 (-1.72%), 澳元 (-1.59%), 日元 (-0.87%), 加元 (-0.31%) 相较人民币贬值。此外, 人民币兑韩元上涨 2.02%, 美元指数

上涨 1.72%，人民币兑卢布上涨 1.47%，人民币兑泰铢下跌 0.15%。

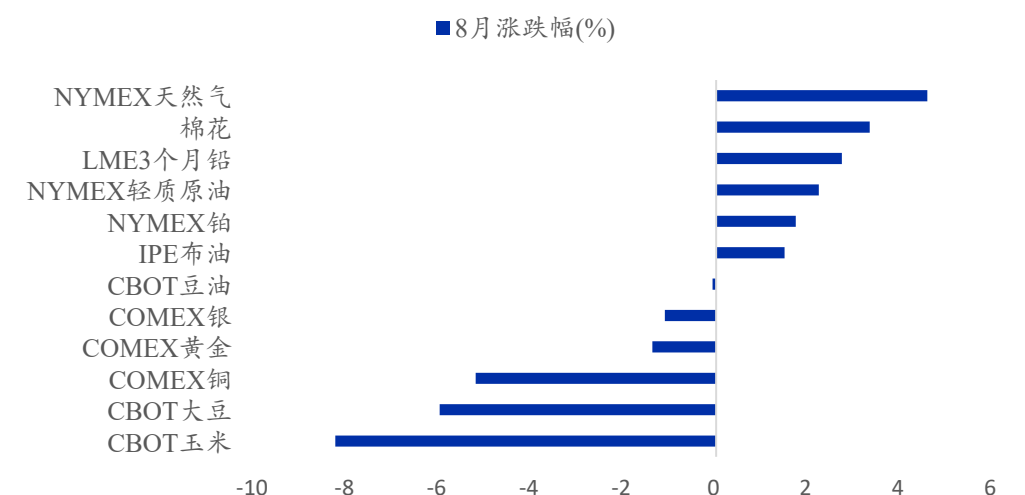
图表 18：8 月人民币较美元升值，美元指数下跌



来源：Wind，华福证券研究所

8 月大宗商品涨跌不一。NYMEX 天然气（4.58%）涨幅最大，棉花（3.33%），LME3 个月铅（2.73%），NYMEX 轻质原油（2.23%），NYMEX 铂（1.73%），IPE 布油（1.48%），涨幅居前。CBOT 玉米（-8.25%）跌幅最大，CBOT 大豆（-5.99%），COMEX 铜（-5.21%），COMEX 黄金（-1.38%）有所下跌。

图表 19：8 月大宗商品涨跌不一



来源：Wind，华福证券研究所

3 全球经济：8 月全球经济基本面概述

3.1 美国平均薪资增速保持韧性，可能带来“薪资-通胀”的螺旋上升

美国平均薪资增速保持韧性，可能带来“薪资-通胀”的螺旋上升，提高了加息终点

进一步抬升的可能性。美国劳工统计局（BLS）公布的 7 月新增非农就业人数为 18.7 万人，不及市场预期的 20 万人，前值由新增 20.9 万人下修至 18.5 万人。但同时，美国 7 月失业率为 3.5%，低于前值 3.6%，仍处于较低位置。具体详见《就业市场略降温，但韧性犹在——美联储 7 月非农就业数据点评》。

图表 20：7 月新增非农数据不及预期

	2023/07	2023/06	2023/05	2023/04	2023/03	2023/02	2023/01	2022/12	2022/11
新增非农就业人数合计	187.0	185.0	281.0	217.0	217.0	248.0	472.0	239.0	290.0
私人部门	172.0	128.0	255.0	179.0	157.0	193.0	353.0	232.0	228.0
商品生产	18.0	31.0	24.0	25.0	-19.0	18.0	41.0	36.0	41.0
制造业	-2.0	6.0	-4.0	9.0	-12.0	3.0	11.0	6.0	14.0
建筑业	19.0	26.0	25.0	11.0	-9.0	14.0	26.0	26.0	19.0
采矿业	1.0	-1.0	3.0	5.0	2.0	1.0	4.0	4.0	8.0
服务生产	154.0	97.0	231.0	154.0	176.0	175.0	312.0	196.0	187.0
金融活动	19.0	9.0	13.0	27.0	-5.0	0.0	-1.0	4.0	11.0
运输仓储业	-8.4	-8.7	18.6	-15.1	16.2	-17.7	31.7	0.3	-37.1
休闲和酒店业	17.0	19.0	28.0	11.0	46.0	57.0	99.0	58.0	123.0
专业和商业服务	-8.0	23.0	45.0	48.0	45.0	21.0	44.0	23.0	0.0
零售业	8.5	-14.1	20.9	-2.0	-18.9	48.0	22.3	26.7	-45.6
信息业	-12.0	-5.0	-4.0	3.0	3.0	-8.0	-23.0	-9.0	13.0
批发业	17.9	-8.2	7.7	-1.5	3.5	6.7	8.9	9.6	-0.4
公用事业	-0.2	0.6	0.7	1.7	1.7	-1.1	-1.6	-0.7	-0.9
教育和保健服务	100.0	71.0	88.0	77.0	70.0	64.0	111.0	71.0	95.0
其他服务业	20.0	11.0	13.0	5.0	14.0	5.0	21.0	13.0	29.0

来源：Wind，华福证券研究所

美国劳工部公布的数据显示美国 7 月通胀同比小幅反弹但不及预期，同比升 3.2%，市场预期升 3.3%，前值升 3.0%。季调后 CPI 环比升 0.2%，预期升 0.2%，前值升 0.2%。核心 CPI 同比升 4.7%，预期升 4.8%，前值升 4.8%；环比升 0.2%，预期升 0.2%，前值升 0.2%。

从环比分项数据来看，在各分项与对应的权重相乘后，住宅（+0.4%）、交通运输服务（+0.3%）、食品（+0.2%）和能源（+0.1%）为 CPI 环比上升的主要贡献项。权重最高的住宅分项环比上升 0.4%，前值 0.4%。其中，业主等价租金和主要住所租金环比分别上升 0.5%和 0.4%。此前美国线上房地产信息平台 Zillow 表示，季节性趋势显示，房租环比增速在今年剩下的月份中会进一步下降，并可能在 10 月小幅下滑。但从先行指标来看，反映美国房地产景气度的 NAHB 住房市场指数 7 月升至 56，为 2022 年 12 月以来连续 7 个月上升，因此住宅项环比增速未来有进一步上升的空间。具体详见《美国 7 月通胀反弹但小幅不及预期——美国 7 月 CPI 点评》。

图表 21: 美国 7 月 CPI 各分项变动

	同比 (非季调, %)					环比 (季调, %)				
	2023/7	2023/6	2023/5	2023/4	2023/3	2023/7	2023/6	2023/5	2023/4	2023/3
CPI	3.2	3.0	4.0	4.9	5.0	0.2	0.2	0.1	0.4	0.1
食品	4.9	5.7	6.7	7.7	8.5	0.2	0.1	0.2	0.0	0.0
能源	-12.5	-16.7	-11.7	-5.1	-6.4	0.1	0.6	-3.6	0.6	-3.5
核心CPI	4.7	4.8	5.3	5.5	5.6	0.2	0.2	0.4	0.4	0.4
核心商品	0.8	1.3	2.0	2.0	1.5	-0.3	-0.1	0.6	0.6	0.2
新车和二手车	3.5	0.0	1.4	0.8	-0.1	-0.5	-0.1	1.2	1.2	0.2
医疗护理商品	4.1	4.2	4.4	4.0	3.6	0.5	0.2	0.6	0.5	0.6
服装	3.2	3.1	3.5	3.6	3.3	0.0	0.3	0.3	0.3	0.3
核心服务	6.1	6.2	6.6	6.8	7.1	0.4	0.3	0.4	0.4	0.4
住宅	6.2	6.3	6.8	7.5	7.8	0.4	0.3	0.2	0.2	0.3
医疗护理服务	-1.5	-0.8	-0.1	0.4	1.0	-0.4	0.0	-0.1	-0.1	-0.5
交通运输服务	9.0	8.2	10.2	11.0	13.9	0.3	0.1	0.8	-0.2	1.4

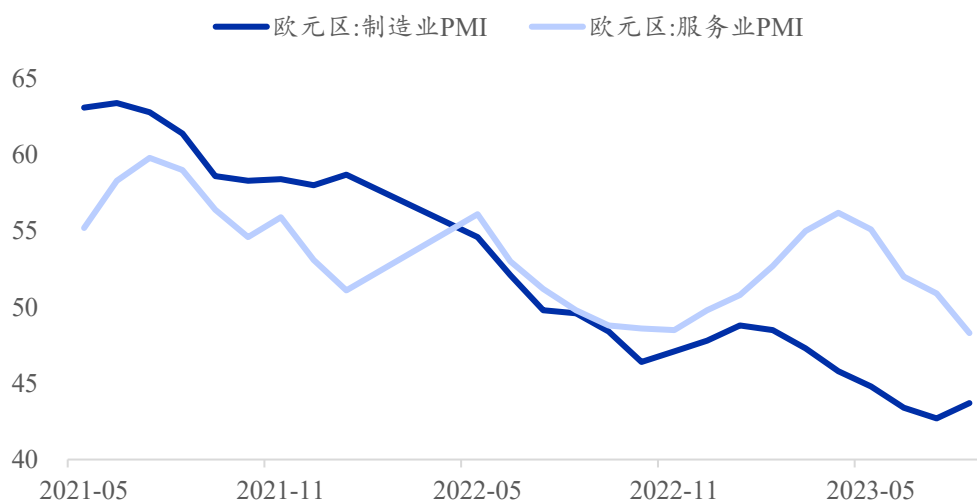
来源: Wind, 华福证券研究所

3.2 欧洲制造业经济有所回升, 通胀未出现拐点

欧洲制造业经济有所回升。8 月欧元区制造业 PMI 值为 43.7, 高于前值 42.7, 服务业 PMI 为 48.3, 处于荣枯线以下, 连续 4 个月下跌。

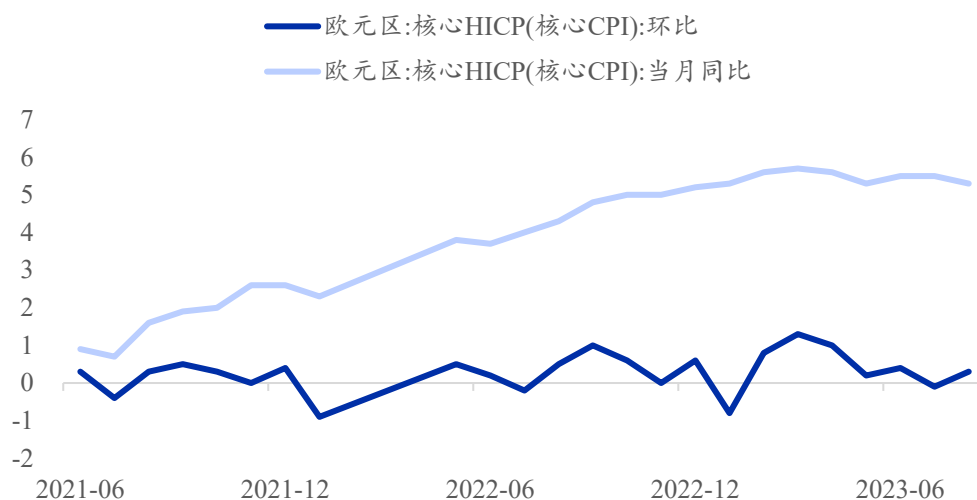
欧洲通胀压力依然较高, 能说明通胀未来走势的核心 CPI 仍处于高位。8 月欧元区核心 CPI 同比上升 5.3%, 略低于前值 5.5%, 环比上升 0.3%。欧央行行长拉加德表示, 欧洲央行将根据通胀情况将利率设定为足够高的水平。

图表 22: 欧元区制造业 PMI 有所回升, 服务业 PMI 继续走低 (%)



来源: Wind, 华福证券研究所

图表 23: 欧洲通胀压力依然较高 (%)

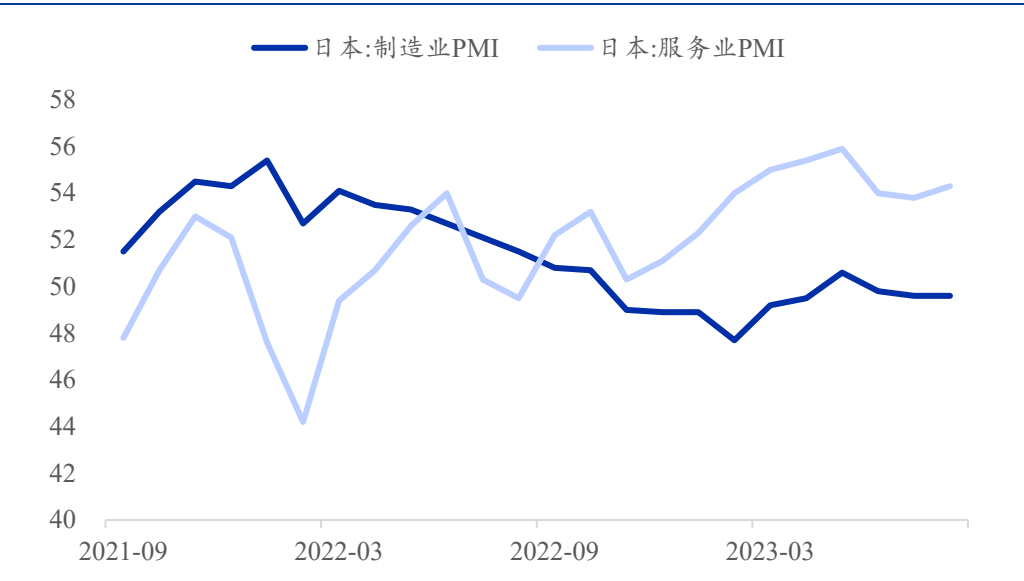


来源: Wind, 华福证券研究所

3.3 日本制造业 PMI 仍处于荣枯线以下

8月日本制造业 PMI 为 49.6, 于前值持平, 仍处于荣枯线以下。8月服务业 PMI 为 54.3, 前值 53.8, 仍位于荣枯线以上。日本央行行长植田和男表示日本低通胀现状支持央行现行货币政策框架, 国内需求仍处于健康趋势。

图表 24: 日本制造业 PMI 仍处于荣枯线以下 (%)



来源: Wind, 华福证券研究所

4 流动性: 8 月全球流动性和政策追踪

4.1 10 年期美债隐含通胀预期下降, 中美利差倒挂幅度加深

8 月美债十年期隐含通胀预期下降至 2.24%。而 10 年期中美利差倒挂幅度加深至 150.02BP。

图表 25: 10 年期美债隐含通胀预期有所下降 (%)



来源: Wind, 华福证券研究所

4.2 8 月各国央行货币政策动向跟踪

总体来看，8月美联储官员倾向于根据接下来的数据来判断年内是否会再次加息。欧洲央行管委倾向于9月加息。

图表 26：各国央行货币政策动向跟踪

国家	发言人	主要货币政策观点
美国	鲍威尔 美联储主席	鲍威尔表示如果合适，美联储准备进一步提高利率，将谨慎地决定是否再次加息。鲍威尔强调2%仍是并将继续是美联储的通胀目标，虽然最近的通胀数据更加有利但依然过高，因此还有很长的路要走。
	梅斯特 克利夫兰联储主席	重申目前不认为需要进一步加息；如果通胀停止下降，可能需要加息；必须将通胀率降至2%，预计最早明年才会降息。
	巴尔金 里士满联储主席	如果通胀保持高位且需求方面“没有信号”表明将通胀下降，那将需要采取更紧缩的货币政策。
	哈克 费城联储主席	重申目前不认为需要进一步加息；如果通胀停止下降，可能需要加息；必须将通胀率降至2%，预计最早明年才会降息。
	卡什卡利 明尼阿波利斯联储主席	还没准备好说加息已经结束了，通胀取得了一些进展，但或仍需加息。离降息还有很长的路要走。
	鲍曼 美联储理事	因为通胀仍然过高，就业增长和其他经济活动迹象显示经济继续以“温和步伐”扩张。她预计，可能需要进一步加息，以将通胀降至目标水平。
欧洲	威廉姆斯 纽约联储主席	还未确定是否需要进一步加息，不排除在2024年初降息的可能，但具体取决于经济数据。
	拉加德 欧洲央行行长	欧洲央行将根据通胀情况将利率设定为足够高的水平。
	霍尔茨曼 欧洲央行管委	可能还会再加息一两次。应该考虑在2024年之前结束紧急抗疫购债计划的再投资。
韩国	卡扎克斯 欧洲央行管委	暂停加息不意味着停止加息；不急于宣布加息已经完成，仍倾向于加息。
	李昌镛 韩国央行行长	不排除年内降息的可能性。
日本	植田和男 日本央行行长	日本低通胀现状支持央行现行货币政策框架，国内需求仍处于健康趋势。

来源：金十数据，华福证券研究所整理

5 风险提示

美联储加息超预期，地缘政治风险超预期。

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确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。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn