

6 月 FOMC 会议点评

经济硬着陆风险仍然存在

北京时间 6 月 16 日凌晨，美联储公布了 6 月份 FOMC 会议声明，会后召开新闻发布会，核心要点如下：

- **会议声明要点：加息 75bp，符合市场预期。**美联储宣布加息 75bp，是 1995 年以来首次。委员们以 10:1 的投票比例通过加息决定。上周“通胀见顶论”破产是促使美联储激进加息的直接原因。
- **经济预测变化：下调经济增速、上调通胀增速。**美联储下调 2022 年至 2024 年的经济增速预测，上调了失业率预测，2022 年 PCE 增速预测值从 4.3% 上调至 5.2%，2023 年、2024 年 PCE 增速预测值分别下调至 2.6%、2.2%。
- **点阵图变化：上调利率预测中位数，加息持续到 2023 年。**2022 年至 2024 年利率预测中位数较 3 月份点阵图均明显上移，2022 年、2023 年利率中位数分别升至 3.25%、3.625%，2024 年利率中位数降至 3.25%。
- **新闻发布会要点：经济增长仍然强劲，7 月可能加息 50 或 75bp。**鲍威尔表示，经济仍处于健康增长水平，有能力承受加息，但大宗商品价格波动或使美国经济失去“软着陆”的可能；加息 75bp 不会成为常态，预计 7 月份会议可能加息 50bp 或 75bp。
- 会议声明发布后，美元指数和 10 年期美债收益率上升，美股下跌。新闻发布会开始后，美元指数和美债收益率快速回落，美股转涨，道指、标普 500 指数和纳指分别收涨 1.0%、1.5% 和 2.5%。
- 虽然鲍威尔指出美国经济存在软着陆的可能，但由于俄乌冲突和疫情发展不受货币政策控制，如果相关事件影响持续，美国整体通胀将继续保持较强韧性，为防止通胀预期脱锚，不排除美联储激进加息引发经济硬着陆风险。
- **风险提示：地缘政治局势恶化；新冠疫情态势恶化。**

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济及策略：宏观经济

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

证券分析师：刘立品

(8610)66229236

lipin.liu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521080001

一、会议声明要点：加息 75bp，符合市场预期

继 3 月份首次加息 25bp、5 月份加息 50bp 之后，美联储宣布将联邦基金利率目标范围继续上调 75bp 至 1.50%-1.75%，并强调目标区间的持续上调将是适当的。这是美联储 1995 年以来首次加息 75bp，符合会前市场预期的加息幅度。委员们以 10:1 的投票比例通过加息决定，其中堪萨斯城联储主席乔治倾向于在此次会议上加息 50bp。

5 月份鲍威尔在 FOMC 会议之后的新闻发布会上表示，委员会普遍认为在接下来的会议中应该加息 50bp，加息 75bp 并不是委员会正在积极考虑的问题。但是，由于此前美联储已经落后于通胀曲线，上周公布的 5 月份美国 CPI 同比增速并未如预期走低，反而继续创阶段新高，“通胀见顶论”破产，这使得美联储不得不在短期内加快紧缩，防止通胀脱锚。

经济活动与就业方面，会议声明将“家庭支出和企业固定投资依然强劲”改为“经济活动似乎有所回升”，将“失业率大幅下降”改为“失业率保持低位”（截至 5 月份，美国失业率已经连续 3 个月维持在 3.6%）。通货膨胀方面，会议声明内容与上次会议一致，继续强调通货膨胀居高不下，与大流行相关的供需失衡、能源价格上涨仍然是主要原因。经济发展和通胀前景方面，会议声明删除了俄乌冲突“对美国的影响是高度不确定的”，对经济活动的影响由此前的可能性描述改为确定性描述，继续强调“中国疫情防控措施可能加剧供应链中断”。此次声明补充强调了“委员会坚定地致力于将通胀率恢复到 2% 的目标”，以反映美联储控通胀的决心。

图表 1. FOMC 会议声明主要内容变化

	2022 年 3 月	2022 年 5 月	2022 年 6 月
经济活动与就业	经济活动和就业指标继续走强。最近几个月就业增长强劲，失业率大幅下降。	尽管一季度整体经济活动略有下降，但家庭支出和企业固定投资依然强劲。最近几个月就业增长强劲，失业率大幅下降。	整体经济活动在第一季度小幅下滑后似乎有所回升。最近几个月就业增长强劲，失业率保持在低位。
通货膨胀	通货膨胀仍然居高不下，反映出与大流行相关的供需失衡、能源价格上涨和更广泛的价格压力。	通货膨胀仍然居高不下，反映出与大流行相关的供需失衡、能源价格上涨和更广泛的价格压力。	通货膨胀仍然居高不下，反映出与大流行相关的供需失衡、能源价格上涨和更广泛的价格压力。
经济发展和通胀看法	俄罗斯入侵乌克兰正在造成巨大的人力和经济困难。对美国的影响是高度不确定的，但在短期内，入侵和相关事件可能会对通胀造成额外的上行压力，并对经济活动造成压力。	俄罗斯入侵乌克兰正在造成巨大的人力和经济困难。 对美国的影响是高度不确定的。 入侵和相关事件正在对通胀造成额外的上行压力， 并可能对经济活动造成压力。 此外，中国与疫情相关的封锁可能会加剧供应链中断。委员会高度关注通胀风险。	俄罗斯入侵乌克兰正在造成巨大的人力和经济困难。入侵和相关事件正在对通胀造成额外的上行压力， 并对全球经济活动造成压力。 此外，中国与疫情相关的封锁可能会加剧供应链中断。委员会高度关注通胀风险。 委员会坚定地致力于将通胀率恢复到 2% 的目标。

资料来源：美联储，中银证券

二、经济预测与点阵图变化：下调经济增速、上调通胀增速，2023 年继续加息

下调近三年经济增速预测、上调 2022 年通胀指标预测。在 2022 年至 2024 年的经济预测中，美联储将美国经济增长分别下调 1.1、0.5 和 0.1 个百分点至 1.7%、1.7%、1.9%，均低于 2%；将失业率分别上调 0.2、0.4 和 0.5 个百分点；将 2022 年 PCE 增速上调 0.9 个百分点至 5.2%，2023 年和 2024 年 PCE 增速则下调 0.1 个百分点；将 2022 年和 2023 年核心 PCE 增速分别上调 0.2、0.1 个百分点，2024 年核心 PCE 增速未做调整（见图表 2）。

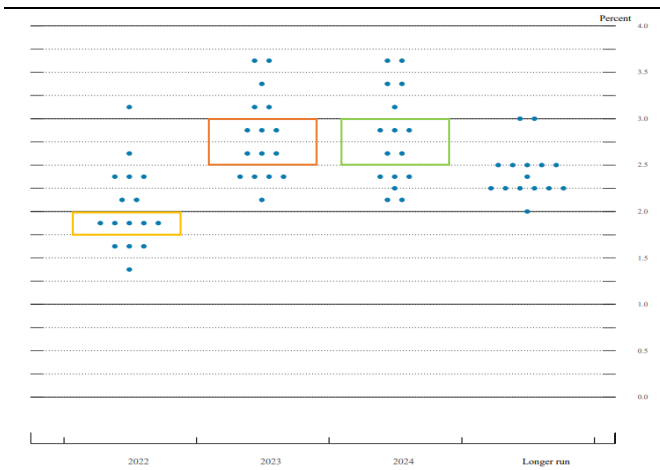
继续上调利率预测中位数，加息持续到 2023 年。6 月份点阵图显示，2022 年利率预测中位数为 3.25% 明显高于 3 月份中位数 1.75%；2023 年利率预测中位数升至 3.625%，较 3 月份提升 1 个百分点；2024 年利率预测中位数降至 2022 年的 3.25%，不过仍明显高于 3 月份中位数 2.625%（见图表 3、4）。

图表 2. 美联储继续下调 2022 年经济增速预测、上调通胀预测（单位：%）

	GDP 增速			失业率			PCE 增速			核心 PCE 增速		
	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
2021 年 9 月	3.8	2.5	2.0	3.8	3.5	3.5	2.2	2.2	2.1	2.3	2.2	2.1
2021 年 12 月	4.0	2.2	2.0	3.5	3.5	3.5	2.6	2.3	2.1	2.7	2.3	2.1
2022 年 3 月	2.8	2.2	2.0	3.5	3.5	3.6	4.3	2.7	2.3	4.1	2.6	2.3
2022 年 6 月	1.7	1.7	1.9	3.7	3.9	4.1	5.2	2.6	2.2	4.3	2.7	2.3

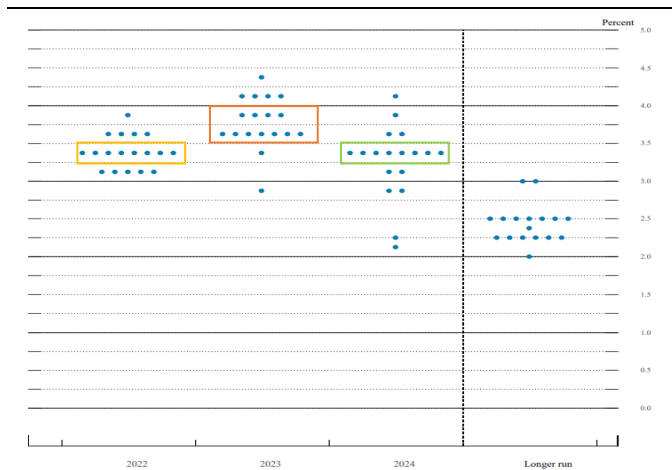
资料来源：美联储，中银证券

图表 3. 2022 年 3 月利率点阵图



资料来源：美联储，中银证券

图表 4. 2022 年 6 月利率点阵图



资料来源：美联储，中银证券

三、新闻发布会要点：经济增长仍可以承受加息，7 月会议可能加息 50 或 75bp

关于通胀态势，鲍威尔表示，如果没有有力的证据表明通胀下降，即便失业率高于 SEP 预测，美联储依然不会宣布胜利。核心通胀作为较好的预测指标，和政策工具相关性更强。但大部分非核心通胀不受货币政策控制，仍需要关注整体通胀对通胀预期的潜在影响。

关于经济形势，鲍威尔指出，总消费支出仍然强劲，消费者财务状况良好，没有迹象表明经济出现更大范围的放缓，仍处于健康增长水平，有能力承受加息。尽管过去几个月的事件增加了政策挑战，但美国经济仍有可能实现“软着陆”。SEP 预计 2024 年通胀增速略高于 2%，失业率为 4.1%，处于历史低位，这是一个成功的结果。不过，大宗商品价格波动或使美国经济失去“软着陆”的可能。

关于加息节奏，鲍威尔表示，此次加息 75bp 主要是近期通胀和通胀预期数据驱动，之后加息 75bp 不会成为常态，加息节奏将取决于数据表现，预计 7 月份会议可能加息 50bp 或 75bp。

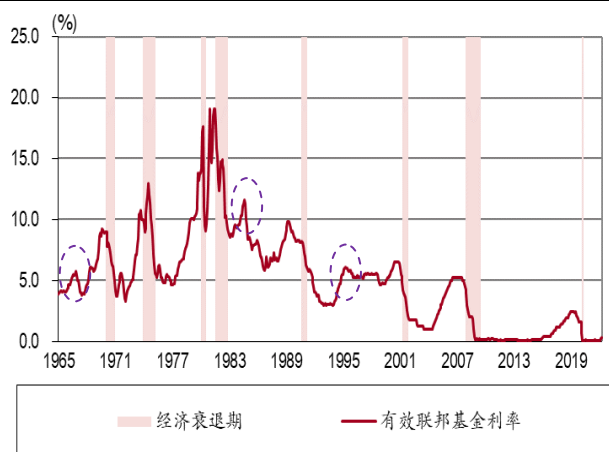
总体而言，美联储表态符合市场预期。会议声明发布后，美元指数和 10 年期美债收益率上升，美股下跌。新闻发布会开始后，美元指数和 10 年期美债收益率快速回落，美股集体转涨，道指、标普 500 指数和纳指分别收涨 1.0%、1.5% 和 2.5%。

四、美国经济真的可以实现“软着陆”吗？

1970 年代，伯恩斯和米勒先后领导下的美联储均认为，物价取决于市场（非货币）力量，非货币政策所能及，从而拒绝承担物价稳定的职责。与之不同的是，现阶段美联储的首要任务是通过调控需求、匹配供需来控制通胀。不过，无论是 1970 年代，还是现在，美联储起初均对通胀产生了误判。1972 年厄尔尼诺事件和 1973 年石油冲击发生后，伯恩斯带领下的美联储强调，通胀是暂时性异常因素导致的，与货币政策无关，直到价格上涨的商品种类越来越多，伯恩斯才承认发生了严重的通胀¹。同样，本轮通胀初期，鲍威尔一直强调通胀是暂时的，认为疫情消退、供应链压力缓解之后，通胀会自然回落，直到 2021 年 11 月放弃“通胀暂时论”。上周发布 5 月份美国 CPI 数据后，“通胀见顶论”也被证伪，市场对于美联储激进加息的预期和美国经济衰退的预期明显增强。

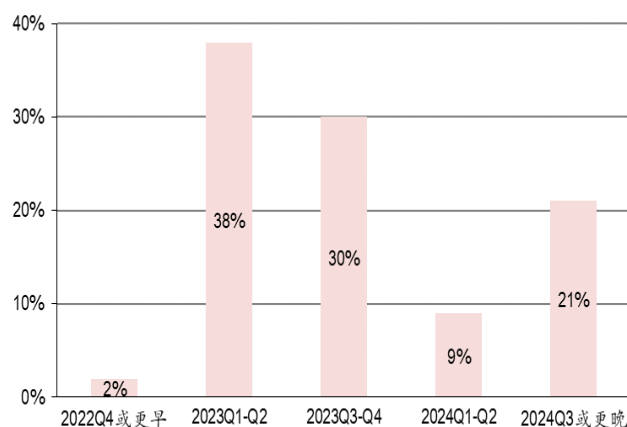
历史数据显示，激进紧缩政策往往伴随着经济衰退。美联储前副主席 Alan Blinder（2022）总结，1965 年至今 11 次加息周期引发 8 次经济衰退，成绩非常不理想²。萨默斯等人（2022）总结，1955 年以来没有一个季度在平均通货膨胀率超过 4%、失业率低于 5% 的情况下，在接下来的两年内没有出现衰退，即便 1965 年、1984 年和 1994 年出现经济“软着陆”，但这些时期的通胀和劳动力市场与现在存在很大差异（见图表 5）。在不考虑俄乌冲突的情况下，仅凭历史经验就能判断美联储实现经济软着陆的可能性很低³。5 月份美国 CPI 数据公布之前，FT-IGM 在 6 月 6 日-6 月 9 日针对 47 名经济家的调查结果显示，大部分经济学家预计 2023 年美国将出现衰退，认为上半年出现衰退的受访者比例为 38%，下半年出现衰退的受访者比例为 30%（见图表 6）。

图表 5. 美国经济衰退前基本伴随着美联储加息



资料来源：NBER，万得，中银证券

图表 6. 按照 NBER 标准，美国经济衰退开始时间可能是？



资料来源：FT，中银证券

PMI 数据显示，近期美国经济有所放缓。2021 年 12 月至 2022 年 5 月，美国制造业 PMI 和非制造业 PMI 持续下滑，分别回落 5.0 个百分点和 13.2 个百分点（见图表 7）。不过，鲍威尔在新闻发布会上强调，目前美国经济增长仍然强劲，仍有可能实现“软着陆”。此前，其他美联储官员以及耶伦也强调了美国经济存在“软着陆”的可能。例如，美联储理事沃勒根据职位空缺和失业之间的关系，认为强大的劳动力市场能够应对更高的利率而不导致失业率的大幅上升⁴。耶伦表示，确实相信美国经济将在 2023 年实现稳健增长，美联储既需要技巧，也需要运气⁵。

¹ Yale's Stephen Roach sees growing risks of stagflation sparked by broken supply chains, October 11, 2021, <https://qz.com/2072095/yales-roach-predicted-stagflation-caused-by-broken-supply-chains/>

² Alan Blinder, 2022. Landings Hard and Soft: The Fed, 1965-2020[EB/OL]. February 11. <https://bcf.princeton.edu/wp-content/uploads/2022/01/Combined-Slides.pdf>

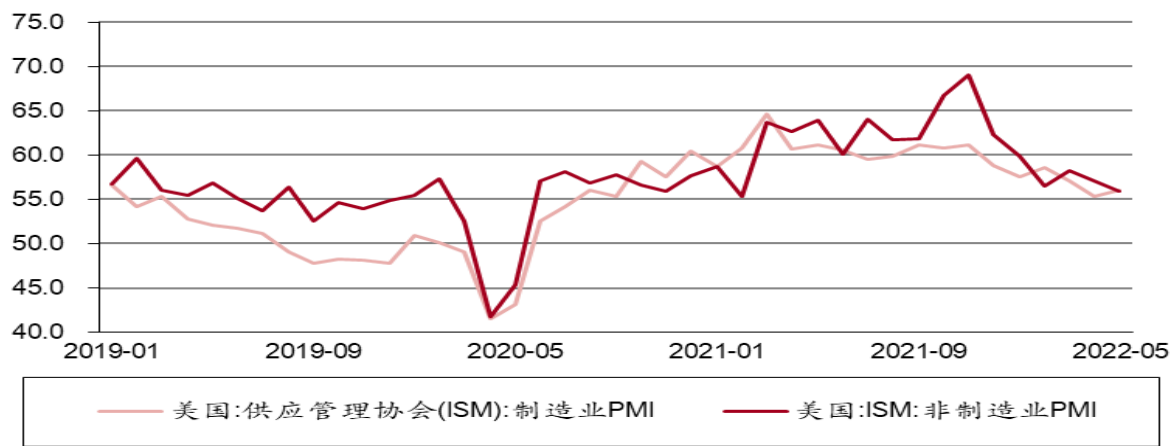
³ Alex Domash and Lawrence H. Summer, 2022. History Suggests a High Chance of Recession over the Next 24 Months. Harvard Kennedy School. https://www.hks.harvard.edu/sites/default/files/centers/mrcbg/files/Recession_blog.pdf

⁴ Christopher J. Waller, Responding to High Inflation, with Some Thoughts on a Soft Landing, May 30, 2022, <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/waller20220530a.htm>

⁵ https://finance.sina.com.cn/stock/hkstock/hkstocknews/2022-05-05/doc-imcwipii8061169.shtml?finpagefr=p_115

至于运气好坏，应该取决于鲍威尔在此次新闻发布会上指出的，不受美联储控制的因素（包括俄乌冲突和新冠疫情）发展情况。如果运气好，俄乌冲突和疫情造成的供给约束缓解，会带动通胀回落，美联储加息放缓甚至停止加息，经济依然维持正增长。但如果俄乌冲突和疫情的影响仍然持续，美国通胀保持较强韧性，为防止通胀预期脱锚，美联储被迫激进加息，可能以经济衰退为代价控制通胀。目前来看，俄乌冲突和疫情并未明显缓解，美国经济实现硬着陆的风险仍然较大。

图表 7. 美国制造业 PMI 和非制造业 PMI



资料来源：万得，中银证券

风险提示：地缘政治局势恶化；新冠疫情态势恶化。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_43071

