

总量研究

美联储加速加息，高通胀下经济承压

——2022年6月美联储议息会议点评

要点

事件：

6月14-15日，美联储召开公开市场委员会（FOMC）货币政策会议，会议显示：

- 1) FOMC 投票决定将政策利率联邦基金利率的目标区间上调 75bp，升至 1.5% 到 1.75%；声明预计，持续加息可能是合适的；
- 2) FOMC 将按照《缩减美联储资产负债表规模计划》，持续减少其持有的国债、机构债以及 MBS；
- 3) FOMC 会坚定致力于将通胀恢复至 2% 的目标水平。

截至 6 月 15 日收盘，10 年期美债收益率下行 20bp 至 3.29%，股指全线上涨，标普 500 指数升 1.46%，纳斯达克指数升 2.5%，道琼斯工业指数升 1.0%。

核心观点：

基于美国 5 月通胀数据超预期上行（5 月 CPI 8.6%），美联储 6 月议息会议决定，加息 75bp，高于鲍威尔主席在 5 月给出的预期指引（6 月加息 50bp）。在新闻发布会中，鲍威尔主席表示，未来的加息节奏将基于通胀数据，75bp 不是常态。此言论降低市场对 7 月可能再次加息 75bp 的预期，发布会后，三大股指上行，美债收益率收跌。

FOMC 最新经济预测，下调了 2023 年 PCE 通胀 0.1 个百分点至 2.6%，同时，2022 和 2023 年实际 GDP 增速分别下修 1.1 和 0.5 个百分点至 1.7% 和 1.7%，显示美联储对控制通胀以及经济软着陆的信心。但是，回溯美国历次经济衰退周期，在通胀高于 4% 的情况下，经济软着陆的概率是极低的。此外，若要成功抑制高通胀，特别是通胀水平高于 4% 左右水平时，联邦基金利率水平必须与通胀水平相当，才能有效抑制通胀。因此，我们认为，高通胀仍将持续较长时间，美国经济硬着陆风险上行，美股承压。

加息加速前置

美联储 6 月议息会议决定，将联邦基金利率的目标区间上调 75bp，升至 1.5% 到 1.75%。未来加息节奏将基于通胀的数据，75bp 不是常态。6 月点阵图显示，美联储官员大幅提升政策利率预期，2022 年和 2023 年政策利率中位数预期分别达 3.4% 和 3.8%，较 3 月分别提升 1.5 和 1 个百分点，显示高通胀背景下，FOMC 更倾向于快节奏加息，2024 年政策利率的预期为 3.4%。

美国经济硬着陆风险上行

若要成功抑制高通胀，特别是通胀水平高于 5% 左右水平时，联邦基金利率水平必须与通胀水平相当，才能有效抑制通胀，然而，在现阶段美国经济转弱、财政支出压力较大的背景下，美联储很难激进加息至 8% 左右水平（5 月 CPI 同比增速 8.6%）。因此，我们认为，高通胀仍将持续较长一段时间，通胀将持续受地缘政治、供应链紧缩以及劳动力短缺问题扰动，抬升通胀粘性。从美股的角度来说，高通胀不仅抑制企业盈利、提高成本，并且导致美联储加快收紧货币政策，从估值和流动性角度冲击美股。回溯美国 1972 年和 1976 年的两次高通胀时期，也可以发现，高通胀时期，经济衰退风险显著上行，叠加美联储货币政策被通胀束缚，较难放松，美股大概率继续承压。

风险提示：通胀超预期致美联储收紧政策；通胀超预期导致美国经济快速下行。

作者

分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002

010-56513108

gaoruidong@ebsecn.com

联系人：陈嘉荔

021-52523828

chenjiali@ebsecn.com

相关研报

美联储与财政部，如何配合穿越危机——美联储观察系列八兼光大宏观周报（2022-04-23）

通胀不息，加息不止，缩表将近——2022 年 3 月美国 CPI 数据点评（2022-04-13）

缩表将近，加息不止——2022 年 3 月美联储议息会议纪要点评（2022-04-07）

美国非农维持强劲，加息前置势在必行——2022 年 3 月美国新增非农数据点评（2022-04-02）

近期美债收益率跳升的三大原因——《美联储观察》系列第七篇（2022-03-27）

中美四次交锋：中方呼吁和平，美方关心利益——《大国博弈》系列第十八篇（2022-03-22）

下调经济预期，美联储最鹰时刻已过——2022 年 3 月美联储议息会议点评（2022-03-17）

俄乌冲突推升油价，美联储如何抉择？——2022 年 2 月美国 CPI 数据点评（2022-03-11）

目 录

一、	加息加速前置.....	3
二、	美国经济硬着陆风险上行	4
三、	风险提示.....	7

图目录

图 1:	2022 年 3 月点阵图.....	3
图 2:	2022 年 6 月点阵图.....	3
图 3:	美联储经济预测中位数: 2022 年 6 月 vs. 2022 年 3 月	4
图 4:	美国历次经济硬着陆时期, 通胀水平平均大于 4% (除 1960 年以及 2001 年)	5
图 5:	联邦基金利率 vs.CPI.....	6
图 6:	高通胀时期, 道琼斯工业指数总体震荡下行	6
图 7:	高通胀时期, 标普 500 指数总体震荡下行	6

一、加息加速前置

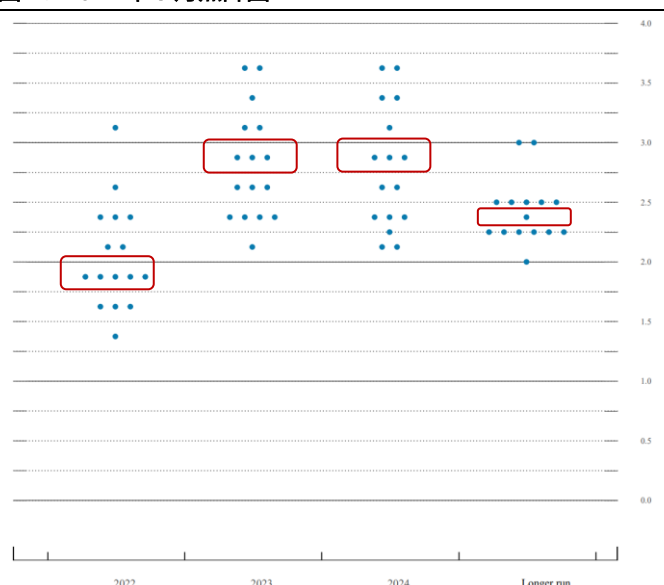
美联储 6 月议息会议决定，将联邦基金利率的目标区间上调 75bp，升至 1.5% 到 1.75%。此次决策的投票结构为 10 比 1，堪萨斯城联储主席 Esther George 投票加息 50bp。并且，此次投票包含了两位新任美联储官员，Lisa Cook 和 Philip Jefferson。对于 7 月的会议来说，加息 50bp 或者 75bp 将基于通胀的数据来决定，75bp 不应该被认为是常态。

“I (Jerome Powell) do not expect moves of this size to be common, the decision at July’s meeting could well be about a decision between 50 and 75bp”。

6 月 FOMC 声明显示，俄乌冲突、中国疫情、以及供应链等问题持续对通货膨胀造成上行压力，并对经济活动产生影响，委员会仍然寻求在长期内实现最大就业目标和 2% 的通胀目标，因此，FOMC 决定加息 75bp，并且，持续的加息应该是合适的。另外，此次会议声明删除了预计通胀将回到 2% 水平以及劳动力市场将在加息的过程中保持强劲，显示美联储认为通胀压力将持续存在，并且，在加息过程中，劳动力市场或将成为牺牲品。但是，此次会议声明新增一句“强烈承诺让通胀回落到 2% 这一目标”。

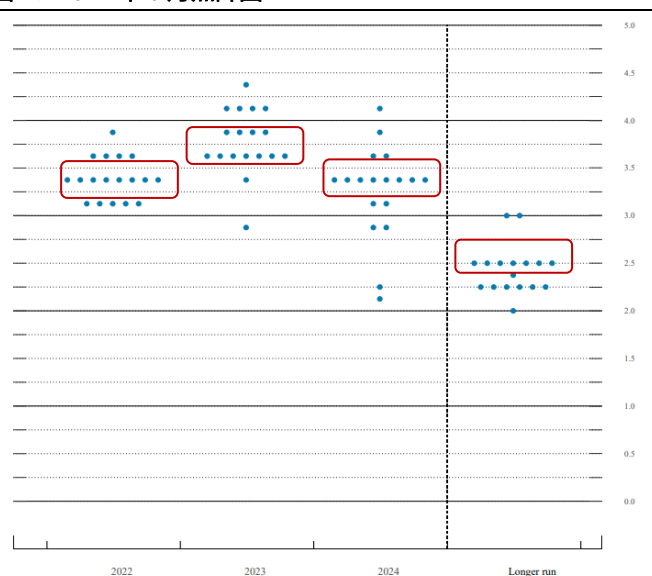
6 月点阵图显示，美联储官员大幅提升政策利率预期，2022 年和 2023 年政策利率中位数预期分别达 3.4% 和 3.8%，较 3 月分别提升 1.5 和 1 个百分点，显示高通胀背景下，FOMC 更倾向于快节奏加息，2024 年政策利率的预期为 3.4%。

图 1：2022 年 3 月点阵图



资料来源：美联储，光大证券研究所，红圈内为中位数。

图 2：2022 年 6 月点阵图



资料来源：美联储，光大证券研究所，红圈内为中位数。

经济预测方面，美联储官员显著下调了 2022、2023、2024 年的经济增长预测至 1.7%，1.7%和 1.9%；此外，失业率预测值均被上调，以匹配加息带来的需求减弱、就业增速放缓，以此来抑制薪资增速。经济预测下调以及失业率上调，显示美联储逐渐承认，经济衰退风险的可能在上升。**通胀预测方面**，美联储官员大幅上调 2022 年 PCE 通胀，自 3 月的 4.3%上调至 5.2%，但 2023 年和 2024 年 PCE 通胀预测值变化不大，2023 年 PCE 预测值为 2.6%（3 月为 2.7%），2024 年 PCE 预测值为 2.2%（3 月为 2.3%）；对核心 PCE 的预期值整体变化不大。

图 3：美联储经济预测中位数：2022 年 6 月 vs. 2022 年 3 月

	2022	2023	2024	长期
实际GDP增速 (%)				
2022年6月	1.7	1.7	1.9	1.8
2022年3月	2.8	2.2	2	1.8
失业率 (%)				
2022年6月	3.7	3.9	4.1	4
2022年3月	3.5	3.5	3.6	4
PCE通胀 (%)				
2022年6月	5.2	2.6	2.2	2
2022年3月	4.3	2.7	2.3	2
核心PCE通胀 (%)				
2022年6月	4.3	2.7	2.3	
2022年3月	4.1	2.6	2.3	
联邦基金利率 (%)				
2022年6月	3.4	3.8	3.4	2.5
2022年3月	1.9	2.8	2.8	2.4

资料来源：美联储，光大证券研究所。

二、美国经济硬着陆风险上行

回溯美国 1960 年以来八次经济衰退以及三次经济软着陆时期，可以发现，在通胀水平高于 4%的情况下，经济实现软着陆的概率是极低的；若通胀在可控范围之内，则经济仍有软着陆可能，我们认为，美国现阶段的情况，应该属于持续的高通胀压力，和不断上行的经济衰退风险。

图 4：美国历次经济硬着陆时期，通胀水平平均大于 4%（除 1960 年以及 2001 年）

	联邦基金利率区间(%)	CPI (单位：%)	失业率区间 (单位：%)	与自然失业率之差 (%)
1960年4月至1961年2月	4.00, 2.00	1.7, 1.4	5.20, 6.90	1.44
1965年（软着陆）	4.00, 4.63	1.9	4.00	-1.64
1969年12月至1970年11月	9.63, 5.50	6.2, 5.6	3.50, 5.90	0.03
1973年11月至1975年3月	9.88, 5.39	8.3, 10.3	4.80, 8.60	2.49
1980年1月至1980年7月	14.77, 9.93	13.9, 13.1	6.30, 7.80	1.59
1981年7月至1982年11月	21.09, 8.93	10.8, 5.1	7.20, 10.40	4.24
1984年（软着陆）	9.92, 8.74	3.9	7.30	1.23
1990年7月至1991年3月	8.32, 5.53	4.8, 4.9	5.50, 6.80	1.11
1994年（软着陆）	2.85, 4.94	2.7	5.50	0.04
2001年3月至2001年11月	5.59, 2.06	2.9, 1.9	4.30, 5.50	0.32
2007年12月至2009年6月	4.66, 0.22	4.1, -1.4	5.00, 9.50	4.59

资料来源：Wind，光大证券研究所；数据说明：联邦利率区间为经济衰退开始及经济衰退结束时联邦基金利率的数值；1965 年、1984 年、1994 年为经济软着陆时期，CPI 和失业率取当年数值。

通过历史回溯，还能发现，若要成功抑制高通胀，特别是通胀水平高于 5% 左右水平时，联邦基金利率水平必须与通胀水平相当，才能有效抑制通胀，然而，在现阶段美国经济转弱、财政支出压力较大的背景下，美联储没有可能激进加息至 8% 左右水平（5 月 CPI 同比增速 8.6%），因此，我们认为，高通胀仍将持续较长一段时间，通胀将持续受地缘政治、供应链紧缩以及劳动力短缺问题扰动，抬升通胀粘性，预计美国 2022 年全年 CPI 同比增速为 7.9%，参见 2022 年 6 月 11 日外发报告《美国 5 月通胀再冲高，经济衰退风险陡升》。

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_43075

