

总量研究

美联储明确紧缩态度，剑指通胀

——2022 年 6 月美联储议息会议纪要点评

要点

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

如何看待美国滞胀和美股走势？——美联储观察系列九（2022-07-05）

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）

近期美债收益率跳升的三大原因——美联储观察系列七（2022-03-27）

美国经济能承受几次加息？——美联储观察系列（2022-02-23）

疫情冲击下的货币政策：美国劳动参与率的视角——美联储观察系列五（2021-12-20）

鸽派鲍威尔，鹰派点阵图——2021 年 11 月美联储议息会议点评（2021-12-16）

通胀符合预期，如何看下周美联储议息会议？——光大宏观周报（2021-12-12）

美国失业率下行不抵 Omicron 冲击，拖累美债收益率——2021 年 11 月美国新增非农数据点评（2021-12-04）

通胀不构成美联储加息条件——2021 年 11 月美国 FOMC 会议纪要点评（2021-11-25）

Taper 如期而至，加息“等等再看”——2021 年 11 月美联储议息会议点评（2021-11-04）

事件：

美联储 7 月 6 日（当地时间）公布了 2022 年 6 月 FOMC 议息会议纪要。截至 7 月 6 日收盘，10 年期美债收益率上行 11bp 至 2.93%；三大股指略涨，标普 500 指数涨 0.36%；道琼斯工业指数涨 0.23%；纳斯达克指数涨 0.35%。

核心观点：

6 月会议纪要显示，FOMC 与会者对抗击通胀达成空前一致的共识，货币政策将更加紧缩。现阶段，美联储加息态度坚定，并表现出不惜经济衰退，也要控制通胀的决心。因此，我们认为，短期内，在通胀预期仍锚定在合理水平、劳动力市场维持韧性的背景下，美联储连续、大步的加息路径较难改变，7 月大概率加息 75bp。

美联储抗击通胀共识不变，货币政策将更加紧缩

6 月议息会议纪要显示，FOMC 与会者已达成共识，即若通胀持续超预期，则需要实行更紧缩（restrictive）的货币政策；现阶段，若公众对美联储控制通胀的决心产生动摇，则高通胀可能变得越来越顽固。

“participants remarked that moving to a restrictive stance of policy was required to promote maximum employment and price stability.”

Many participants judged that a significant risk now facing the committee was that elevated inflation could become entrenched if the public began to question the resolve of the Committee to adjust the stance of policy as warranted.”

此外，在 6 月议息会议的声明中，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”，转而使用“强烈承诺让通胀回落到 2% 这一目标”，也显示了美联储对通胀压力持续的共识，并且较难确定通胀持续的时间。

现阶段，市场预期美国联邦基准利率在年末达到 3.25%-3.5%，与美联储 6 月发布的 2022 年利率水平（3.4%）相当，反映了市场与美联储较为一致的加息预期。向前看，我们认为，短期内美联储连续、大步的加息路径较难改变，7 月大概率加息 75bp。

一方面，美国高通胀压力大概率在 3 季度持续，参见 7 月 5 日外发报告《如何看待美国滞胀和美股走势？——美联储观察系列九》；另一方面，美联储主席鲍威尔在 6 月 22-23 日国会听证会中重申，美联储将无条件对抗通胀承诺，而经济衰退并非不可避免，显示美联储坚定加息的态度，并且有**不惜经济衰退，也要控制通胀的决心**。因此，短期内市场对美联储激进的加息路径较难改变。但在加息的过程中，美联储将紧密跟踪加息对需求端的影响，若通胀拐点确认，则可能转变市场对美联储加息路径的预期。

基于通胀数据，7月会议可能加息 50bp 或 75bp

纪要显示，几乎所有 FOMC 与会者（除堪萨斯城联储主席）都同意 6 月加息 75bp，并且，基于通胀数据，7 月会议可能加息 50bp 或 75bp。5 月美国 CPI 同比增速高达 8.6%，为 1981 年 12 月以来最高水平，其中，能源、食品、房租和劳动力薪资为主要拉动项，向前看，四者对通胀的支撑仍然存在，预计三季度通胀维持高位。鉴于我们对 3 季度通胀的判断，预计 7 月 FOMC 会议加息更有可能加息 75bp。

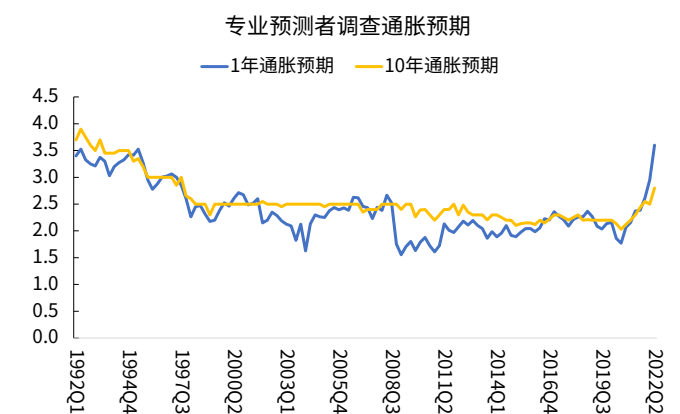
“Almost all participants agreed that it was appropriate to raise the target range for the federal funds rate 75bp at this meeting...participants judged that an increase of 50bp or 75bp would likely be appropriate at the next meeting.”

FOMC 与会者担心通胀可能持续比预期更长时间

纪要显示，美联储跟踪的一系列通胀预期指标近期有升温迹象，与会者认为，若通胀预期无法锚定在合理水平，则控制通胀的成本将更高。可以看到，专业预测者调查和密歇根大学 5 年和 10 年长期通胀预期近期都有小幅升温迹象，而通胀预期与通胀则有相互强化作用，若美联储无法管理好居民通胀预期，则通胀可能持续比预期更长时间。

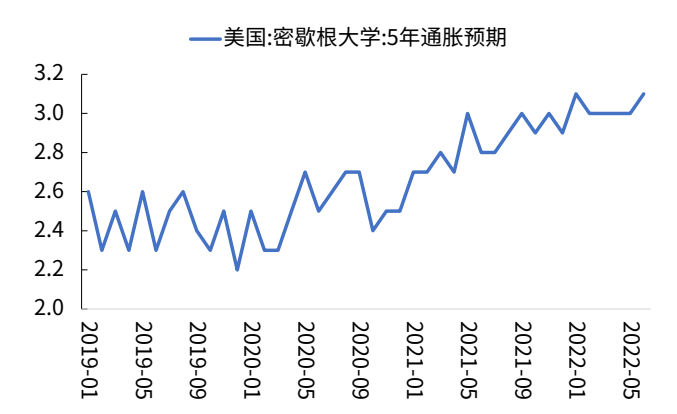
“Participants were concerned that the May CPI release indicated that inflation pressures had yet to show signs of abating, and a number of them saw it as solidifying the view that inflation would be more persistent than they had previously anticipated.”

图 1：专业预测者调查通胀预期在二季度继续上行



资料来源：Fred，光大证券研究所
数据截至 2022 年 6 月

图 2：密歇根大学 5 年通胀预期 6 月小幅升温



资料来源：Wind，光大证券研究所
数据截至 2022 年 6 月

FOMC 与会者对经济仍然充满信心

虽然在 6 月的预测数据中，美联储将 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%，但此次纪要中，对经济下行风险担忧的篇幅较为有限，大部分 FOMC 与会者都认为消费将维持强劲。

“participants indicated that consumption spending had remained robust, in part reflecting strong balance sheets in the household sector and a tight labor market.”

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。

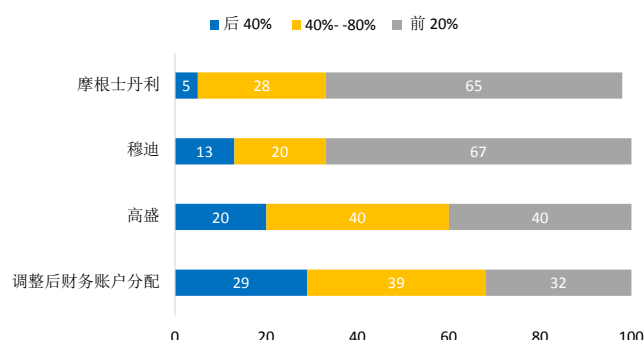
然而，我们认为，由于高通胀压力以及储蓄的减少，消费对经济的支撑已经初显疲态，纪要中对消费韧性的描述，可能过于乐观。一方面，6月密歇根消费者信心指数下行至50，比2008年次贷危机时期的55.3与2011年欧债危机时期的55.7还低，显示高通胀压力下，居民对经济前景较为悲观。可以看到，5月居民可支配收入环比增0.5%，而5月消费者支出环比增长0.2%，这是自2021年12月以来，支出增速首次低于收入增速，显示高通胀压力对居民消费意愿的冲击。

另一方面，额外储蓄的大头集中在中高收入人群，导致市场容易高估额外储蓄能够支撑消费的时长。根据布鲁金斯学会调查数据显示，疫情期间，大部分低收入人群（服务业）丢失工作，政府发放的失业救济能抵消工资损失，但并没有带来额外的收入；与此同时，高收入人群在疫情期间的支出显著下滑；两方面因素同时导致了后续的超额储蓄分布出现了不均衡的特征。JPMorgan Chase 银行基于在其银行开户的人群，也进行了账户支出和收入的统计，统计结果也与前文结论相符，即疫情期间，高收入人群的储蓄加速上行（消费减少），而低收入人群消费反弹显著，并且消费支出的上行超过个人可支配收入的上行。

可以看到，近期居民信用扩张迅速，显示强劲消费需求的表象，可能更多的是居民持续扩张的借贷行为所支撑。截至2022年6月，居民信用卡借款规模高达8688亿美元，信用卡贷款增速达15.5%，连续17个月维持在10%以上水平。相较而言，2019年信用卡贷款平均规模约为8250亿美元，增速约为4.5%。

我们认为，在疫情期间积累的储蓄能在短期内支撑消费，但中长期看，在储蓄分布不均衡、以及高通胀背景下，居民消费能力趋于回落。可以看到，截至5月，美国零售环比增速已连续第四个月回落；实际个人消费支出大幅回调。

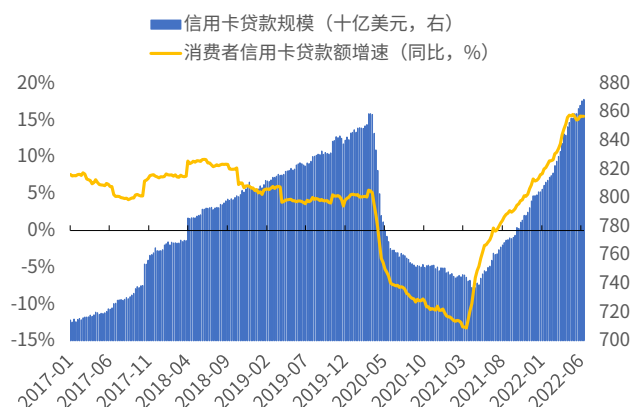
图 4：额外储蓄的大头都集中在中高收入人群



资料来源：布鲁金斯学会，光大证券研究所

数据说明：数据包含时间为 2021 年前三季度。调整后财务账户分配数据是基于联储季度公布财务账户分配数据进行调整。“后 40%”、“40%-80%”、“前 20%”为按年收入高低区分的人群区间

图 5：消费者信用卡贷款增速远超疫情前水平



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至 2022 年 6 月

高利率导致美联储负债端成本上行，但不影响货币政策的执行

SOMA（美联储系统公开市场账户）经理表示，美联储加息引导利率上行，从而使得美联储资产负债表的负债端成本被整体抬高，可能导致美联储净收入为负。但是，美联储货币政策依旧保持其独立性，净收入转负不会影响美联储紧缩政策的执行。

“The staff projected that SOMA net income would decline and potentially turn negative, with increases in the target range lifting the interest expense on some liabilities. Neither unrealized losses on the Federal Reserve’s existing securities portfolio nor negative net income would impair the implementation of monetary policy.”

风险提示：

全球通胀变化超预期；俄乌冲突升级导致经济走势超预期。

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_43645

