

总量研究

美联储如期加息，9 月或持续紧缩步伐

——2022 年 7 月美联储议息会议点评

要点

事件：

7 月 26-27 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 2.25% 到 2.5%；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 7 月 27 日收盘，10 年期美债收益率下行 3bp 至 2.78%，市场对美联储加息节奏有所弱化，年末联邦基金利率预期在 3.25%-3.5% 的概率上升，预期在 3.5%-3.75% 的概率下降；股指全线上涨，标普 500 指数升 2.62%，纳斯达克指数升 4.06%，道琼斯工业指数升 1.37%。

核心观点：

基于美国 6 月通胀数据超预期上行（6 月 CPI 同比+9.1%），美联储 7 月议息会议决定，再次加息 75bp。在新闻发布会中，鲍威尔主席表示，9 月会议仍可能持续大幅加息。向前看，美联储加息幅度将取决于经济和通胀数据，每一次加息的决定都将逐次在会议中讨论（meeting by meeting）。

以史为鉴，过早放松货币政策可能引发持续高通胀的困境。基于通胀仍将在较长时间内维持高位，美联储抗击通胀的决心将依然坚定。因此，我们倾向于认为，9 月议息会议仍将加息 50bp，并讨论政策紧缩对经济和通胀的影响。

美联储再次加息 75bp

7 月议息会议决定，将联邦基金利率的目标区间上调 75bp，升至 2.25% 到 2.5%。对于 9 月议息会议而言，美联储主席鲍威尔在新闻发布会中表示，9 月会议仍可能再次大幅加息，但加息幅度取决于经济和通胀数据，现在仍无法做出判断。

以史为鉴，美联储控制通胀的最佳方式就是，坚定不移维持紧缩政策

1970 年代，美联储在经济衰退和通胀高企之间犹豫不决，导致通胀在长时期内维持高位。1973 年中东战争显著推升美国通胀，美联储开始大幅加息；然而，1974 年，时任美联储主席亚瑟·伯恩斯迫于经济压力，中途开始降息，导致高通胀持续。1979 年 8 月 6 日，保罗·沃尔克（Paul Volcker）被任命为美联储主席，在他的领导下，美联储坚定开启紧缩政策，联邦基金利率大幅抬升，并在 1980 年年末达到了 22% 的水平。在 1979-1987 年期间，联邦基金利率始终维持高于 CPI 同比增速的水平，成功抑制通胀，经济在高通胀时代结束后，也稳步修复。

现阶段，我们认为，美国通胀持续被地缘政治、能源和粮食价格、房租价格和劳动力短缺等因素扰动，并且可能持续较长时间。7 月的 CPI 同比增速预计将有所回落，但依然维持高位，全年 CPI 同比增速大约在 8.0% 左右水平。因此，预计 9 月议息会议中，美联储还是有可能大步加息，加息幅度可能达 50bp。

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

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）

目 录

一、	美联储再次加息 75bp	3
二、	以史为鉴，美联储控制通胀的最佳方式就是，坚定不移维持紧缩政策	5
三、	风险提示	6

图目录

图 1:	6 月 CPI 同比增速冲高至 9.1%	3
图 2:	能源、食品、服务为 CPI 的主要贡献项	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:	议息会议前，年末政策利率预期在 3.5%--3.75% 的概率在 30% 以上	5
图 5:	议息会议后，年末政策利率预期在 3.5%-3.75% 的概率降至 20% 以下	5
图 6:	1973-1976 年间，因经济走弱，美联储提前降息，导致通胀持续较长时间	6
图 7:	1979-1987 年，保罗·沃尔克主席维持政策利率高于通胀，并成功控制通胀	6

一、美联储再次加息 75bp

美联储 7 月议息会议决定，将联邦基金利率的目标区间上调 75bp，升至 2.25% 到 2.5%。7 月 FOMC 声明显示，俄乌冲突、粮食和能源价格高企、以及供应链等问题持续对通货膨胀造成上行压力，劳动力市场异常紧张，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。

"The labor market is extremely tight, and inflation is much too high...we anticipate that ongoing increases in the target range for the federal funds rate will be appropriate; the pace of those increases will continue to depend on the incoming data."

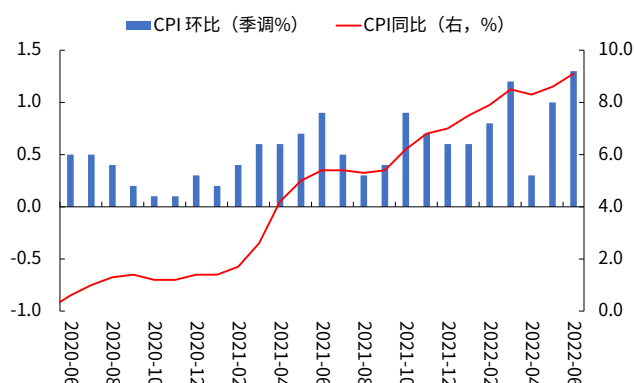
对于 9 月议息会议而言，美联储主席鲍威尔在新闻发布会中表示，9 月会议仍可能再次大幅加息，但加息幅度取决于经济和通胀数据，现在仍无法做出判断。鲍威尔的言论显示，虽然 9 月仍有可能加息 75bp，但向前看，每一次加息的决定都将逐次做出，在 7 月到 9 月期间，美联储将看到更多经济相关数据，但美联储最想看到的，仍是通胀降温。

"As it relates to September, I said another unusually large increase could be appropriate, but that's not a decision we are making now. It's one we will make based on the data we see and we will be making decisions meeting by meeting...and not provide the kind of clear guidance that we had provided on the way to neutral."

鲍威尔主席也指出，随着货币政策进一步紧缩，美联储也将评估政策对经济和通胀的影响，并可能降低紧缩的节奏。这番言论显示，下半年，美联储更倾向于相机抉择，基于实时经济和通胀数据，来决定紧缩路径。若通胀出现显著回落，则可能放慢加息步伐。

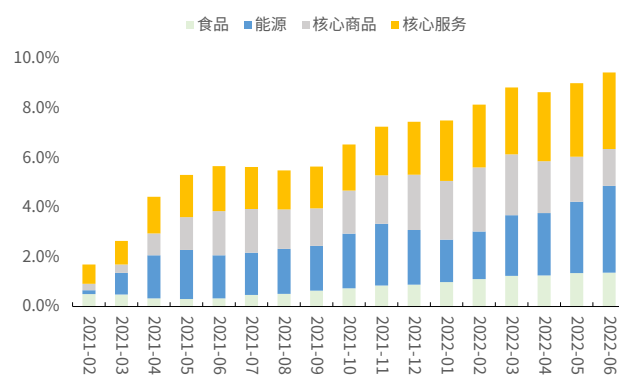
"As the stance of monetary policy tightens further, it will be come appropriate to slow the pace of increases while we assess how cumulative policy adjustments are affecting the economy and inflation."

图 1：6 月 CPI 同比增速冲高至 9.1%



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 2：能源、食品、服务为 CPI 的主要贡献项



资料来源：Wind，光大证券研究所。

鲍威尔主席还表示，6月发布的SEP（经济预测概要）对联邦基金利率水平来说，仍然有较好的指引作用。

"I think you can still think of the destination as broadly in line with the June SEP...it's probably the best guide we have as to where the committee thinks it needs to get at the end of the year and into next year. I would point you to that."

从高通胀持续时间的角度来判断，我们倾向于认为，年末联邦基金利率可能落在3.25%-3.5%之间。美国6月CPI同比增9.1%，为1981年11月以来最高水平，汽油、住宅、食品价格为主要贡献项。向前看，我们认为，美国通胀持续被地缘政治、能源和粮食价格、房租价格和劳动力短缺等因素扰动，并且可能持续较长时间。7月的CPI同比增速预计将有所回落，但依然维持高位，全年CPI同比增速大约在8.0%左右水平，参见7月14日外发报告《美国6月通胀全面升温，加息预期迅速走高——2022年6月美国CPI数据点评》。在此背景下，美联储货币紧缩步伐大概率持续，9月议息会议可能仍将加息50bp。

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。

市场预期方面，7月议息会议后，市场对美联储紧缩节奏的预期有所弱化，三大股指全线上涨。7月会议加息75bp，完全符合市场预期，并且，美联储主席鲍威尔在新闻发布会中，并没有表现出强势鹰派，并表示加息节奏将视经济和通胀数据而定。因此，在市场嗅到鸽派气息后，视此次会议结果为利好，并下调年末联邦基金利率的预期。截至7月28日，年末联邦基金利率预期在3.25%-3.5%区间的概率为45.9%，概率较此次会议前上升；预期在3.5%-3.75%的概率为18.7%，概率较此次会议前下降。股指全线上涨，标普500指数升2.62%，纳斯达克指数升4.06%，道琼斯工业指数升1.37%。

图 4：议息会议前，年末政策利率预期在 3.5%--3.75%的概率在 30%以上

MEETING PROBABILITIES										
MEETING DATE	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
27/07/2022	0.0%	76.3%	23.7%	0.0%						
21/09/2022	0.0%	0.0%	0.0%	48.8%	42.6%	8.5%	0.0%	0.0%	0.0%	
02/11/2022	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	35.4%	44.3%	17.9%	2.4%	0.0%	0.0%
14/12/2022	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	16.8%	39.6%	31.8%	10.5%	1.2%	0.0%
01/02/2023	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	15.0%	37.2%	32.6%	12.8%	2.2%	0.1%
15/03/2023	0.0%	0.0%	0.0%	4.3%	21.4%	35.9%	26.9%	9.8%	1.6%	0.1%
03/05/2023	0.0%	0.0%	1.4%	10.0%	26.2%	32.9%	21.2%	7.0%	1.1%	0.1%
14/06/2023	0.0%	0.6%	5.0%	16.8%	29.0%	28.0%	15.3%	4.6%	0.7%	0.0%
26/07/2023	0.2%	2.0%	8.7%	20.6%	28.7%	24.1%	12.0%	3.4%	0.5%	0.0%

资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至：2022 年 7 月 27 日

图 5：议息会议后，年末政策利率预期在 3.5%--3.75%的概率降至 20%以下

MEETING PROBABILITIES										
MEETING DATE	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
21/09/2022	0.0%	0.0%	0.0%	70.0%	30.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
02/11/2022	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	58.0%	36.8%	5.1%	0.0%	0.0%	
14/12/2022	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	33.1%	45.9%	18.7%	2.2%	0.0%	
01/02/2023	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	25.8%	43.1%	24.7%	5.8%	0.5%	
15/03/2023	0.0%	0.0%	0.0%	10.9%	33.1%	35.4%	16.8%	3.6%	0.3%	
03/05/2023	0.0%	0.0%	3.2%	17.4%	33.8%	29.9%	12.9%	2.6%	0.2%	
14/06/2023	0.0%	1.4%	9.3%	24.5%	32.1%	22.5%	8.5%	1.6%	0.1%	
26/07/2023	0.4%	3.6%	13.5%	26.6%	29.5%	18.7%	6.6%	1.2%	0.1%	

资料来源：Wind，光大证券研究所。数据截至：2022 年 7 月 28 日

二、以史为鉴，美联储控制通胀的最佳方式就是，坚定不移维持紧缩政策

1970 年代，美联储在经济衰退和通胀高企之间犹豫不决，导致通胀在长时间内维持高位。1973 年中东战争显著推升美国通胀，美联储开始大幅加息；然而，1974 年，时任美联储主席亚瑟·伯恩斯迫于经济压力，中途开始降息，导致高通胀持续。1973 年，因原油价格大涨，美国 CPI 同比增速自 1972 年的 3.4%快速上行至 1973 年的 8.7%，并在 1974 年进一步上行。为应对通胀，美联储大步加息，联邦基金利率从 1972 年年末的 5.5%快速上调至 1973 年年末的 9.8%。

然而，1974 年年末，美国失业率快速上行至 7.2%，并在 1975 年年末进一步上行至 8.2%。被迫于经济和就业压力，美联储选择在 1974 年 8 月开始下调联邦基金利率，联邦基金利率自 1973 年年末的 9.8%迅速下行至 1974 年年末的 3.9%，并在 1974-1976 年间，持续低于核心通胀水平。

美联储因过早让步于经济和就业问题，放松货币政策，不仅没能有效提振失业率，还导致通胀指标在整个 1970 年代，维持较高水平，对经济形成重大冲击。

1979 年 8 月 6 日，保罗·沃尔克 (Paul Volcker) 被任命为美联储主席。在他的

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_44486

