



证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号: S1500521040002
联系电话: 010-83326858
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

张云杰 宏观研究助理
联系电话: +86 13682411569
邮箱: zhangyunjie@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

美联储何时开始放慢加息步伐？

2022 年 7 月 28 日

- **7 月 FOMC 如期加息 75 基点。**美国 6 月通胀数据公布后，市场加息预期一度大幅升至 100bp，随后美联储引导通胀预期安抚市场，月初公布的密歇根长期消费者通胀预期显著下降，市场加息预期随即降温。本月会议前，加息 75bp 概率基本保持在 75% 上下，美联储再次踏中市场预期。会议其他内容上，美联储同步上调多项基准利率，重申 9 月将加快缩表。
- **鲍威尔首次表态“可能放慢加息步伐”，全年加息预期有所降温。**会后发布会上，鲍威尔在明确可能再度大幅加息的前提下“下次会议再次大幅加息或许是合适的，但这仍将取决于期间的一系列数据”，首次表态“在权衡紧缩政策对经济和通胀的影响时，放慢加息步伐可能是合适的”。随后市场将其解读为鸽派信号，全年加息预期降至 3.25-3.50%，美股三大指数大幅收涨，两年期美债收益率大幅下行，美元指数出现下跌。
- **一直到三季度底，美国的高通胀都很难消退。**鲍威尔在会上坚定承诺将通胀降至 2% 的目标，重申抗击通胀的决心。但我们研判认为，**三季度通胀读数难以明显回落。第一，美国通胀环比回落势能有限**，首先是供应链短缺迟迟未解决，突出表现是运输阻滞。其次是国际原油供给瓶颈下，下半年油价仍存同比上涨压力。然后是职位空缺率居于历史高位，工资增长较快。最后是需求韧性强于预期。**第二，去年三季度美国 CPI 环比基数明显较低，对通胀回落形成阻碍。**
- **美联储何时开始放慢加息步伐？**如鲍威尔所言，未来的加息决策取决于美国经济和通胀的博弈。最理想情形是“经济韧性+通胀回落”，最悲观情形则是“经济衰退+通胀恶化”，美联储不得不两权相害取其轻。当前美国经济正在出现放缓迹象，包括房地产市场景气度回落、企业投资下降等，此外 10Y-3M 美债利差逼近倒挂，衰退信号灯再次亮起。基于美债利差倒挂的经验规律，美国经济仍有很大机会在年内保持坚挺，考虑到三季度通胀难消退，拐点更有可能出现在四季度，我们认为美联储年内停止加息的概率不大，9 月会议有可能再加 50bp，全年目标利率区间为 3.25-3.50%。
- **风险因素：**疫情再度恶化，美联储超预期收紧，国内政策推进不及预期等。



目录

一、7月FOMC如期加息75基点.....	3
二、一直到三季度底，美国的高通胀都很难消退.....	4
三、美联储何时开始放慢加息步伐？.....	7
风险因素.....	8

图目录

图 1：议息会议前一天，市场押注将加息 75bp（截至 7 月 27 日）.....	3
图 2：7 月密歇根长期消费者通胀预期显著下降.....	4
图 3：6 月议息会议以来市场全年加息预期稳定在 3.50-3.75%.....	4
图 4：美国零售商与制造商库销比仍存较大缺口.....	5
图 5：EIA 7 月最新预测小幅调低下半年国际油价预测值.....	5
图 6：6 月美国非农新增就业表现强劲，失业率连续 4 个月持平 3.6%.....	6
图 7：美国职位空缺率与非农时薪增速仍然较高.....	6
图 8：6 月美国零售销售数据超预期.....	7
图 9：6 月美国 CPI 环比大幅上涨.....	7
图 10：美国房地产景气度回落.....	8
图 11：10Y-3M 美债利差逼近倒挂.....	8

事件：

北京时间 7 月 28 日凌晨 2:00，美联储公布 7 月利率决议。凌晨 2:30，美联储主席鲍威尔召开新闻发布会。

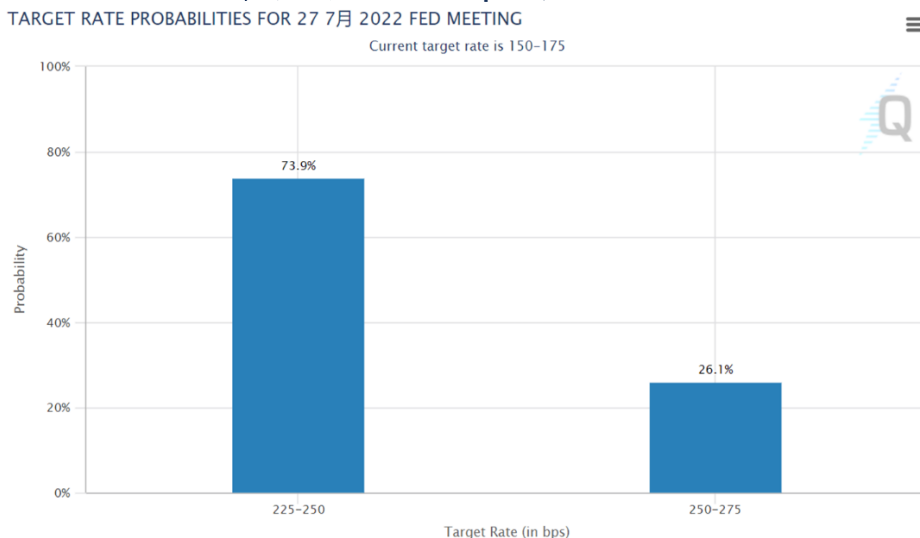
一、7 月 FOMC 如期加息 75 基点

6 月议息会议以来，市场对于 7 月议息会议的加息预期基本稳定在 75bp。本月初美国 6 月通胀数据公布，CPI 同比上涨 9.1%再创新高，7 月加息预期一度升至 100bp。随后美联储引导通胀预期安抚市场，7 月 16 日公布的密歇根长期消费者通胀预期显著下降，市场加息预期随即降温，重回 75bp。本月会议前一天，联邦基金利率期货显示的加息 75bp 概率接近 75%，与美联储实际操作相符。

鲍威尔鸽派表态下，全年加息预期有所降温。6 月议息会议后，市场对 2022 年联邦基金目标利率的预期稳定在 3.50-3.75%之间。本月会议后的新闻发布会上，鲍威尔先是明确再度大幅加息的可能性，表示“下次会议（针对当前的高通胀）再进行一次大幅加息或许是合适的（another unusually large increase could be appropriate），但这仍将取决于期间的一系列数据（decision will depend on the data we get between now and then）”。然后首次表态“在权衡紧缩政策对经济和通胀的影响时，放慢加息步伐可能是合适的（Tightening monetary policy will likely become appropriate to slow the pace of increases while we assess how our cumulative policy adjustments are affecting the economy and inflation）”。随后市场将其解读为鸽派信号，全年加息预期降至 3.25-3.50%，美股三大指数大幅收涨，道指涨 1.37%、标普 500 指数涨 2.61%、纳指涨 2.61%，两年期美债收益率大幅下行，美元指数出现下跌。

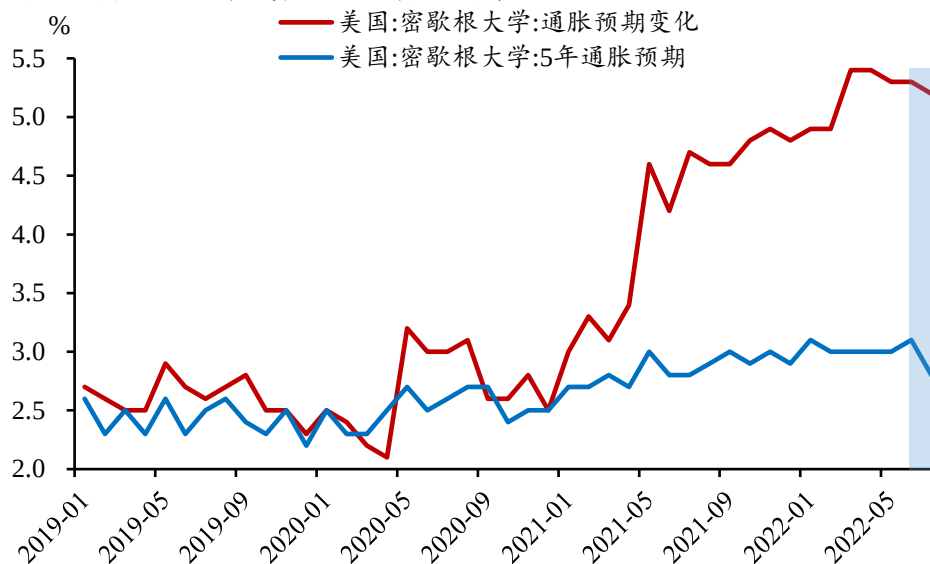
其他内容上，美联储同步上调各项基准利率，重申缩表计划。会议声明中，美联储宣布将存款准备金利率调高至 2.4%；隔夜回购利率调高至 2.5%，总操作限额维持 5000 亿元不变；隔夜逆回购利率调高至 2.3%，操作限额维持 1600 亿美元（单个交易对手/日）不变；一级信贷利率上调至 2.5%。关于未来缩表计划，美联储重申 9 月起将加快缩表步伐，按照之前披露的计划表，国债和 MBS 缩减规模将分别翻倍至 600 亿、350 亿美元。

图 1：议息会议前一天，市场押注将加息 75bp（截至 7 月 27 日）



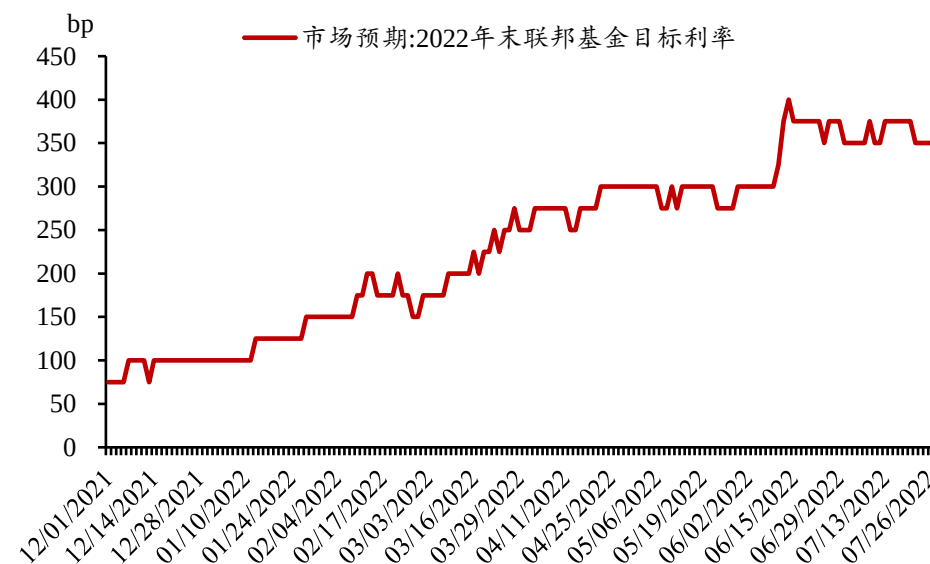
资料来源：CME FedWatchTool，信达证券研发中心

图 2：7 月密歇根长期消费者通胀预期显著下降



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 3：6 月议息会议以来市场全年加息预期稳定在 3.50-3.75%



资料来源: CME, 信达证券研发中心

二、一直到三季度底，美国的高通胀都很难消退

鲍威尔重申必须将通胀降至 2% 的目标。面对高度不确定的全球政治经济前景，市场对于美联储长期通胀目标一度产生分歧，一派观点认为长期通胀率必须严格恢复至 2%，另一派则认为通胀可能进入下行通道就足够了。本月会议后的新闻发布会上，鲍威尔坚定承诺将通胀降至 2% 的目标（we are strongly committed to returning inflation to our 2 percent objective），重申美联储抗击通胀的决心。

然而一直到三季度底，美国的高通胀都很难消退。

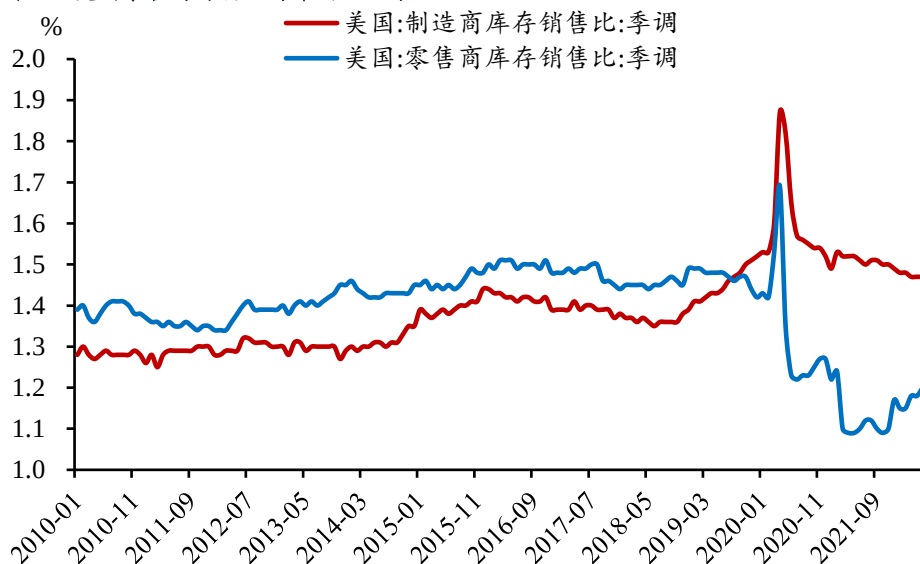
第一，美国通胀环比回落势能有限，供应链、劳动力市场仍存明显缺口，需求韧性强于预期。

1) 美国供应链短缺迟迟未解决，突出表现是运输阻滞。截至 5 月末，美国零售商库销比仅有 1.2%，较疫情前 1.45% 的水平明显更低，而制造商库销比处于 1.47% 的历史高位，反映产成品从制造商运输到零售商存在阻滞。

今年2月以来两项库销比差值呈现修复趋势，但仍然面临较大缺口。

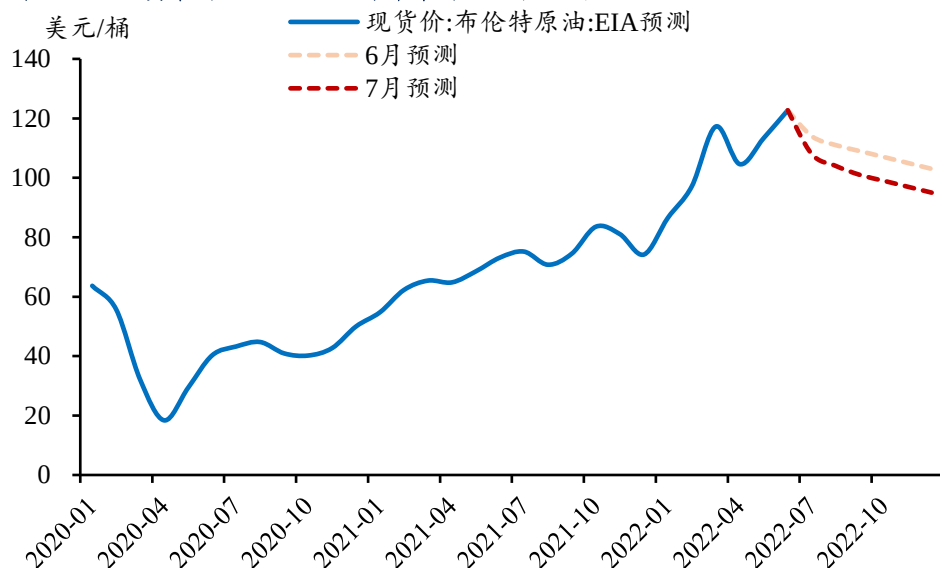
美国在供应端面临的另一大瓶颈来自于国际原油供给，下半年国际油价仍存同比上涨压力。影响国际原油供给的一大原因是俄乌冲突与各方制裁升温，作为国际原油的重要供应国，欧盟禁运背景下俄油产量出现明显下滑。此外，当前全球石油库存水平较低，明显低于过去5年的均值水平，油价上行风险仍存。EIA在7月份给出了国际油价的最新预测，尽管在全球经济回落、需求降温的预期下调了预测价格，但下半年中枢仍在100美元以上，相较去年下半年76.5美元的油价中枢仍有明显的同比上涨压力。

图 4：美国零售商与制造商库销比仍存较大缺口



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 5：EIA 7 月最新预测小幅调低下半年国际油价预测值

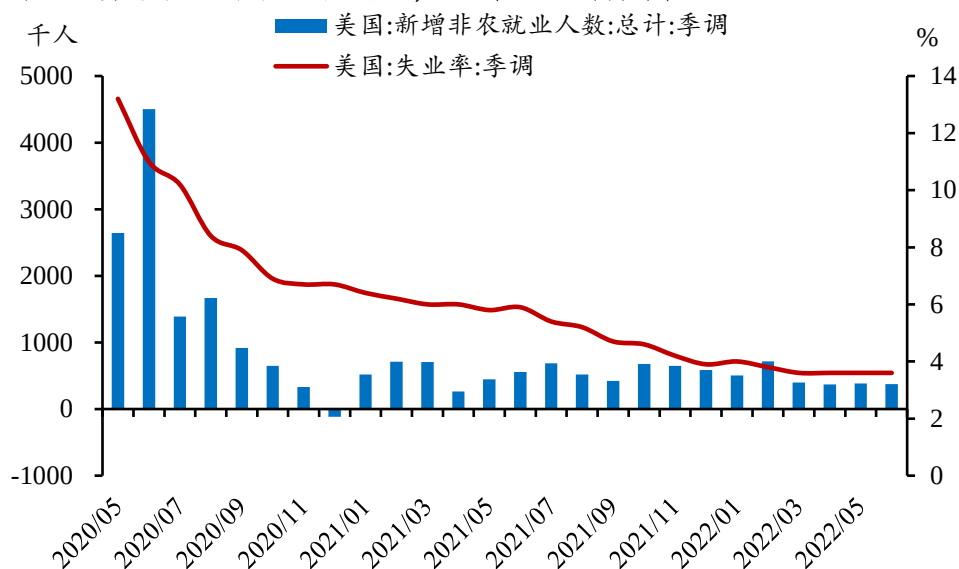


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

2) 美国职位空缺率居于历史高位，工资增长较快。美国劳动力市场延续强劲表现，6月新增非农就业人数372万人，失业率连续第四个月录得3.6%，接近50年以来的最低水平。劳动力市场仍然呈现需求旺盛、供给短缺的局面，过去3个月美国平均每月增加37.5万个就业岗位，但5月职位空缺率6.9%仍位于历史高位。供需错配推动下工资加快上涨，6月美国非农时薪同比增长5.11%，较5月小幅下滑0.13个百分点，显著高于疫情前不足3%

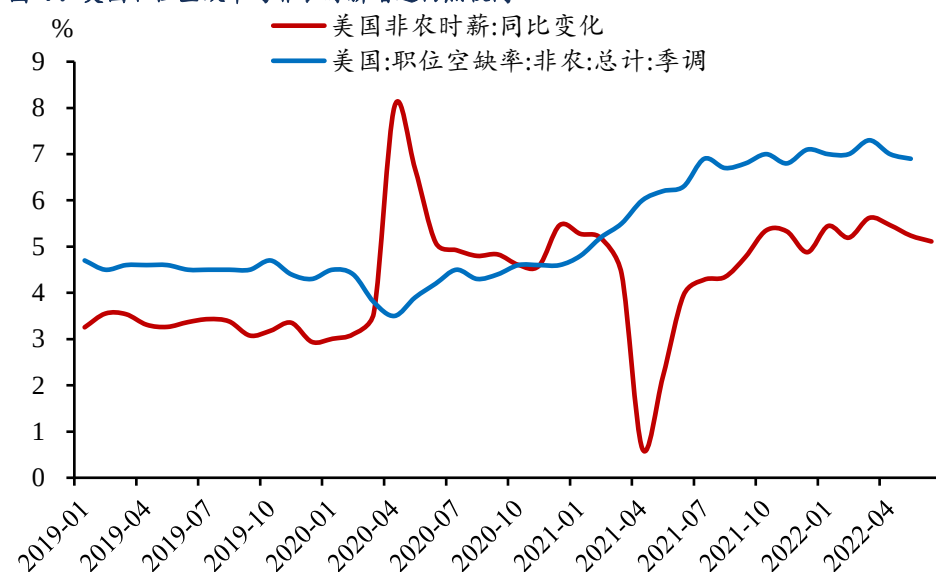
的增速水平。参考历史经验，劳动参与率与工资-通胀螺旋都需要花费较长时间、较大力气才能修复。

图 6：6 月美国非农新增就业表现强劲，失业率连续 4 个月持平 3.6%



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 7：美国职位空缺率与非农时薪增速仍然较高



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

3) 需求韧性强于预期。目前来看，部分经济数据所反映的需求端表现，比市场原本预期的要更有韧性。本月初发布的美国 6 月零售销售同比、环比分别增长 8.4%、1%，均较前月上升。考虑到美国货币财政刺激双双退坡，尽管其中存在价格贡献，但这样一份零售销售数据依然高于市场预期，反映出居民仍有较强的消费需求。



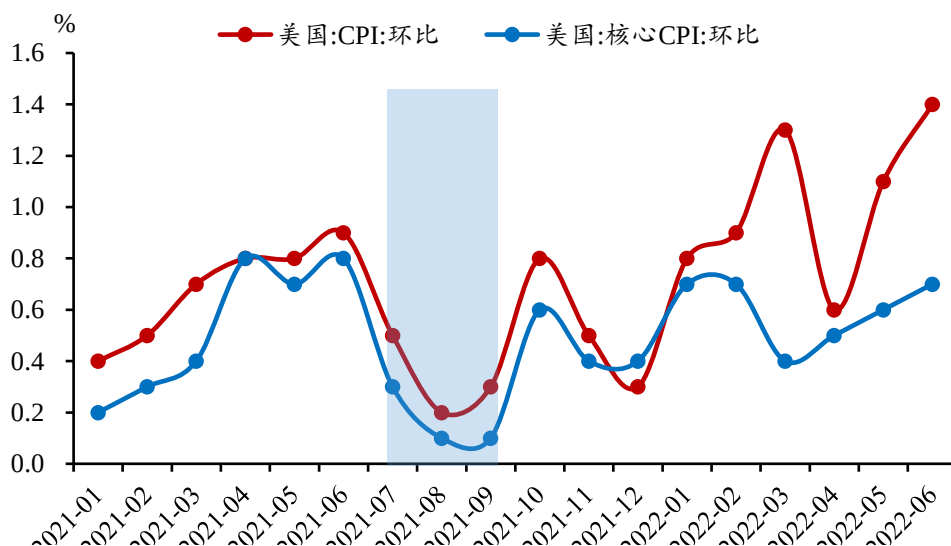
图 8：6 月美国零售销售数据超预期



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

第二，去年三季度美国 CPI 环比基数明显较低，对通胀回落形成阻碍。6 月美国 CPI 环比上涨 1.4% 创下疫情后新高，核心 CPI 环比上涨 0.7%，追平疫情后次高水平。去年三季度美国 CPI、核心 CPI 环比中枢分别只有 0.33%、0.17%，低基数下，三季度 CPI 同比读数甚至有进一步上行的风险。

图 9：6 月美国 CPI 环比大幅上涨



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_44498

