

联储紧缩斜率已翻过最陡坡

——美国7月议息会议传递的信息

报告导读/核心观点

本月美联储加息75BP回归中性利率，整体来看基本确认全年美联储最鹰派的时候已过，全年紧缩斜率已翻过最陡坡。本次会议鲍威尔的态度偏鸽派：经济方面直言不确定性显著增加；通胀方面剔除一项通胀上行风险；政策立场方面放弃利率路径的明确指引更多进行相机抉择并表示将增加政策的灵活度。整体来看，双目标制下未来联储对经济增长赋予的权重可能边际提升。我们对年内政策预期是9月加息50BP，进入Q4后加息力度可能回至25BP；如果美国就业市场恶化超预期或者欧洲债务风险出现，加息可能在Q4暂停。未来市场交易的主线可能从Q2通胀-衰退的双线摇摆转向单一的衰退交易，预计年末10年美债收益率将趋于下行，10年期2年期美债收益率可能在下半年持续倒挂、美股Q3完成筑底、强调Q3是黄金重要配置窗口。

□ **加息75BP回归中性利率，鲍威尔政策立场偏鸽派全年紧缩斜率已翻过最陡坡** 利率区间方面，美联储加息75BP将基准利率区间上调至2.25%-2.50%区间，政策利率上限也正式触及中性利率；逆回购利率与超额准备金利率（IOER）作为利率走廊也整体上调75BP，符合市场预期，略低于我们此前预期。会议前，联邦基金利率期货对加息概率的定价分别为7月加息75BP，9、11月加息50BP，12月停止加息。对应年底政策利率为3.25%-3.50%，超出中性利率近100BP。

缩表方面，美联储将按原定计划继续执行，本月速度为475亿美元/月（300亿国债+175亿MBS），9月起速度将提升至950亿美元/月（对应600亿国债+350亿MBS）。从缩表的终点来看，当前纽约联储的中性预测为：缩表将持续至2025年年中，缩表规模共计2.5万亿美元；缩表终点对应的资产负债表规模约为5.9万亿美元（预计占GDP的22%），对应准备金规模占GDP的比重达到8%。需要注意的是，这一路径仅是美联储根据资产到期结构给出的测算结果，未来的政策路径仍会根据基本面和流动性状况进行相机抉择。

展望未来，我们认为本月美联储加息75BP（综合考虑美联储声明和鲍威尔会后记者问答的政策立场）也基本确认了全年美联储最鹰派的时候已过，全年紧缩斜率已翻过最陡坡。

□ **剔除一项通胀上行风险，放弃利率路径的明确指引并强调货币政策将相机抉择** 我们认为本次会议鲍威尔的态度偏鸽派。经济方面，直言经济可能低于潜在增速且经济的不确定性显著增加；通胀方面，声明文件中剔除了一项通胀上行风险；政策立场方面，放弃利率路径的明确指引更多进行相机抉择并表示将增加政策的灵活度。整体来看，双目标制下未来联储对经济增长赋予的权重可能边际提升。

经济方面，美联储直言当前支出和生产的经济指标均在走弱，但就业仍然保持强劲。衰退压力下，双目标制联储在基本面领域直接锚定的目标仍是失业率。即便未来需求数据将进一步回落，失业率仍然低于政策阈值（当前失业率3.6%，政策阈值4%）是联储继续紧缩对抗通胀的重要底气。会后记者问答中鲍威尔也明确指出“预计经济增长将有一段时间低于趋势水平；但也认为当前美国经济尚没有陷入衰退”，整体与6月联储经济数据预测传达的信号一致（美联储6月预计22、23、24年GDP增速分别为1.7%、1.7%和1.9%，全部低于潜在增速）。

通胀方面，本月联储对于通胀压力的评估出现边际变化，认为未来通胀上行风险主要源于俄乌危机；相较6月议息会议剔除了“疫情下的供应链压力”这一风险项，说明联储认为未来疫情对全球供应链的负面影响将逐步趋小。

前瞻指引方面，鲍威尔本月作出了和欧央行拉加德类似的调整，放弃了对年内加息路径的明确指引，年内货币政策将更多根据经济数据进行相机抉择。会后记者问答指出：“加息速度取决于未来的数据，根据当前数据下次会议可能大幅加息但不提供具体指引，年底前希望利率达到3%-3.5%的区间；但货币政策也将保持灵活度”。

根据本次会议表态，我们对未来美联储货币政策维持前期判断：7月过后本轮美联储紧缩力度最大的时刻已过，预期9月加息50BP，进入Q4后加息力度可能回至25BP；如果美国就业市场恶化超预期或者欧洲债务风险出现，加息可能在Q4暂停。

8月是美联储议息会议的真真空期，全球流动性的核心关切均集中于8月25日-8月27

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

联系人：林成炜

执业证书编号：S1230120080050

邮箱：linchengwei@stocke.com.cn

相关报告

报告撰写人：李超

日的全球央行年会，我们认为本次会议鲍威尔的讲话不会有太多超预期变量，在通胀压力短期难有明显回落的背景下整体政策基调大概率将延续7月议息会议的指引。

□ 未来市场交易的主线可能从 Q2 通胀-衰退的双线摇摆转向单一的衰退交易

如上文所述，美联储本次会议的政策立场相较市场预期较为鸽派，期间美元指数从107以上大幅下挫至106.5以下；所有期限的美债收益率均出现不同程度的回落；美股大幅拉升，其中纳指涨幅最多曾超过4%。

从近期市场表现来看，美国市场今年 Q2 的交易逻辑持续在两条主线间交替，一是通胀超预期高主导的紧缩主线，二是经济数据超预期低主导的衰退主线。7月美国 CPI 同比增速突破9%后，市场普遍预期美国年内通胀已见顶（进入7月后美国汽油价格已从6月的高点回落近14%，Manheim 二手车价格指数7月有所反弹但幅度可控仍处年内低位），紧缩预期小幅增强后最终对7月的加息预期仍锚定在75BP（本月加息100BP的概率最高曾超过50%，近期回落至20%附近），并预期此后加息步幅逐步回落。市场的交易逻辑也彻底倒向衰退主线（近期美国 PMI 数据不及预期强化了这一主线，美国7月Markit制造业PMI 52.3，服务业PMI 47，均是2020年下半年以来新低）。从利率构成来看，7月CPI数据公布后10年期通胀预期稳定在2.4%附近的同时，实际利率下行近20BP至0.45%。

如上文所述，我们认为本月美联储加息75BP也基本确认了全年美联储最鹰派的时候已过，市场短期内将继续沿衰退主线交易。

□ 美债收益率大方向将转向下行&美股 Q3 完成筑底&黄金 Q3 是重要配置窗口期

美债方面，预计将逐步向2.5%-2.8%区间回落。我们最早曾在4月发布报告《美联储是否进入了沃尔克时刻》中前瞻性判断“在政策利率触及中性水平以前美联储可能出于打压通胀预期考虑呈现超预期鹰派的政策立场，10年美债收益率可能在7月加息缩表的并行时期最高上行至3.5%，其中实际利率可能突破0.5%向1%迈进”，目前前期观点已基本兑现。展望未来，美联储紧缩斜率已度过最陡峭的阶段，此后紧缩预期将逐步趋缓；经济数据预计仍将进一步恶化（详细请参考半年度策略《逆转，新生》），在此背景下美债利率预计将逐步回落，可能下至2.5%-2.8%区间；10年期2年期美债收益率可能在下半年呈现持续性的倒挂。我们认为，2.5%作为中性利率水平，在通胀水平进一步回落前10年期利率趋势性下破2.5%的难度较大。

美股方面，预计将在Q3完成筑底，Q4逐步反弹。伴随短期美股二季报业绩逐步公布并下修全年增长预期，紧缩预期导致的估值压力和衰退预期导致的盈利下修将进入尾声。紧缩力度边际趋缓带动利率水平回落将对美股形成提振，从风格上看我们认为纳斯达克仍将优于道指的表现。

美元方面，中性场景下预计将逐步拐头向下，年末可能回至100附近。如果欧洲出现主权债务危机，则美元走势可能转头向上继续挑战110。我们曾在前期报告中多次指出，俄乌冲突背景下，能源供给紧张将使得欧洲面临经济增长和债务风险的双重压力，欧央行7月给出的TPI工具受制于通胀约束并未很好打消市场对于债务压力的忧虑。

黄金方面，我们认为Q3是重要的配置窗口期，下半年伦敦金可能挑战年内前高。从下半年宏观环境的潜在演化路径来看，黄金是下半年我们重点看好的大类资产。如果欧洲债务压力发酵，则从2010年的经验来看避险情绪将推升金价上行（详细请参考前期报告《欧洲主权债务压力是否需要关注》）；如果欧债问题得以平稳解决则美元和美债实际收益率的回落同样利好黄金。

风险提示：欧洲主权债务压力超预期；美国通胀超预期恶化。

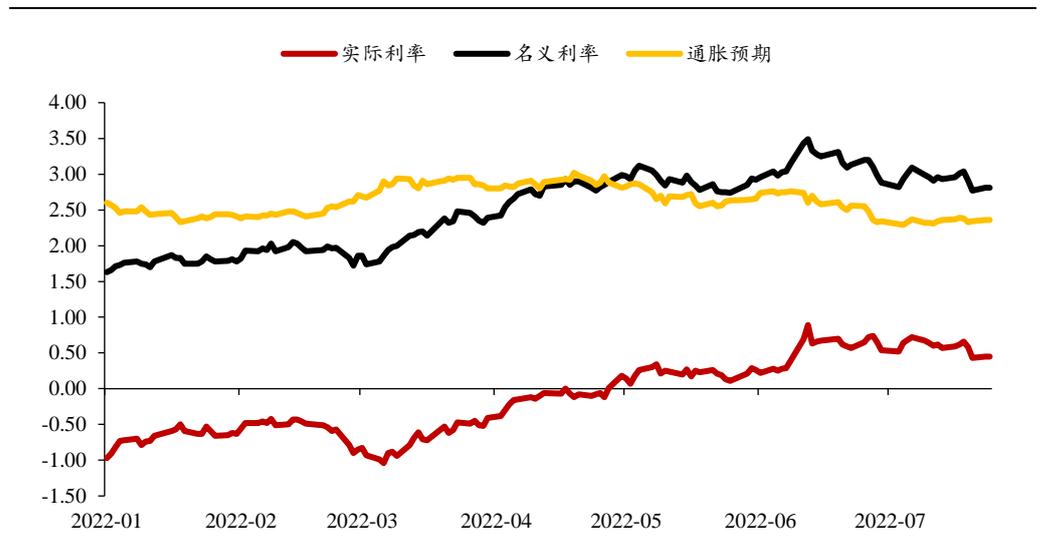
1. 重要图表

表 1：议息会议前联邦基金利率期货在议息会议前的加息概率分布（%）

加息月份	最大概率利率区间	加息幅度	概率	加息幅度	概率
7	225-250	75BP	75.1%	100BP	24.9%
9	275-300	50BP	51.1%	75BP	41.0%
11	325-350	50BP	43.8%	25BP	36.5%
12	325-350	0BP	39.7%	25BP	31.2%

资料来源：CME, 浙商证券研究所

图 1：美国 10 年期利率及隐含通胀预期（%）



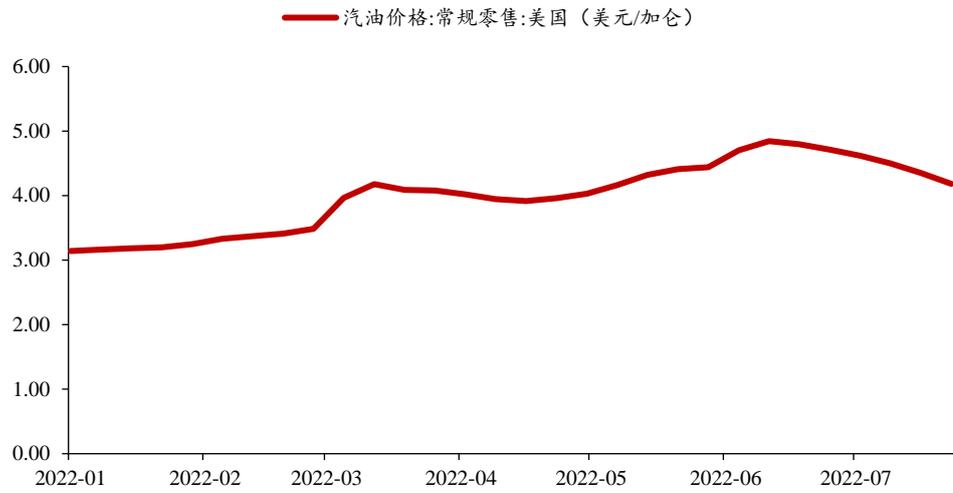
资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图 2：Manheim 二手车价格指数 7 月有所反弹但幅度可控

Month of Year	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
01-Jan	109.1	101.7	117.6	124.9	125.7	123.4	122.3	125.3	125.2	124.9	131.0	135.4	141.6	163.0	236.3
02-Feb	108.1	105.5	118.1	123.6	125.8	122.0	123.3	125.1	123.2	124.7	131.0	135.2	143.5	169.2	231.3
03-Mar	107.7	106.1	119.9	124.2	126.2	120.4	124.4	124.6	122.4	124.1	130.8	136.0	141.9	179.2	223.5
04-Apr	108.4	106.6	120.7	126.6	126.1	119.2	124.9	124.2	122.7	124.7	132.5	138.4	125.8	194.0	221.2
05-May	107.5	109.1	121.0	127.8	125.1	119.1	124.7	123.8	124.4	127.9	134.2	139.6	137.0	203.0	222.7
06-Jun	107.8	114.1	120.2	127.5	123.4	119.7	124.0	123.9	126.2	129.3	134.9	140.5	149.3	200.4	219.9
07-Jul	109.9	115.4	118.9	125.9	121.2	120.9	122.7	124.1	127.0	130.3	136.9	140.5	158.0	195.2	221.5
08-Aug	110.7	116.4	118.8	123.7	120.7	122.3	121.8	124.4	126.9	131.3	139.7	141.3	163.7	194.5	
09-Sep	110.8	118.5	118.9	122.9	120.7	122.8	121.4	124.8	127.0	134.9	139.9	139.9	161.2	204.8	
10-Oct	104.2	117.4	122.9	122.8	121.9	122.3	121.8	125.3	126.1	136.3	140.9	140.3	161.9	223.7	
11-Nov	98.3	117.4	124.3	123.8	122.6	122.4	123.3	125.1	124.8	134.5	139.0	138.9	162.0	232.5	
12-Dec	98.0	117.5	124.4	125.1	124.1	121.7	123.9	125.7	125.0	132.0	137.6	141.1	161.1	236.2	
Annual Avg.	106.7	112.1	120.5	124.9	123.6	121.4	123.2	124.7	125.1	129.6	135.7	138.9	150.6	199.6	225.2

资料来源：Manheim, 浙商证券研究所

图 3：美国近期汽油价格有所回落（美元/加仑）



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

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_44507

