



宏观研究

【粤开宏观】75bp 的鹰派顶点：7 月美联储议息会议点评

2022 年 07 月 28 日

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001
电话：010-83755580
邮箱：luozhiheng@y kzq.com

分析师：方堃

执业编号：S0300521050001
电话：010-83755575
邮箱：fangkun@y kzq.com

近期报告

《【粤开宏观】二季度经济实现正增长，下半年将回归潜在增速》2022-07-15

《【粤开宏观】本轮房贷断供风波：根源、影响及应对》2022-07-20

《【粤开宏观】新兴市场债务危机再度来袭》2022-07-22

《【粤开宏观】持续推进更高水平对外开放，应对世界经济百年大变局》2022-07-26

《促进 ESG 发展的体制机制改革》2022-07-27

事件

当地时间 7 月 27 日，美联储公布利率决议，即日起加息 75bp。鲍威尔新闻发布会释放鸽派信号，美股扩大涨幅，标普 500 指数、纳斯达克指数收盘分别上涨 2.62%、4.06% 美债 2 年期利率最多下行达 8bp 美元指数下跌 0.7%。

摘要

1、政策决议：本次议息会议决议加息 75bp，缩表速度保持不变，符合市场预期。美联储没有选择更大幅度的加息，是因为：一是衰退预期不断累积，经济转弱或难以招架更快的加息。二是维护美联储信誉，避免更快的加息加剧市场恐慌。

2、会议声明：基调偏中性，既承认了经济放缓，又强调了持续的高通胀导致加息 75bp，并按计划缩表。一是声明开篇第一句话指出，近期消费支出和生产指标都已经疲软(softened)，这契合了当前市场的衰退预期。二是声明对俄乌战争的措辞，反映了地缘冲突推高通胀的影响持续性更强。三是关于缩表，缩表按计划将于 9 月提速，9 月开始每个月减持 950 亿美元，包含 600 亿美元美债和 350 亿美元 MBS。

3、答记者问：偏向鸽派，暗示加息节奏放缓、努力实现经济软着陆。首先，关于加息的路径。一是本次加息，鲍威尔认为 75bp 已经足够激进。二是后续加息路径，鲍威尔拒绝给出明确的利率指引，含糊其辞。三是鲍威尔还特别暗示，随着货币政策持续收紧，可能最终放缓加息步伐 (slow the pace of increases)，让市场认为偏向鸽派。其次，关于经济，鲍威尔声明现在没有衰退，当前劳动力市场强劲，可能会让人质疑负增长的 GDP 数据。

4、本次会议后，美联储加息路径逐渐清晰，体现为“两个顶点”。一是本轮加息周期鹰派紧缩的顶点大概率就在 7 月。预计后续加息的幅度与节奏将放缓，沿着 9 月 50bp、11 月和 12 月各 25bp 的路径发展。二是本轮加息周期的顶点可能出现在 12 月。预计今年底之前加息动作基本完成，明年美联储将视经济衰退的程度，调整货币政策立场。

5、经济领先指标已经显露衰退迹象，一是 PMI 指标已经明显走弱。6 月美国 ISM 制造业 PMI 降至历史中枢下方，而新订单指数自 2020 年疫情以来首次跌破荣枯线。二是美债 10 年期同 3 个月期限利差即将倒挂。6 月加息 75bp 以来，美债 10y-3m 期限利差从 1.6% 快速收窄至不足 0.3%。三是实体融资成本上升，信用利差走阔。自今年 3 月首次加息以来，美国投资级 (BBB) 公司债、高收益债的信用利差分别扩大了 29bp、113bp。四是利率敏感的地产销售大幅下滑。美联储加息后利率飙升，抵押贷款需求锐减，二手房和新房销量下跌。

6、资产价格展望：预计下半年美股美债都有反弹空间，美元指数依然维持高位震荡。



风险提示：大宗商品价格再度上涨加剧通胀压力；欧债危机升级导致全球避险、全球经济衰退风险加深。



目 录

一、政策决议：7月加息 75bp，9月缩表速度将翻倍.....	4
二、会议声明：经济疲软，通胀难解	5
三、答记者问：暗示加息节奏放缓、努力实现经济软着陆.....	6
四、美联储鹰派顶点过后，或面临加息节奏放缓、衰退预期变现、资产价格风格切换.....	7

图表目录

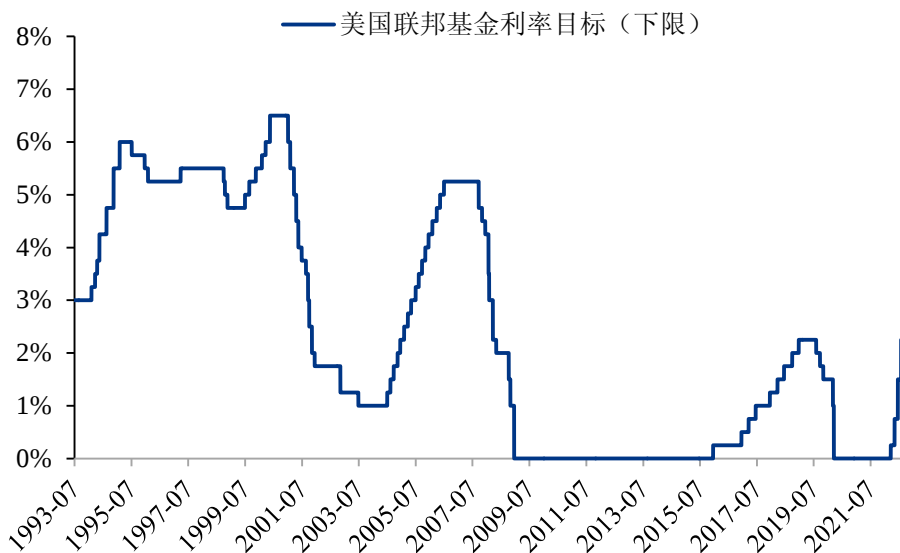
图表 1：美联储加息 75bp 至上轮加息周期的高点	4
图表 2：美国二季度实际 GDP 环比预测值以及分项拉动	5
图表 3：2022 年 7 月和 6 月会议声明比较.....	6
图表 4：鲍威尔答记者问后主要大类资产表现	6
图表 5：美国国内能源零售价格从历史高位回落.....	8
图表 6：美国制造业 PMI 新订单指数已经跌至荣枯线以下	9
图表 7：美债 10 年期与 3 个月收益率利差快速收窄逼近倒挂	9
图表 8：美国公司债信用利差明显走阔	10
图表 9：美国房地产销售同比负增长程度扩大	10
图表 10：联邦基金利率期货市场隐含预期美联储 2023 年或将降息.....	11
图表 11：10 年期美债实际利率拐头向下	11
图表 12：美股盈利增速同 GDP 增速的相关性约 0.5	12
图表 13：美元指数与欧元汇率反向变化	12



一、政策决议：7 月加息 75bp，9 月缩表速度将翻倍

本次会议决议加息 75bp，缩表速度保持不变，符合市场预期。关于加息，本次会议加息 75bp 至 2.25%-2.50%，政策利率已达到 2018 年加息周期的顶点。关于缩表，当前缩表速度保持不变，每个月减持 475 亿美元美债和 MBS，9 月缩表提速至每个月减持 950 亿美元美债和 MBS。

图表1：美联储加息 75bp 至上轮加息周期的高点



资料来源：美联储、粤开证券研究院

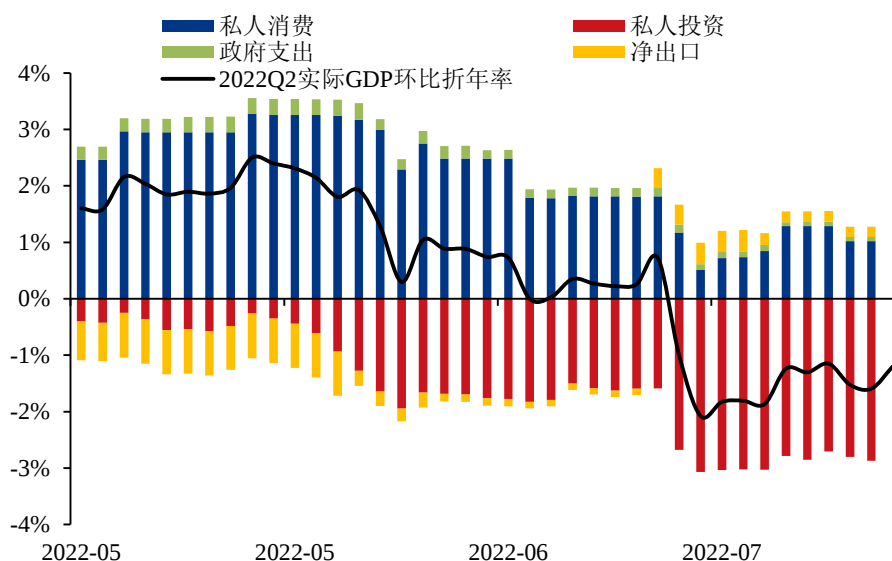
本次会议前，6 月数据显示，通胀脱锚“破 9”，失业率处于历史低位，两大核心数据均支持鹰派加息，市场存在加息提速到 100bp 的担忧。美联储选择 75bp，避免更大幅度的加息，原因有二。

一是衰退预期不断累积，经济转弱或难以招架更快的加息。虽然通胀、失业率数据未出现拐点，但 6 月 PMI 等更多细分领域经济数据走弱，不断加强市场的衰退预期。而根据亚特兰大联储 GDPnow 模型预测，2022 年 Q2 美国实际 GDP 环比折年率为-1.2%，将连续两个季度出现负增长，这已经满足美国国家经济研究局 NBER 认定经济衰退的基本条件。美国经济正面临技术性衰退的风险，美联储追求软着陆，衰退换通胀不是美联储希望的结果。

二是维护美联储信誉，避免更快的加息加剧市场恐慌。保持与上次会议利率前瞻指引一致。在全球通胀、供应瓶颈、地缘冲突等不确定性因素交织下，美联储相机行事，动态调整政策。6 月议息会议发布会上，鲍威尔给出了 50bp 和 75bp 两个选择。若更大幅度加息，会使得市场预期混乱，或引发更广泛的市场动荡。



图表2：美国二季度实际 GDP 环比预测值以及分项拉动



资料来源：亚特兰大联储、粤开证券研究院

二、会议声明：经济疲软，通胀难解

本次会议声明基调偏中性，既承认了经济放缓的迹象，又强调持续的高通胀导致继续加息 75bp，并按计划缩表。

关于经济，声明首先回应市场对经济的担忧。声明第一句话明确，近期消费支出和生产指标都已经疲软(softened)，这契合了当前市场的衰退预期，对应美国个人消费支出环比走弱，6 月美国工业产出指数环比负增长。尽管承认经济放缓，但美联储似乎没有放弃软着陆的希望，当前强劲的就业市场是美联储的底气。

关于通胀，特别提及食品价格的上涨压力。声明将俄乌冲突的用词由“俄罗斯入侵乌克兰”改为了“俄乌战争”(Russia's war against Ukraine)，反映出地缘冲突持续性可能更久，可能持续推高通胀。在通胀表述中，声明新加入了“食品”因素，这是由于食品关乎民生，恢复价格稳定也是美联储的政治任务。美国 6 月 CPI 再创新高，同比 9.1%，各分项都出现广泛涨价压力，美联储持续大幅加息也是无奈之举。而食品 CPI 同比 10.4%，拉动整体 CPI 同比 1.4 个百分点。

关于缩表，补充说明缩表按计划将于 9 月提速。按照既定计划，当前缩表仍处于三个月的过渡期之内，6-8 月缩表的速度为每个月减持 475 亿美元的美债和 MBS。美联储在 7 月会议政策执行部分中补充说明，9 月开始提速到每个月减持 950 亿美元，包含 600 亿美元美债和 350 亿美元 MBS。

关于投票，本次会议声明获得全票通过。这与本次会议静默期前各票委的表态一致，即使是立场最为鹰派的票委也并未选择更高幅度的加息。7 月新任职的美联储监管副主席巴尔也投票同意加息 75bp。


图表3：2022年7月和6月会议声明比较

	2022年6月会议声明	2022年7月会议声明
利率	将联邦基金利率的目标区间提高至1.5-1.75%，并预计继续加息是适当的...委员会坚定地致力于将通胀率恢复到2%的目标。	将联邦基金利率的目标区间提高至 <u>2.25-2.50%</u> ，并预计继续加息是适当的...委员会坚定地致力于将通胀率恢复到2%的目标。
缩表	继续按缩表计划减少美联储持有的国债、机构债务以及MBS	继续按缩表计划减少美联储持有的国债、机构债务以及MBS
经济	整体经济活动在第一季度小幅下滑后似乎有所回升。近几个月就业增长一直很强劲，失业率保持在低位。	<u>最近的消费支出和生产指标已经疲软。尽管如此</u> ，近几个月就业增长一直很强劲，失业率保持在低位。
通胀	通货膨胀仍然居高不下，反映出与疫情相关的供需失衡、能源价格上涨以及更广泛的价格压力。	通货膨胀仍然居高不下，反映出与疫情相关的供需失衡、 <u>食品</u> 和能源价格上涨以及更广泛的价格压力。
风险	俄罗斯入侵乌克兰正在造成巨大的人道与经济困难。俄罗斯入侵乌克兰和相关事件可能会对通胀造成额外的上升压力，并正在对全球经济活动造成压力。此外，中国新冠病毒相关的封锁可能会加剧供应链中断。委员会高度关注通货膨胀风险。	<u>俄乌战争</u> 正在造成巨大的人道与经济困难。 <u>俄乌战争</u> 和相关事件可能会对通胀造成额外的上升压力，并正在对全球经济活动造成压力。委员会高度关注通货膨胀风险。
投票	两位美联储新理事投票同意，堪萨斯城联储主席乔治反对，她主张加息50bp	<u>全票通过</u>

资料来源：同花顺iFind、粤开证券研究院

三、答记者问：暗示加息节奏放缓、努力实现经济软着陆

鲍威尔讲话释放了鸽派信号，市场风险偏好提升，体现在股债双强，美元走弱。美股在发布会后继续扩大涨幅，标普500指数、纳斯达克指数收盘分别上涨2.61%、4.06%。美债2年期利率下行最多达8bp，美元指数下跌0.70%，而金价则反弹了0.86%。

图表4：鲍威尔答记者问后主要大类资产表现


资料来源：wind、粤开证券研究院

经济疲软叠加紧缩加码，未来有可能放缓加息。鲍威尔的开场白与会议声明基本一致。鲍威尔首先指出近期美国部分经济指标疲软，包括消费支出增速大幅放缓、房地产



需求转弱、私人企业投资下降。但鲍威尔话锋一转，劳动力市场依然强劲，这表明总需求依然稳定 (solid)，意图否认衰退，未来软着陆还有空间。关于通胀，他重申通胀过高，尽管最近大宗商品的价格已经回落，但早些时候的飙升已经推高了价格，加大了通胀压力。关于后续加息路径，将取决于未来的数据和经济前景，依然是逐次会议再做决定。鲍威尔还特别暗示，随着货币政策持续收紧，可能最终放缓加息步伐 (slow the pace of increases)，该表述让市场认为偏向鸽派。

关于加息的路径。一是本次加息 75bp 已经足够激进。记者第一个问题是，是否有讨论高于 75bp 的加息幅度。鲍威尔指出本次加息 75bp 是考虑当前数据后恰当的幅度，如果通胀令人失望变得更高，加息幅度就会更激进。考虑到 6 月 CPI 再创新高，美联储选择加息 75bp 已经足够，这意味着，75bp 是本轮周期单次加息的最大幅度。

二是后续加息没有前瞻指引。记者第二个问题是关于后续加息路径。首先，鲍威尔解释，当前已经达到了中性利率水平，而且加息节奏很快，经济和通胀尚未充分体现加息的效果。言下之意是，当前利率还不是限制性水平，今年降低通胀还需要进一步加息。其次，鲍威尔拒绝给出明确的利率指引，他只是含糊的说 9 月可能是非常规的大幅加息 (unusually large increase)。这或许保留了 75bp 的可能，但后续通胀大概率回落，美联储没必要如此激进加息，故加息 50bp 更有可能。

三是何时降息未有定论。还有记者问及未来降息需要满足什么条件。鲍威尔则指向就业，称目前新增就业人数已经大幅放缓，目前劳动市场的需求在降温，但是供给并未改善，劳动参与率没有进一步增加。未来有待劳动力市场恢复供需平衡，失业率可能会上升。这意味着失业率大幅上行，或是美联储降息的必要条件。

关于缩表，缩表处于正轨。鲍威尔称，缩表的效果良好，缩表计划基本上已经走上正轨。根据模型表明，美联储资产负债表达到均衡状态将需要耗费 2-2.5 年时间。

关于经济，当前尚未出现经济衰退。记者还普遍关心美联储如何看待经济衰退的风险。首先，鲍威尔声明现在没有衰退，衰退意味着更多行业持续数月的萎缩。美联储的工作不在于定义衰退，而是根据经济数据选择正确的工具，实现价格稳定和就业稳定的目标。其次，鲍威尔预计二季度 GDP 分项中住宅、投资需求都将放缓。而当前劳动力市场强劲，可能会让人质疑负增长的 GDP 数据。

关于政策，美联储依然致力于软着陆。鲍威尔强调，物价稳定是经济增长的基石 (bedrock)，在加息过程中会避免衰退，尝试着不犯错。目前加息空间已经缩小，且可能会进一步缩小。美联储的目标仍是软着陆，实现软着陆的途径是劳动力市场需求下降，但不会导致失业率大幅上升。有必要让经济增长放缓，等待供需缺口弥合，一段时期会低于潜在经济增速。这一过程可能会包括一段增长较低、劳动力市场疲软的时期。低于趋势水平的增长可能是降低通胀的必要条件。

四、美联储鹰派顶点过后，或面临加息节奏放缓、衰退预期变现实、资产价格风格切换

本次会议前，市场关心美联储对下半年通胀走势与经济衰退风险的判断，是否会调整后续加息幅度与节奏，进而影响到大类资产价格走势是否会切换。

本次会议后，美联储加息路径逐渐清晰，体现为“两个顶点”。一是本轮加息周期鹰派紧缩的顶点大概率就在 7 月。预计后续加息的幅度与节奏将放缓，沿着 9 月 50bp、11 月和 12 月各 25bp 的路径发展。二是本轮加息周期的顶点可能出现在 12 月。预计今年底之前加息动作基本完成，明年美联储将视经济衰退的程度，调整货币政策立场。如果



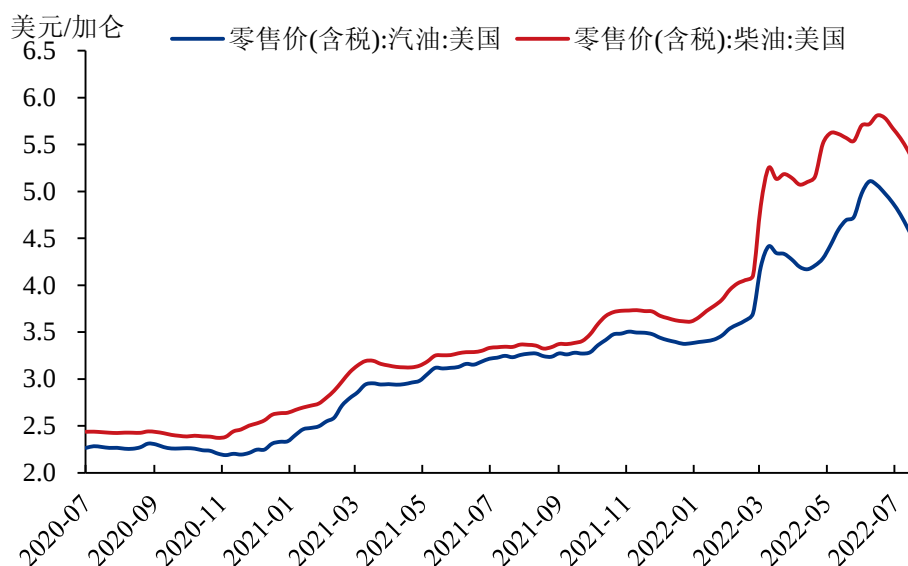
明年经济衰退程度超预期，美联储或将开启降息模式。

1、通胀边际放缓、经济指标疲软指向鹰派已过顶点

7月加息 75bp 后，美联储最为鹰派的时期将过去。鉴于通胀边际放缓，经济增长出现疲软迹象，预计美联储将在 9 月份加息时更加谨慎，加息幅度大概率放缓至 50bp。

一方面是由于通胀压力最大的时期已过。近期国际粮食价格、能源价格都出现回调。食品方面，国际粮食贸易也出现缓和的希望，农产品价格普遍回落。7月22日，土耳其、俄罗斯、乌克兰和联合国代表围绕黑海港口外运农产品问题达成协议，乌克兰粮食外运瓶颈有所缓解。能源方面，衰退预期打压国际原油需求，而供给尚未出现新的瓶颈，6月开始国际原油期货价格大幅下跌。受此影响，7月25日，美国国内零售汽油、柴油价格较高位分别回落 13%、9%，预计 7 月美国能源 CPI 通胀将边际缓解。下半年随着基数上移，美国 CPI 同比将缓慢回落，通胀压力最大的时期已过，这为美联储调整加息节奏留出了腾挪空间。

图表5：美国国内能源零售价格从历史高位回落



资料来源：EIA、粤开证券研究院

另一方面是由于经济领先指标已经显露衰退迹象，衰退风险临近对应加息周期见顶。

一是 PMI 指标已经明显走弱。6 月美国 ISM 制造业 PMI 降至历史中枢下方，而新订单指数自 2020 年疫情以来首次跌破基准线。7 月 ISM 美国服务业 PMI 自 2020 年疫

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_44512

