



罗志恒：75bp 的鹰派顶点 ——7 月美联储议息会议 点评



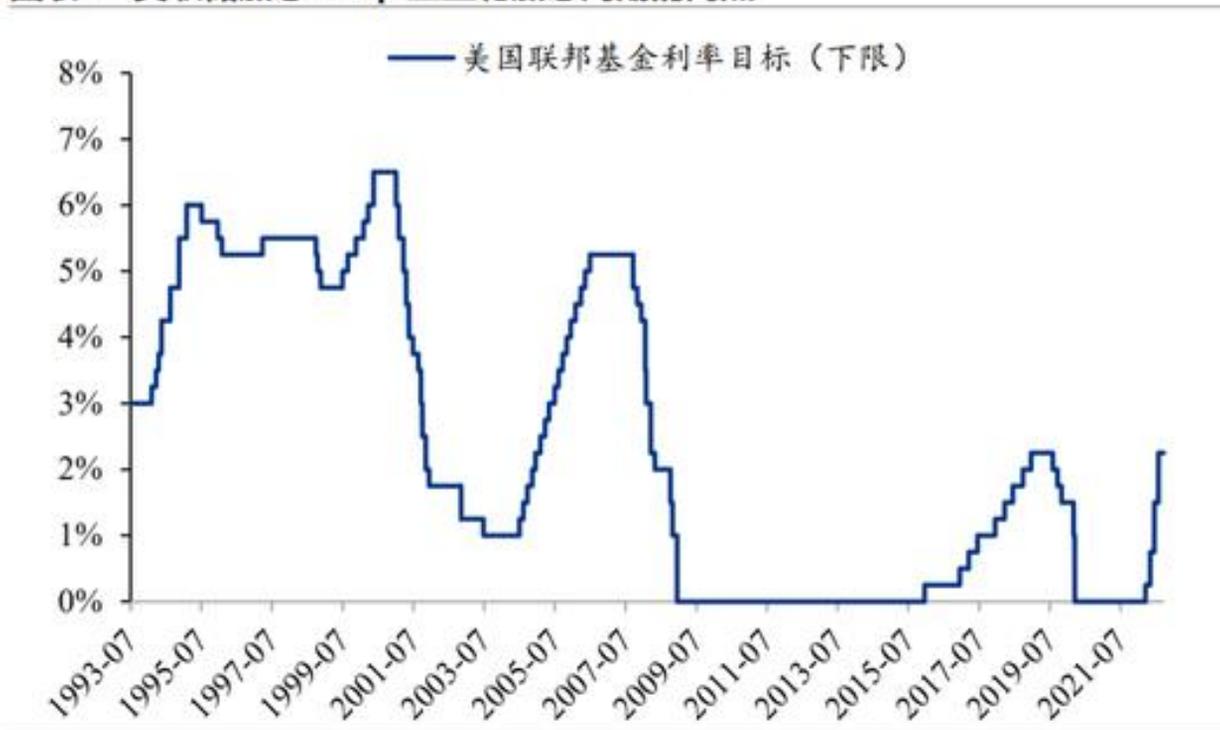
意见领袖 | 罗志恒、方堃



一、政策决议：7月加息 75bp，9月缩表速度将翻倍

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。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

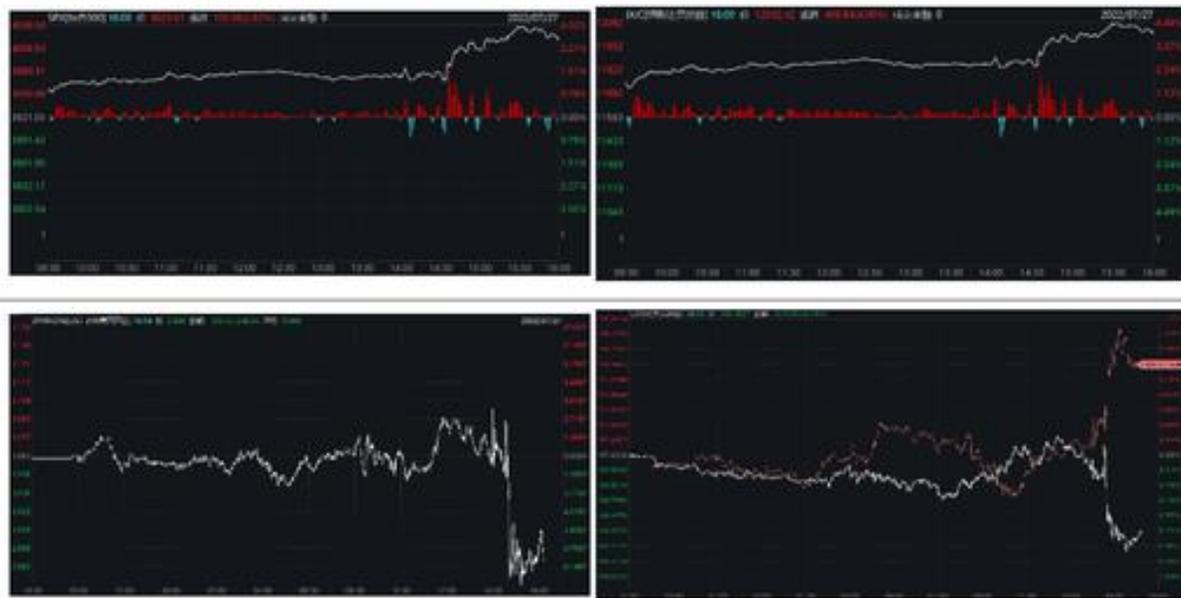
	2022年6月会议声明	2022年7月会议声明
利率	将联邦基金利率的目标区间提高至1.5-1.75%，并预计继续加息是适当的...委员会坚定地致力于将通胀率恢复到2%的目标。	将联邦基金利率的目标区间提高至 <u>2.25-2.50%</u> ，并预计继续加息是适当的...委员会坚定地致力于将通胀率恢复到2%的目标。
缩表	继续按缩表计划减少美联储持有的国债、机构债务以及MBS	继续按缩表计划减少美联储持有的国债、机构债务以及MBS
经济	整体经济活动在第一季度小幅下滑后似乎有所回升。近几个月就业增长一直很强劲，失业率保持在低位。	<u>最近的消费支出和生产指标已经疲软。尽管如此</u> ，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。

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_44583

