

相关研究

《经济弱修复，政策在加力——5月经济数据点评》2022.06.15

《复工复产数据跟踪（第24周）》
2022.06.14

《常态化核酸后，人员出行如何变化？——图说宏观第82期》2022.06.14

分析师:梁中华

Tel:(021)23219820

Email:lzh13508@htsec.com

证书:S0850520120001

分析师:李俊

Tel:(021)23154149

Email:lj13766@htsec.com

证书:S0850521090002

难以停止的美国加息 ——美联储6月议息会议点评

投资要点:

- **收紧：如期加息 75BP。**美联储6月FOMC会议决定加息75BP，为1994年11月以来首次加息75BP，符合市场预期。本次会议并未调整缩表计划。此外，美联储依然强调经济强劲，相比经济，美联储更加关注通胀风险。
- **预期：下调经济，上调通胀。**大幅下调2022年和2023年经济预期至1.7%（此前分别为2.8%和2.2%），下调2024年经济预期至1.9%。将2022-2024年失业率预期小幅上调0.2个百分点、0.4个百分点以及0.5个百分点。大幅上调2022年PCE预期至5.2%，不过分别下调了2023年和2024年PCE预期0.1个百分点。
- **点阵图：2024年或开始降息。**美联储点阵图显示，18位成员均预期2022年至少加息12次至3.0%（每次25BP），2022年预期利率中枢由3月时的1.9%大幅上调至3.4%。在此基础上，2023年还要加息1-2次，利率中枢上调至3.8%；不过，接近8成的成员认为2024年要降息。此外，鲍威尔强调加息75BP的操作不是常态。
- **滞胀风险在增加。**考虑到美国通胀或持续在高位，当前的加息路径或不足以遏制美国通胀和通胀预期，美联储短期内需要更快地收紧货币政策。尽管经济增速略有回落，但失业率还处于历史低位，经济增长不是美联储的核心矛盾，通胀才是，美联储年内加息的步伐大概率不会停止。随着美联储刺激政策逐渐退出，高企的价格势必也会对经济增长的量构成打压，美国出现滞胀的风险也在增加。

目 录

1. 收紧：如期加息 75BP	4
2. 预期：下调经济，上调通胀.....	4
3. 点阵图：2024 年或开始降息	6
4. 滞胀风险在增加.....	7

图目录

图 1	美联储联邦基金目标利率水平 (%)	4
图 2	美联储持有国债和 MBS 的比例 (%)	4
图 3	美国疫情持续缓解	5
图 4	纽约联储官网调查 1 年期和 3 年期通胀预期中值 (%)	6
图 5	美联储点阵图	6
图 6	市场预期 2022 年底政策利率的分布概率 (%)	7
图 7	美国实际经济增速已经超过疫情之前 (%)	7

表目录

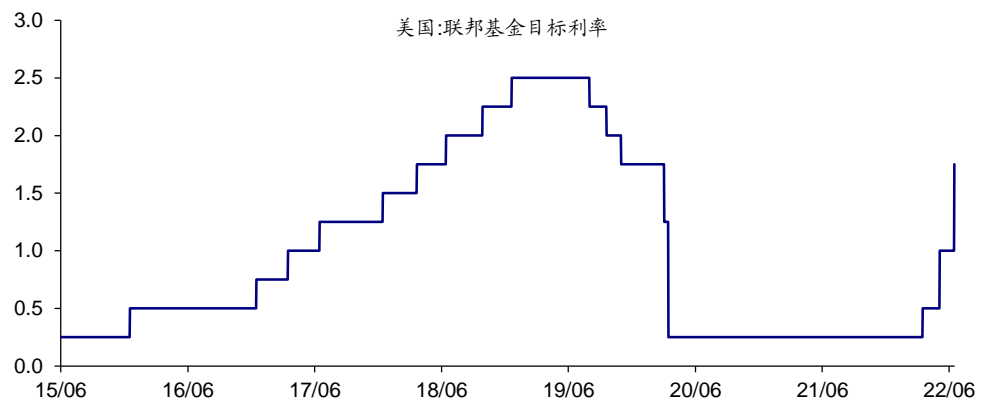
表 1	美联储经济预测表 (%)	5
-----	--------------	---

1. 收紧：如期加息 75BP

如期加息 75BP。2022 年 6 月 15 日，美联储 6 月 FOMC 会议决定加息 75BP，上调联邦基金利率区间至 1.50%-1.75%，为 1994 年 11 月以来首次加息 75BP。此外，上调准备金余额利率（IORB）至 1.65%，上调隔夜逆回购利率（ON RRP）至 1.55%，上调主要信贷利率至 1.75%，上调隔夜回购利率至 1.75%，符合市场预期。

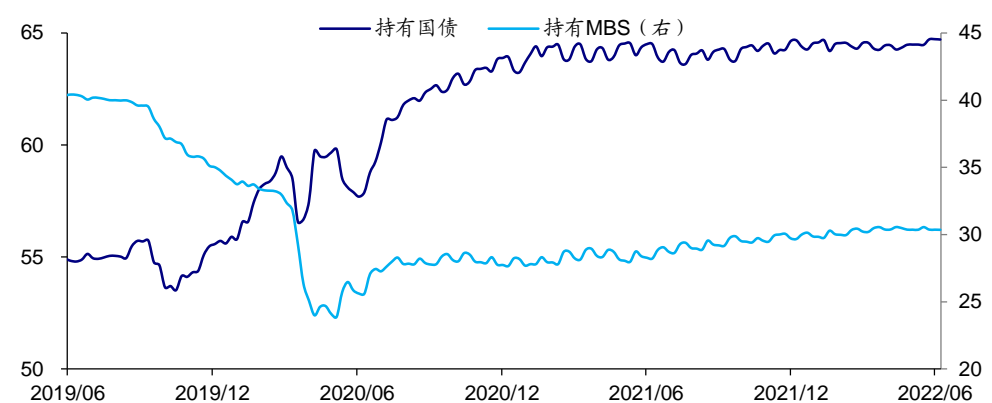
按计划缩表。本次会议并未调整缩表计划，声明指出按照 5 月发布的缩表计划表，继续减持美国国债、机构债务和机构抵押贷款支持证券。即继续被动式缩表，6 月开始的前 3 个月，每月缩减规模上限为 475 亿美元（300 亿美元国债和 175 亿美元 MBS），此后缩表规模上限为 950 亿美元（600 亿美元国债和 350 亿美元 MBS）

图1 美联储联邦基金目标利率水平（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

图2 美联储持有国债和 MBS 的比例（%）



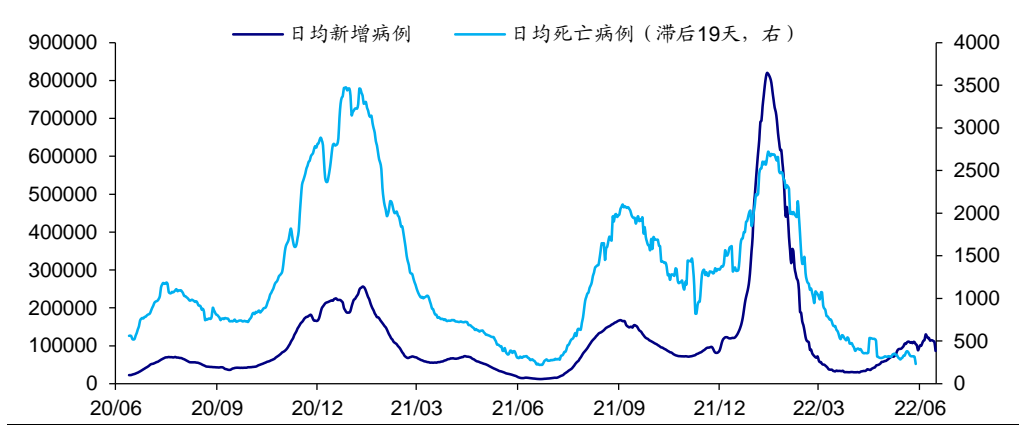
资料来源：Wind，海通证券研究所

2. 预期：下调经济，上调通胀

强调经济和就业强劲。与上一次会议声明相比，美联储认为整体经济活动在一季度略有下降后出现回升；最近几个月就业增长强劲，失业率保持在低位。此外，删除了“俄乌地缘风险对美国的影响非常不确定”的表述。

此外，美联储主席鲍威尔在新闻发布会中指出，美国经济非常强劲，有能力应对紧缩政策；看到经济有所放缓，但仍处于健康的水平；消费者正在消费，没有迹象表明经济出现更大范围的放缓。

图3 美国疫情持续缓解



资料来源：Wind，海通证券研究所

下调今年经济预期。大幅下调 2022 年和 2023 年经济预期至 1.7% (此前分别为 2.8% 和 2.2%)，下调 2024 年经济预期至 1.9%，不过长期经济预期维持在 1.8% 不变。

小幅上调失业率预期。将 2022-2024 年失业率预期分别上调至 3.7%、3.9% 和 4.1%，分别上调 0.2 个百分点、0.4 个百分点以及 0.5 个百分点。不过，长期失业率预期仍维持在 4.0% 不变。

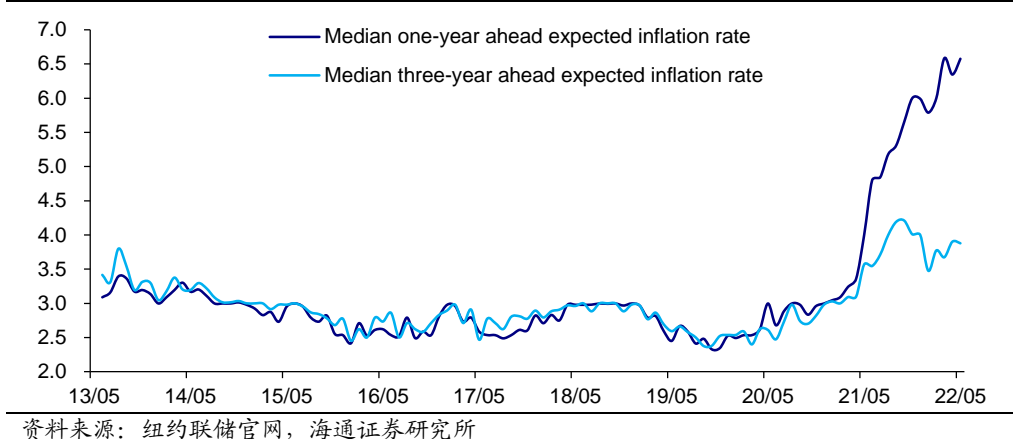
表 1 美联储经济预测表 (%)

项目	时间	2022 年	2023 年	2024 年	长期
GDP	6 月预测	1.7	1.7	1.9	1.8
	3 月预测	2.8	2.2	2.0	1.8
	去年 12 月预测	4.0	2.2	2.0	1.8
	去年 9 月预测	3.8	2.5	2.0	1.8
失业率	6 月预测	3.7	3.9	4.1	4.0
	3 月预测	3.5	3.5	3.6	4.0
	去年 12 月预测	3.5	3.5	3.5	4.0
	去年 9 月预测	3.8	3.5	3.5	4.0
PCE	6 月预测	5.2	2.6	2.2	2.0
	3 月预测	4.3	2.7	2.3	2.0
	去年 12 月预测	2.6	2.3	2.1	2.0
	去年 9 月预测	2.2	2.2	2.1	2.0
核心 PCE	6 月预测	4.3	2.7	2.3	
	3 月预测	4.1	2.6	2.3	
	去年 12 月预测	2.7	2.3	2.1	
	去年 9 月预测	2.3	2.2	2.1	

资料来源：美联储官网，海通证券研究所

通胀压力大，且更加广泛。美联储声明重申通货膨胀仍然居高不下，反映了与疫情、更高的能源价格和更广泛的价格压力有关的供需不平衡。并强调俄乌地缘风险和相关事件对通货膨胀产生额外的上行压力。

仅大幅上调 2022 年通胀预期。大幅上调 2022 年 PCE 预期至 5.2%，较之前上调 0.9 个百分点；不过分别下调了 2023 年和 2024 年 PCE 预期 0.1 个百分点。此外，长期通胀预期保持在 2.0% 不变，核心 PCE 预期也基本变化不大。**这表明，美联储对于未来通胀回落仍保有信心。**

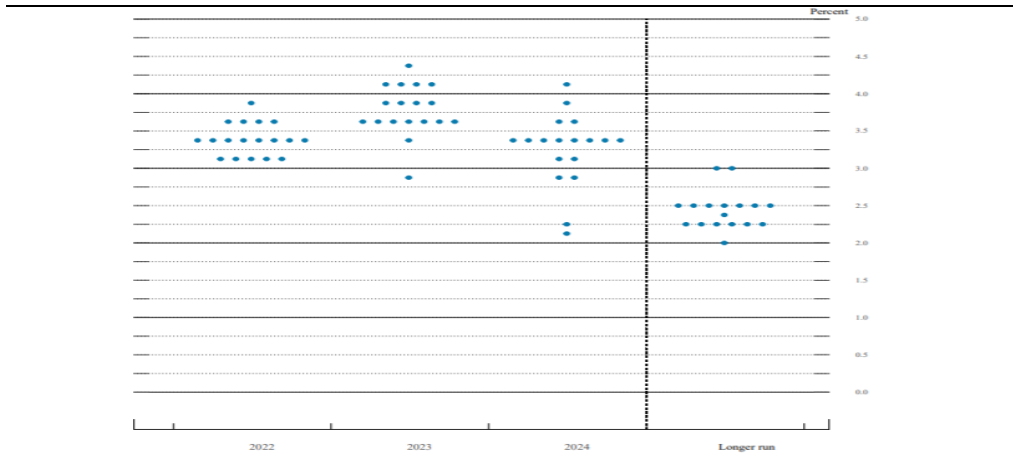
图4 纽约联储官网调查 1 年期和 3 年期通胀预期中值 (%)


3. 点阵图：2024 年或开始降息

近 2 年加息预期大幅上调。美联储点阵图显示，18 位成员均预期 2022 年至少加息 12 次至 3.0%（每次 25BP），而 3 月时仅有 1 位成员认为要加息到 3.0%。其中，超过 7 成的成员认为要加息 13 次，接近 3 成的成员认为要加息 14 次。2022 年预期利率中枢由 3 月时的 1.9% 大幅上调至 3.4%。

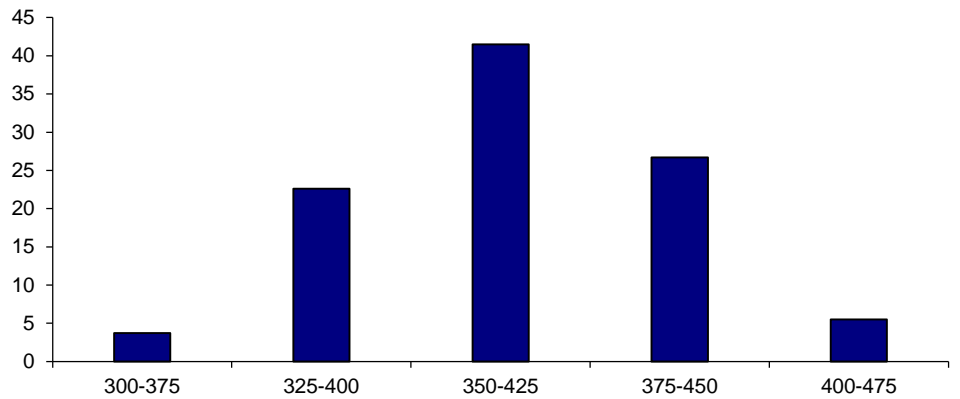
在 2022 年加息 13 次的基础上，接近 9 成的成员认为 2023 年还要加息 1 次；5 成的成员认为还要加息 2 次；接近 3 成的成员认为要加息 3 次。2023 年预期利率中枢由 3 月时的 2.8% 大幅上调至 3.8%。不过，有 1 位成员认为不加息，1 位成员认为要降息。

此外，在 2023 年加息到 3.5% 的基础上，接近 8 成的成员认为 2024 年要降息；超过 3 成的成员认为降息不止 1 次。2024 年预期利率中枢为 2.5%，与 3 月时相差不大。

图5 美联储点阵图


此外，美联储主席鲍威尔在新闻发布会中指出，预计加息 75BP 的操作不是常态，加息节奏取决于未来数据，未来会议可能会加息 50BP 或 75BP。希望在年底前将利率维持在 3%-3.5% 的紧缩性水平。

根据 CME “美联储观察”显示，截至 6 月 16 日，市场预期 7 月加息 75BP 的概率接近 8 成；9 月加息 50BP 的概率超过 8 成。

图6 市场预期 2022 年底政策利率的分布概率 (%)


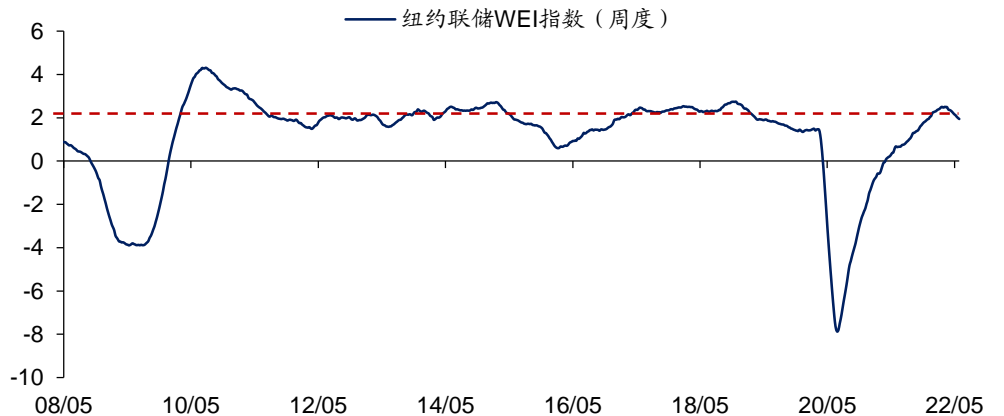
资料来源：CME，海通证券研究所，截至 6 月 16 日。

4. 滞胀风险在增加

美国通胀将持续在高位。一是，服务通胀持续上行，与疫情缓解后消费向服务转移有关；二是，商品通胀下行太慢，与新冠引起的全球供应链破坏仍未缓解有关；三是，地缘风险持续和天气干旱，能源和食品持续干扰通胀走势；四是，劳动力市场依然紧张。因此，我们预计当前的加息路径或不足以遏制美国通胀和通胀预期，美联储短期内需要更快地收紧货币政策。尽管经济增速略有回落，但失业率还处于历史低位，经济增长不是美联储的核心矛盾，通胀才是，美联储年内加息的步伐大概率不会停止。

此外，随着美联储刺激政策逐渐退出，高企的价格势必也会对经济增长的量构成打压，美国出现滞胀的风险也在增加。

在通胀偏高、加息继续的情况下，美国国债利率大概率会继续上行。在主要经济体中，美国经济增长要好于其它，美元指数维持强势。美联储的货币政策会影响到全球的流动性，新兴货币仍会面临贬值压力，货币政策空间受限。

图7 美国实际经济增速已经超过疫情之前 (%)


资料来源：纽约联储，海通证券研究所，备注：疫情之前即 2020 年 3 月之前。

信息披露 分析师声明

梁中华 宏观经济研究团队
李俊 宏观经济研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。