

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

没那么“鸽”的加息 ——美联储7月议息会议点评

投资要点:

- **关于加息：如期所至。**美联储7月FOMC会议决定加息75BP，为历史上首次连续2次加息75BP。本次会议并未调整缩表计划。
- **关于经济：尚未衰退。**经济有所放缓，但需求依然强劲，美国经济并没有陷入衰退，强劲的就业和较低的失业率与衰退的表现不符。美联储目标仍是将通胀降至2.0%的水平。
- **市场预期降温。**美联储主席鲍威尔指出，考虑到高通胀的问题，希望在年底前将利率维持在3.0%-3.5%。并强调加息的节奏取决于数据，在未来某个时点或放慢加息节奏，暂时放弃前瞻指引。根据CME“美联储观察”显示，截至7月27日，市场预期9月和11月分别加息50BP和25BP，12月停止加息。
- **滞胀风险加剧。**当前美国离全面衰退或仍有距离，美国的问题依然是持续高压的通胀；尤其是三季度美国通胀仍有上冲风险，美联储年内加息的步伐大概率不会停。考虑到当前美国经济已经有所放缓，随着美联储的持续加息，我们认为，美国滞胀风险在加剧。

目 录

1. 关于加息：如期所至.....	4
2. 关于经济：尚未衰退.....	4
3. 市场预期降温	5
4. 滞胀风险加剧	6

图目录

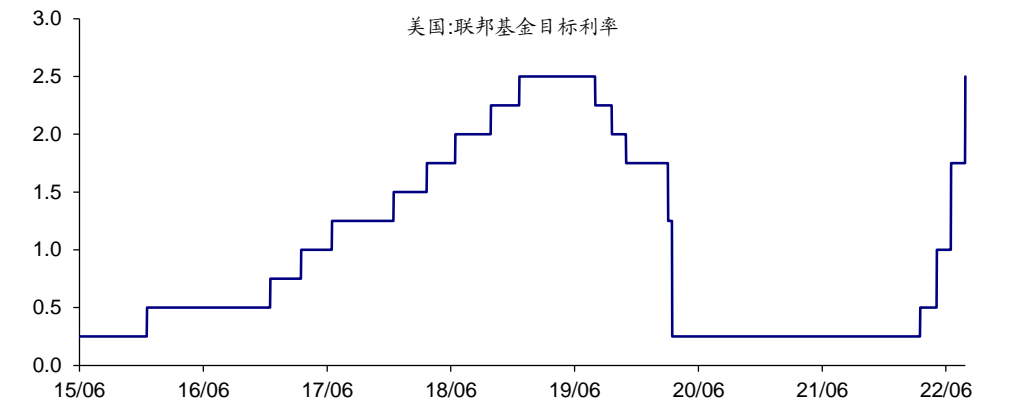
图 1	美联储联邦基金目标利率水平 (%)	4
图 2	美联储持有国债和 MBS 的比例 (%)	4
图 3	亚特兰大联储二季度 GDP 环比折年率预测 (%)	5
图 4	纽约联储官网调查 1 年期和 3 年期通胀预期中值 (%)	5
图 5	市场预期 2022 年底政策利率的分布概率 (%)	6
图 6	美国周度经济指数 (%)	6

1. 关于加息：如期所至

如期加息 75BP。2022 年 7 月 27 日，美联储 7 月 FOMC 会议决定加息 75BP，上调联邦基金利率区间至 2.25%-2.50%，为历史上首次连续 2 个月各加息 75BP，回到 2018 年 12 月时利率水平。此外，上调准备金余额利率（IORB）至 2.4%，上调隔夜逆回购利率（ON RRP）至 2.3%，上调主要信贷利率至 2.5%，上调隔夜回购利率至 2.5%。

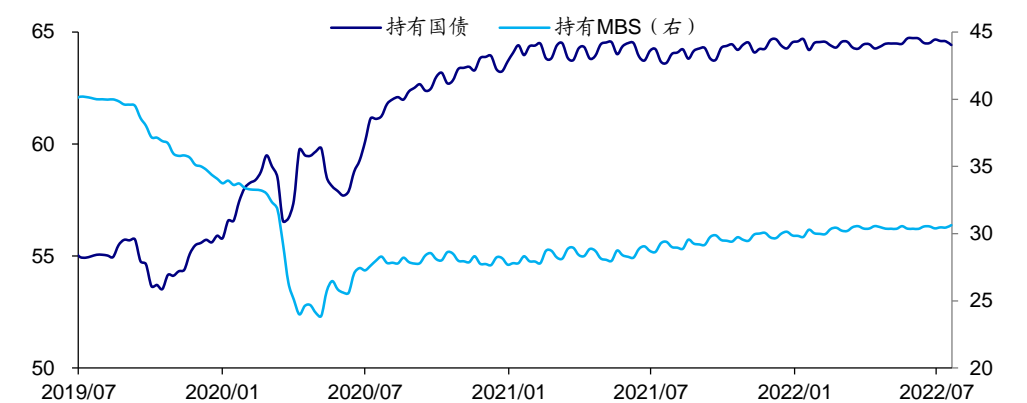
按计划缩表。本次会议并未调整缩表计划，即 7 月和 8 月继续按照每月上限为 475 亿美元（300 亿美元国债和 175 亿美元 MBS）进行被动式缩表，9 月开始上限为 950 亿美元（600 亿美元国债和 350 亿美元 MBS）。

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 (%)

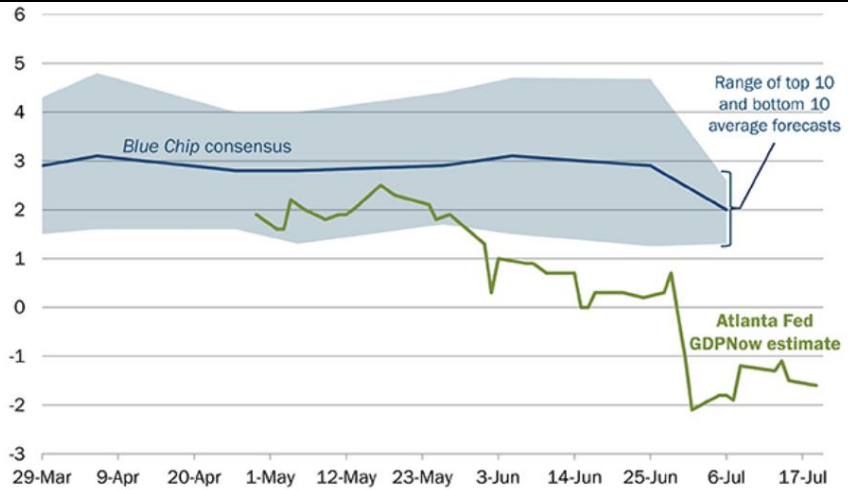


资料来源：Wind，海通证券研究所

2. 关于经济：尚未衰退

强调经济疲弱和就业强劲。与上一次会议声明相比，相同的是，美联储认为近几个月就业增长仍然强势，失业率保持在低位；不同的是，美联储认为近期的消费和生产指标有所走弱。并强调，俄乌地缘风险拖累了全球经济活动。

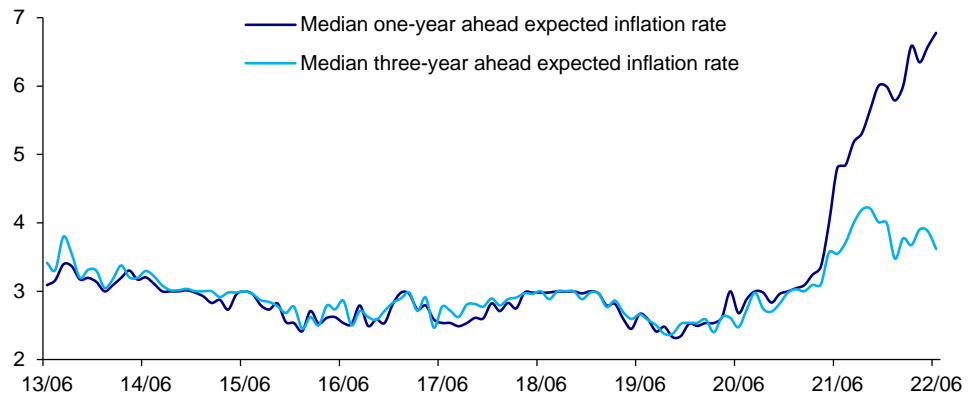
不过，美联储主席鲍威尔在新闻发布会中强调，美国经济有所放缓，但需求依然强劲，美国经济并没有陷入衰退，强劲的就业和较低的失业率与衰退的表现不符。鲍威尔预期未来美国经济将持续放缓，在一段时间内或低于趋势水平。

图3 亚特兰大联储二季度 GDP 环比折年率预测 (%)


资料来源：亚特兰大联储官网，海通证券研究所，截至7月19日。

通胀仍是当前核心。美联储声明重申通货膨胀仍然居高不下，反映了与疫情、更高的粮食和能源价格以及更广泛的价格压力有关的供需不平衡，**与上一次会议不同的是，增加了粮食价格波动的影响。**并重申俄乌地缘风险和 Related 事件对通货膨胀产生额外的上行压力。

鲍威尔在新闻发布会中强调，目标仍是将通胀降至 2.0% 的水平，**目前的主要任务是应对总体通胀，尤其是核心通胀。**

图4 纽约联储官网调查 1 年期和 3 年期通胀预期中值 (%)


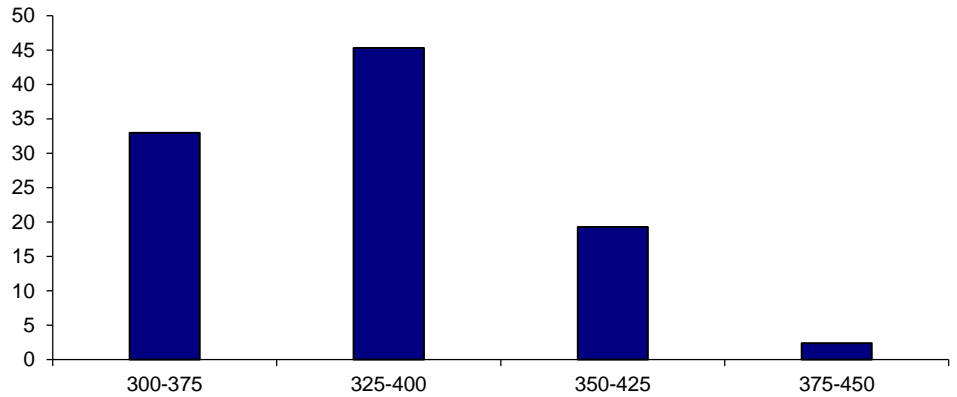
资料来源：纽约联储官网，海通证券研究所

3. 市场预期降温

利率水平或在 3.0%-3.5%。美联储主席鲍威尔在新闻发布会中指出，考虑到高通胀的问题，希望在年底前将利率维持在 3.0%-3.5% 的紧缩性水平。

放弃前瞻指引。鲍威尔强调加息的节奏取决于数据，**在未来某个时点放慢加息节奏可能是适宜的，不过并没提及具体时间点；**并强调必要时将毫不迟疑地采取更大幅度的行动。此外，鲍威尔指出，美联储在利率行动方面将不再提供那么清晰的前瞻指引，将以数据为导向。**整体来说，鲍威尔的表态偏中性。**

根据 CME “美联储观察”显示，截至 7 月 27 日，市场预期 9 月和 11 月分别加息 50BP 和 25BP，12 月停止加息。

图5 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，注：横轴为目标利率水平 BP，截至 7 月 27 日。

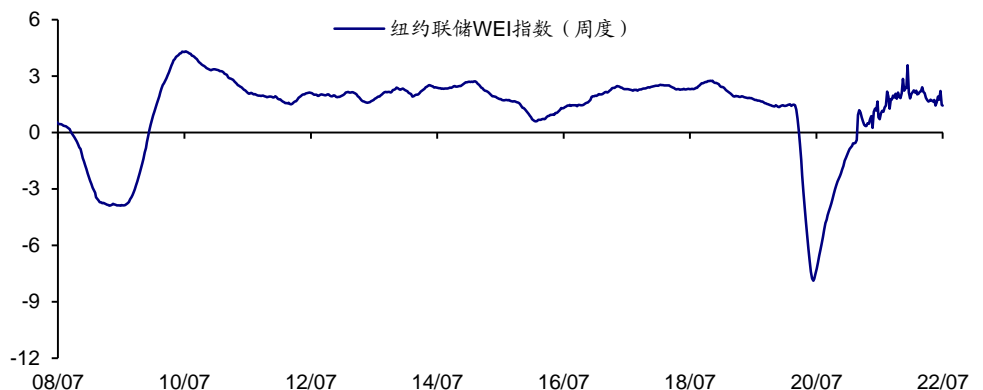
4. 滞胀风险加剧

近期美国经济景气指标的持续下滑，尤其是 7 月服务业 PMI 指数意外跌破枯荣线，让市场对美国陷入衰退的担忧加剧。

考虑到一季度美国 GDP 环比折年率虽然为负，但是很大程度上是由私人库存和净出口拖累，美国内需仍然强劲。因而，即使二季度 GDP 季调环比再度为负，仍然需要关注的是经济结构情况，尤其是内需变化。

进一步来看，美国消费需求仍然旺盛，美国工业生产仍然偏强；美国劳动力市场依然紧张，劳动力恢复依然强劲。综合来看，美国当前经济仍有韧性，截至 7 月中旬，美国周度经济指数从高点降至 1.5% 左右，基本与疫情之前（2020 年 3 月之前）水平相当。因而当前美国离全面衰退或仍有距离，美国的问题依然是持续高压的通胀；尤其是三季度美国通胀仍有上冲风险，美联储年内加息的步伐大概率不会停。

随着美联储的持续加息，以及通胀的居高不下，高企的价格也会对经济增长的量构成打压，考虑到当前美国经济已经有所放缓，我们认为，美国滞胀风险在加剧。

图6 美国周度经济指数 (%)


资料来源：美国纽约联储官网，海通证券研究所

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。