

美联储的“暂时性胜利”？

■ 美联储做了什么？加息 75bp，大幅上调今年通胀预期及今明两年利率预测

6月议息声明中，美联储如期加息 75bp，强烈承诺让通胀降至目标。6月16日凌晨，美联储公布最新议息声明，委员们以 8 比 1 的投票将政策利率目标区间上调 75bp 至 1.5%-1.75%。意外投出反对票的堪萨斯联储主席乔治认为，6月加息幅度应为 50bp。与 5月声明相比，删除了“劳动力市场将保持强劲”的说辞，并将“预计通胀回到 2%的目标”改为“强烈承诺将让通胀回到 2%的目标”。

经济预测方面，大幅下调 2022 年经济增速预期、上调通胀预期，激进式加息仍将延续。其中，2022 年 GDP 增速预期由 2.8%大幅下调至 1.7%，PCE 通胀预期由 4.3%大幅上调至 5.2%，明后两年预期变化不大。失业率方面，未来三年失业率预期分别由 3.5%、3.5%、3.6%分别升至 3.7%、3.9%、4.1%。利率点阵图显示，今明两年联邦基金利率预测分别为 3.4%、3.8%，激进式加息仍将延续。

■ 鲍威尔说了什么？坚决抗通胀，有希望“软着陆”，单次加息 75bp 非常态

新闻发布会上，美联储主席鲍威尔强化抗通胀的立场，重申有希望“软着陆”。鲍威尔表示，美联储下调经济增长目标预测，并非通过引导衰退来控制通胀。对于如何治理通胀，鲍威尔重申美联储对供给端无能为力，更多从需求端为通胀“降温”。相比 5月，鲍威尔描绘了“软着陆”情形，在降低通胀的同时将失业率维持在 4.1%的低位。不过，鲍威尔又称“软着陆”的关键，主要看供给端。

对于市场最关心的加息路径，鲍威尔预计单次加息 75bp 并非非常态，但同时强调将保持政策灵活性。鲍威尔表示，本次 75bp 加息主因 5月通胀数据意外飙升以及消费者通胀预期上升，但此举也为日后腾挪更多政策空间。不过，鲍威尔预计单次加息 75bp 将不会成为常态，50bp 依然是基准情形。鲍威尔称，预计到夏季末联邦基金利率将在 2%-3%中段，2022 年底前维持在 3%-3.5%的紧缩性水平。

■ 市场表现及展望？美股再现“V型”反弹，但可能低估了美联储的“两难”

与 5月类似，鲍威尔的言辞暂时打消市场顾虑，美股再现“V型”反弹，美债利率回落。议息声明公布后，美联储加息 75bp 的操作尽管符合预期，但也令市场担忧会否在未来的会议上继续加息 75bp，美股一度下挫、美债利率上行。但与 5月会议类似的是，鲍威尔对未来利率路径的指引，暂时解除了市场对未来政策不确定性的担忧，风险偏好获得明显提振，美股强力反弹，美债利率大幅回落。

考虑到能源涨价引发的通胀第二波已经启动，以及“赶作业”式加息下“硬着陆”风险攀升，市场可能低估了美联储的“两难”、未来环境的不稳定性。供给依然受限及需求稳步改善下，以原油为代表的能源价格正在开启年内第二波涨势，叠加服务消费复苏引发的通胀压力也在释放，未来美国通胀率或将进一步上行。同时，疫情期间的供给冲击，让经济更易“滞胀”、政策陷入“两难”；货币政策“慢了一拍”、财政政策“有心无力”，加大了本轮周期“硬着陆”的风险。

风险提示：美国新冠疫情出现超预期反弹；劳动力就业意愿持续低迷不振。

赵伟 分析师 SAC 执业编号：S1130521120002
zhaow@gjzq.com.cn

曹金丘 联系人
caojinqiu@gjzq.com.cn

1、美联储做了什么？加息 75bp，大幅上调今年通胀预期及今明两年利率预测

6 月议息声明中，美联储如期加息 75bp，强烈承诺让通胀降至目标。6 月 16 日凌晨，美联储公布最新议息声明，委员们以 8 比 1 的投票将政策利率目标区间上调 75bp 至 1.5%-1.75%。其中，值得注意的是，一向鹰派的堪萨斯联储主席乔治意外投出反对票，认为 6 月加息幅度应为 50bp。与 5 月声明相比，删除了“劳动力市场将保持强劲”的说辞，并将“预计通胀回到 2% 的目标”改为“强烈承诺将让通胀回到 2% 的目标”。

图表 1：美联储议息会议声明对比

美 联 储 议 息 会 议 声 明 对 比									
FOMC 会议时间	2021/6/17	2021/7/28	2021/9/22	2021/11/3	2021/12/15	2022/1/26	2022/3/16	2022/5/4	2022/6/15
FOMC 会议决策	不降息	不降息	不降息	不降息	不降息	不降息	加息 25BP	加息 50BP	加息 75BP
联邦基金利率区间	0%-0.25%	0%-0.25%	0%-0.25%	0%-0.25%	0%-0.25%	0%-0.25%	0.25%-0.5%	0.75%-1%	1.5%-1.75%
投票结果	全票通过	全票通过	全票通过	全票通过	全票通过	全票通过	8:1 通过	全票通过	8:1 通过
经济活动	有所增强	取得进展	取得进展	取得实质性进展	继续增强	继续增强	继续增强	有所放缓	似乎有所回升
劳动力市场	有所增强	继续增强	继续增强	继续增强	进一步改善	进一步改善	增长强劲	增长强劲	增长强劲
失业率					大幅下降	大幅下降	大幅下降	大幅下降	维持低位
消费支出									
融资环境	维持宽松	维持宽松	维持宽松	维持宽松	维持宽松	维持宽松			
12 个月通胀预期	通胀暂时上升	通胀暂时上升	通胀暂时居高不下	通胀暂时高企，部分行业价格大涨	通胀继续上升	通胀继续上升	通胀居高不下	通胀居高不下	通胀居高不下
近期经济前景评估	依然面临下行风险	依然面临下行风险	依然面临下行风险	依然面临下行风险	依然面临下行风险，包括新毒株带来的风险	依然面临下行风险，包括新毒株带来的风险		俄乌战争、中国疫情将对经济前景带来不确定性	俄乌战争正在拖累全球经济活动
政策立场	维持当前宽松立场不变	维持当前宽松立场不变	维持当前宽松立场不变	维持当前宽松立场不变	维持当前宽松立场不变	直接删除	继续加息	继续加息、即将缩表	继续加息、缩表

来源：Fed、国金证券研究所

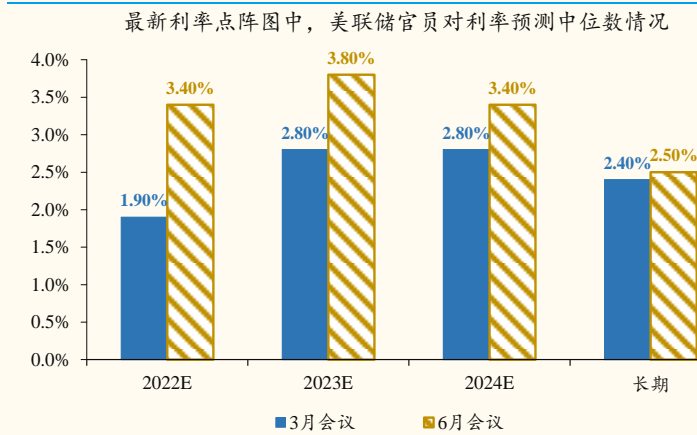
经济预测方面，大幅下调 2022 年经济增速预期、上调通胀预期，激进式加息仍将延续。其中，2022 年 GDP 增速预期由 2.8% 大幅下调至 1.7%，PCE 通胀预期由 4.3% 大幅上调至 5.2%，明后两年预期变化不大。失业率方面，未来三年失业率预期分别由 3.5%、3.5%、3.6% 分别升至 3.7%、3.9%、4.1%。利率点阵图显示，今明两年联邦基金利率预测分别为 3.4%、3.8%，激进式加息仍将延续。

图表 2: 美联储下调 2022 年经济预期、上调通胀预期

美国经济数据预测		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%
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%
PCE物价	6月预测	5.2%	2.6%	2.2%	2.0%
	3月预测	4.3%	2.7%	2.3%	2.0%
核心PCE物价	6月预测	4.7%	2.7%	2.3%	
	3月预测	4.1%	2.6%	2.3%	

来源: Fed、国金证券研究所

图表 3: 美联储上调今明两年利率预测

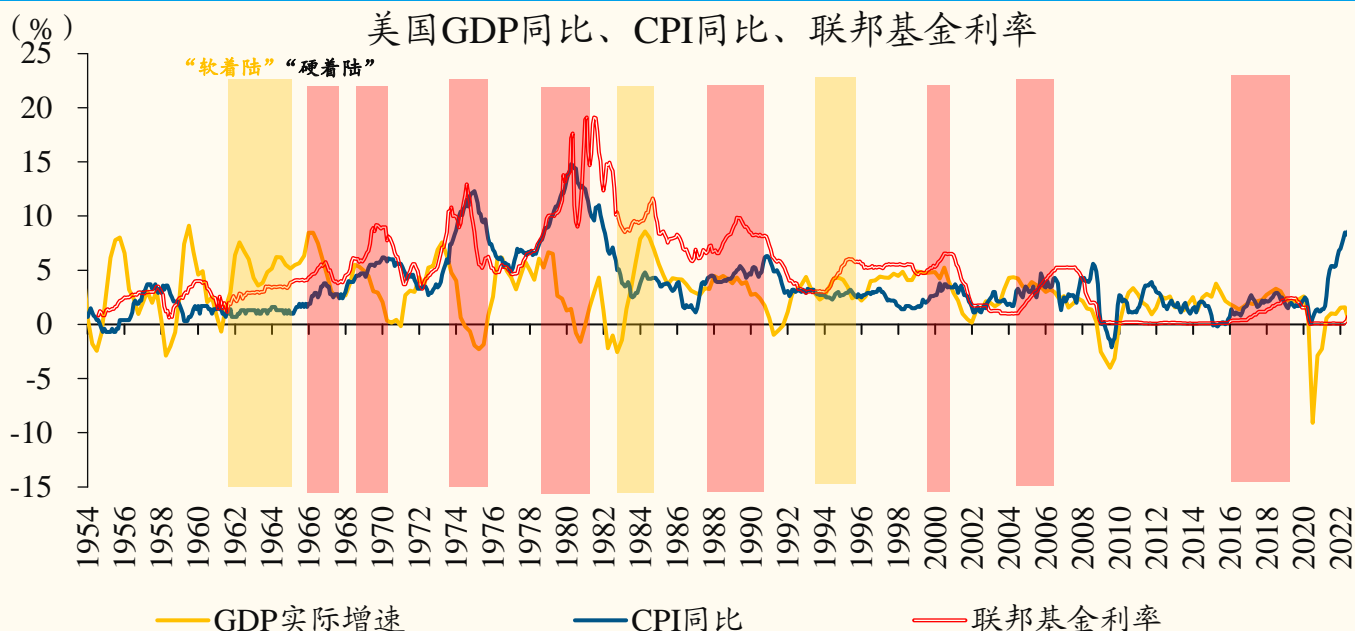


来源: Fed、国金证券研究所

2、鲍威尔说了什么？坚决抗通胀，有希望“软着陆”，单次加息 75bp 非常态

新闻发布会上，美联储主席鲍威尔强化抗通胀的立场，重申有希望“软着陆”。鲍威尔表示，美联储下调经济增长目标预测，并非通过引导衰退来控制通胀。对于如何治理通胀，鲍威尔重申美联储对供给端无能为力，更多从需求端为通胀“降温”。相比 5 月，鲍威尔描绘了“软着陆”情形，在降低通胀的同时将失业率维持在 4.1% 的低位。不过，鲍威尔又称“软着陆”的关键，主要看供给端。

图表 4: 美国近 11 次经济着陆中，“硬着陆”、“软着陆”分别为 8 次、3 次



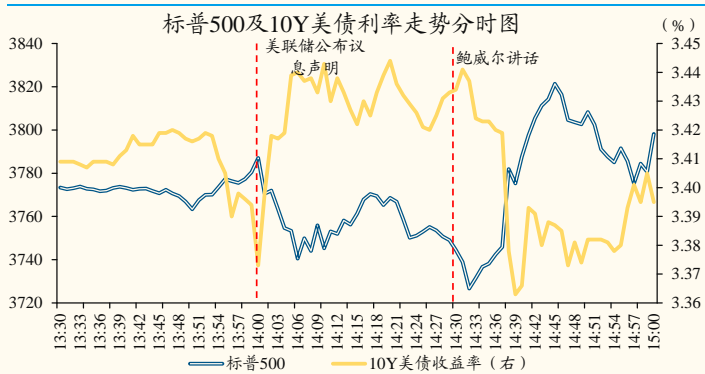
来源: Wind、国金证券研究所

对于市场最关心的加息路径，鲍威尔预计单次加息 75bp 并非常态，但同时强调将保持政策灵活性。鲍威尔表示，本次 75bp 加息主因 5 月通胀数据意外飙升以及消费者通胀预期上升，但此举也为日后腾挪更多政策空间。不过，鲍威尔预计单次加息 75bp 将不会成为常态，50bp 依然是基准情形。鲍威尔称，预计到夏季末联邦基金利率将在 2%-3% 中段，2022 年底前维持在 3%-3.5% 的紧缩性水平

3、市场表现及展望？美股“深V”反弹，但或对通胀及加息的持续性定价不足

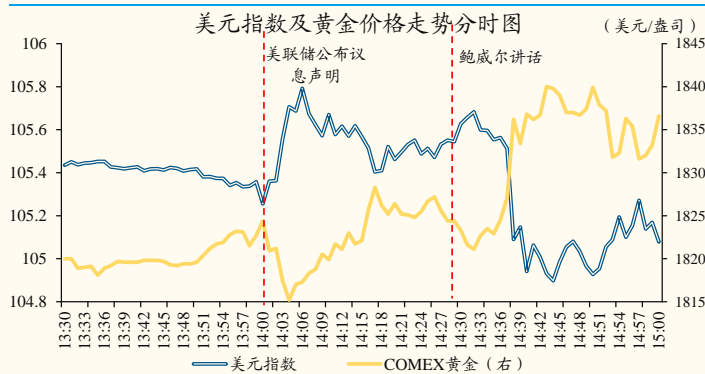
与 5 月类似，鲍威尔的言辞暂时打消市场顾虑，美股再现“V 型”反弹，10Y 美债利率回落。议息声明公布后，美联储加息 75bp 的操作尽管符合预期，但也令市场担忧会否在未来的会议上继续加息 75bp，美股一度下挫、美债利率上行。但与 5 月会议类似的是，鲍威尔对未来利率路径的指引，暂时解除了市场对未来政策不确定性的担忧，风险偏好获得明显提振，美股强力反弹，10Y 美债利率大幅回落

图表 5：美股及 10Y 美债利率走势



来源：Wind、国金证券研究所

图表 6：美元指数及黄金价格走势



来源：Wind、国金证券研究所

考虑到能源涨价引发的通胀第二波已经启动，以及“赶作业”式加息下“硬着陆”风险攀升，市场可能低估了美联储的“两难”、未来环境的不稳定性。供给依然受限及需求稳步改善下，以原油为代表的能源价格正在开启年内第二波涨势，叠加服务消费复苏引发的通胀压力也在释放，未来美国通胀率或将进一步上行。同时，疫情期间的供给冲击，让经济更易“滞胀”、政策陷入“两难”；货币政策“慢了一拍”、财政政策“有心无力”，加大了本轮周期“硬着陆”的风险（详情请参见《繁荣的顶点？美国“硬着陆”风险讨论》）。

风险提示：

1、美国核心通胀居高不下。美国供应链瓶颈持续时长超预期，叠加劳动力成本增速高企，共同推升美国核心通胀。

2、美国就业修复不及预期。若美国通胀压力高企的同时，就业修复不及预期，美联储货币政策将会因为“类滞胀”格局而陷入两难。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海	北京	深圳
电话: 021-60753903	电话: 010-66216979	电话: 0755-83831378
传真: 021-61038200	传真: 010-66216793	传真: 0755-83830558
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100053	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号 嘉里建设广场 T3-2402