

## “软着陆”渐行渐远

### ——2022 年 6 月美联储议息会议点评

美东时间 6 月 15 日,美联储在 6 月议息会议后宣布大幅加息 75bp,将联邦基金利率区间提升至 1.5%-1.75%的疫前水平,缩表节奏保持不变。加息靴子落地后,欧美股市集体收涨,原油价格继续回落,黄金小幅上涨,美债收益率下行,2 年期下行 23.8bps 报 3.20%,10 年期下行 18.9bps 报 3.29%。

#### 一、经济：滞胀风险上升

总体来看,美联储快速收紧将抑制美国总需求,而通胀压力短期难以缓解,美国经济“滞胀”风险加剧。

美联储认为眼下美国经济仍然强劲。一季度美国 GDP 受库存和出口波动环比负增长,但数据显示二季度美国经济总体回暖,消费表现强劲,固定资产投资和地产增速有所放缓。但美联储却再次下调了经济展望,很可能考虑到货币政策的紧缩效应。对年末实际 GDP 同比增速的预测较一季度预测大幅下调 1.1pct 至 1.7%,明年和 2024 年的增速也都被下调至 2%以下。鲍威尔在会后承认,由于受到更多美联储“无法掌控的因素”影响,美国经济“软着陆”难度加大。

从“双目标”看,美联储仍然认为就业“过热”(extremely tight)而通胀“太高”(much too high)。过去三个月,非农就业月均增长超 40 万人,失业率回落至 3.6%的近 50 年最低水平。与此同时,劳动供需依然紧张,平均每个失业者对应约 2 个空缺岗位。美联储预计紧缩政策将降低用工需求,并上调年底失业率预测 0.2pct 至 3.7%,且认为此后两年的失业率将小幅上行。通胀在俄乌冲突和中国疫情带来的新生压力下高位震荡,尽管快速加息降低了经济增长和就业预期,但今年末 PCE 通胀预测被再度大幅上调 0.9pct 至 5.2%,预计明年才会回落至 2.6%。

#### 二、政策：“大干快上”硬加息

本次会议标志着美联储“控通胀”的决心进一步坚定。年初以来，美联储着力在“控通胀”与“稳增长”之间寻找平衡，避免经济出现“硬着陆”。然而，近期天平开始彻底倾向“控通胀”。拜登近期在《华尔街日报》发表署名文章指出美联储对控制通胀负有“首要责任”（primary responsibility），而美国 5 月 CPI 通胀再度超预期成为打破平衡的最后一根“稻草”。美联储罕见地违背了其不考虑加息 75bp 的“前瞻指引”，展现了不惜代价控制通胀的决心。

年内美联储可能展开“大干快上”式硬加息。尽管鲍威尔会后安抚市场表示加息 75bp “并非常态”（do not expect to be common），但同样强调需要看到通胀回落的“实质性证据”（compelling evidence）才会放缓加息步伐。点阵图显示今年底联邦基金利率的预测中位数较一季度大幅上调 1.5pct 至 3.4%，指向年内仍有约 175bp 的加息空间。明年底政策利率预计将继续上升至 3.8% 附近，直到 2024 年才开始回调。

缩表方面，美联储将继续按 5 月议息会议后公布的缩减方案执行。美联储计划每月缩减不超过 300 亿美元国债和 175 亿美元 MBS，直到 9 月两者的速率分别翻倍至 600 亿美元和 350 亿美元。按此推算，每年缩减速度将达到约 1 万亿美元。

### 三、市场影响：美元美债冲高回落，流动性维持宽松

市场方面，美元指数持续上涨，在加息后回调。受美国 5 月高企的 CPI 数据带来的更大幅度加息预期及美日央行货币政策差异影响，美元指数涨至 105 以上的近 20 年高点，加息靴子落地后回落。日元方面，因日本央行继续维持宽松货币政策，日元触及 20 年以来的低点 135.58，在美联储宣布加息后趁美指回调上涨约 1.3%。欧元一度因 7 月开启的加息周期上涨。人民币汇率目前维稳在 6.7 附近。

美债方面，加息后收益率高位小幅回落，收益率曲线保持平坦化。由于通胀居高不下，市场早在 5 月通胀数据后、议息会议前便充分预期加息幅度和节奏，美债收益率急升，10 年期最高逼近 3.5%，2 年期最

高至 2.44% 的水平，曲线再度走平。鲍威尔对后续加息幅度和节奏的表述相对缓和，故在加息落地后，市场情绪逐渐平复，收益率整体小幅回落，10 年期美债回落至 3.34% 附近。

流动性方面，美元整体资金面宽松。虽然美联储已于 6 月 1 日正式启动缩表，但对短期流动性影响有限，继今年 5 月 23 日后，美联储逆回购规模在 6 月 3 日再次突破 2 万亿美元。境内美元流动性仍然充裕。价格方面，美元货币市场各期限价格在加息前已提前上涨，境外美元除隔夜外 1 个月以内价格已充分反应 75bp 的加息点数，加息后境内美元同业拆放参考利率（USD CIROR）同步调整，贴近离岸市场价格，隔夜上行 75bp 至 1.50%，1 个月上行 44bp 至 1.71%，3 个月及 1 年期分别上行 29bp 和 27bp 至 2.09% 和 3.03%。

#### 四、前瞻：美欧央行集体转向，我国继续“宽信用”

本次议息会议标志着美联储从“软加息”模式向“硬加息”切换，美国经济“硬着陆”风险显著上升。基于通胀高企，欧央行预计也将追随美联储加息步伐，于 7 月停止量化宽松并开启加息周期。而从国内来看，加速“宽信用”落地仍是当前我国货币政策重心，创新性结构政策工具和财政增量工具有望成为撬动“宽信用”的主要抓手。

**（评论员：谭卓 蔡玲玲 田地 李芸 张巧栩）**

**表 1：美联储议息会议声明文本对比**

类型	2022 年 6 月 15 日	2022 年 5 月 4 日
经济表现	整体经济活动在第一季度小幅下滑后似乎开始有所回升。	尽管第一季度整体经济活动略有下降，但家庭支出和企业固定投资依然强劲。
	失业率保持低位。	失业率大幅下降。
	俄罗斯入侵乌克兰和相关事件正在加剧通胀压力，并对全球经济活动带来压力。	俄罗斯入侵乌克兰和相关事件正在加剧通胀压力，并可能给经济活动带来压力。
货币政策	委员会坚定致力于将通胀率恢复到 2% 的目标。	随着货币政策立场的适度收紧，委员会预计通胀将回到 2% 的目标，劳动力市场将保持强劲。
	委员会决定将联邦基金利率的目标范围提高到 1-1/2 至 1-3/4%。	委员会决定将联邦基金利率的目标范围提高到 3/4 至 1%。
	委员会将继续减少其持有的国债、机构债务和 MBS。	委员会决定从 6 月 1 日开始减持国债、机构债务和 MBS。

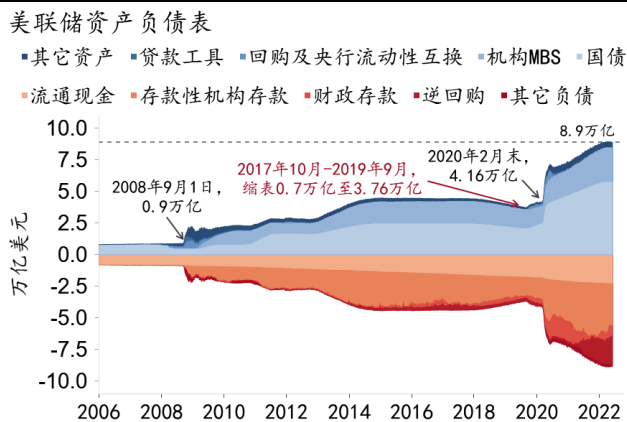
资料来源：Fed、招商银行研究院

**表 2：美联储季度经济预测 (SEP)**

经济指标	发布时间	2022	2023	2024	长期
实际 GDP 增速	2022-06	1.7	1.7	1.9	1.8
	2022-03	2.8	2.2	2.0	1.8
	2021-12	4.0	2.2	2.0	1.8
	2021-09	3.8	2.5	2.0	1.8
失业率	2022-06	3.7	3.9	4.1	4.0
	2022-03	3.5	3.5	3.6	4.0
	2021-12	3.5	3.5	3.5	4.0
	2021-09	3.8	3.5	3.5	4.0
PCE 通胀	2022-06	5.2	2.6	2.2	2.0
	2022-03	4.3	2.7	2.3	2.0
	2021-12	2.6	2.3	2.1	2.0
	2021-09	2.2	2.2	2.1	2.0
核心 PCE 通胀	2022-06	4.3	2.7	2.3	-
	2022-03	4.1	2.6	2.3	-
	2021-12	2.7	2.3	2.1	-
	2021-09	2.3	2.2	2.1	-
联邦基金利率	2022-06	3.4	3.8	3.4	2.5
	2022-03	1.9	2.8	2.8	2.4
	2021-12	0.9	1.6	2.1	2.5
	2021-09	0.3	1.0	1.8	2.5

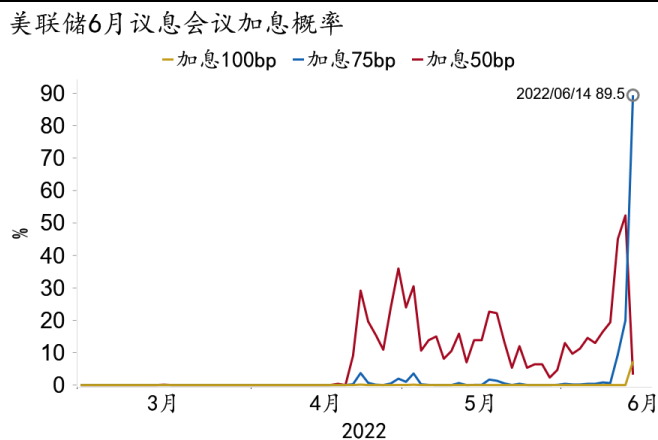
资料来源：Fed、招商银行研究院

图 1: 美联储资产负债表规模小幅缩减至 8.9 万亿美元



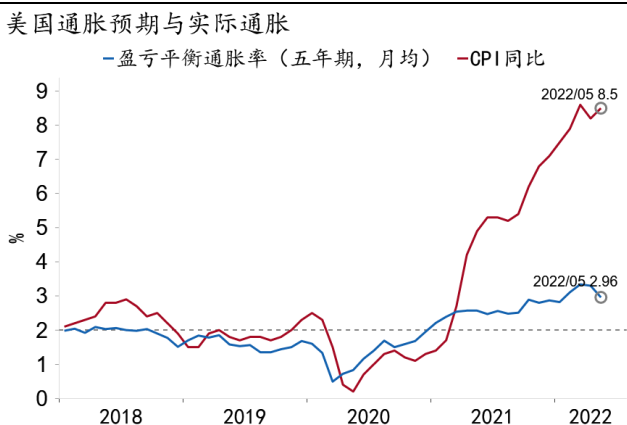
资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图 2: 议息会议前, 市场预期 7 月将加息 75bp



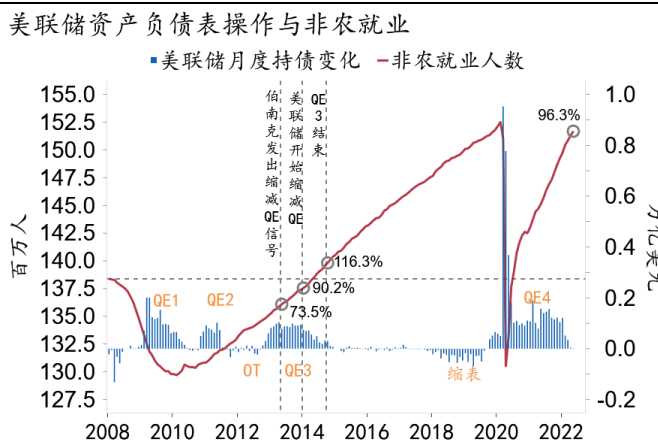
资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图 3: 美国通胀预期边际回落



资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图 4: 非农缺口已修复至疫前 96%



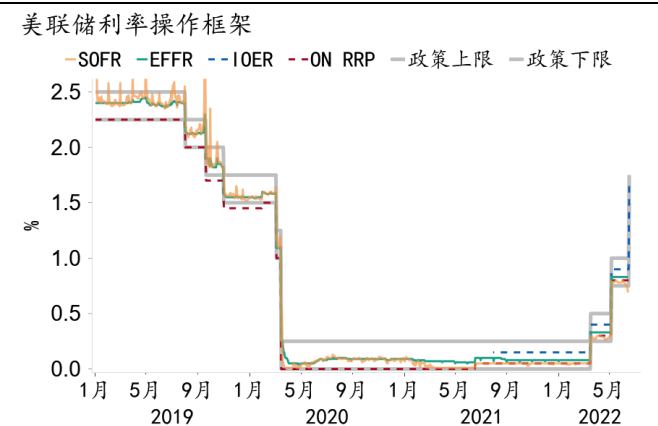
资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图 5: 5 月 CPI 数据公布后美债收益率快速拉升



资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图 6: 美联储政策利率区间回到疫前水平



资料来源: Macrobond、招商银行研究院