

2022年7月美联储议息会议解读

“中性利率”下一步

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

研究助理

张璐 一般证券从业资格编号
S1060120100009
ZHANGLU150@pingan.com.cn
范城恺 一般证券从业资格编号
S1060120120052
FANCHENGKAI146@pingan.com.cn



事项：

美国时间2022年7月27日，美联储公布7月FOMC会议声明，美联储主席鲍威尔接受采访。声明公布后，市场反应较为平静；鲍威尔讲话后，市场感受偏鸽：美国三大股指涨幅扩大，纳斯达克指数涨幅由2.5%扩大至收盘时的4.06%；10年美债收益率由2.8%左右一度跌约8BP，但很快反弹并收于2.79%；美元指数由107上方跌至收盘时的106.5，日内跌0.7%。

平安观点：

- **货币政策：再加息75BP至2.25-2.50%目标区间，达到“中性利率”。**这一节奏符合美联储官员前期引导，以及近两周CME利率期货市场的预期。此外，美联储从9月开始将每月被动缩减600亿美元国债和350亿美元机构债券和MBS，符合5月公布的缩表指引。
- **声明表述：强调经济活动显露疲态。**美联储7月声明维持了美国通胀仍高、就业市场强劲、通胀风险仍偏上行的判断。主要仅有两处调整：一是，开篇新增了有关“支出和生产指标出现疲软”的描述。二是，删除了有关中国疫情与供应链瓶颈的表述。整体而言，美联储仍然避免过度谈论经济活动放缓的压力，以确保准确传达紧缩的政策取向。
- **鲍威尔讲话：弱化前瞻指引，直面衰退担忧。**本次记者会大部分问题关注“衰退”而非“通胀”。鲍威尔传递的主要信息：一是，鲍威尔似乎不认为加息75BP是这次会议的“基准选项”，而是另一个“不寻常的”选择，这令市场感受偏鸽。二是，鲍威尔讲话弱化了前瞻指引，即尽量避免对未来的经济形势和加息路径作具体判断，强调9月决策将高度依赖未来两个月的经济数据。三是，艰难回应衰退担忧，认为当前美国经济尚未衰退，因就业市场紧俏，未来“软着陆”（遏制住通胀的同时，失业率不会大幅上升）仍是其所追求的。
- **“中性利率”下一步。**目前，美国政策利率已达“中性利率”水平。在通胀高企之下，美国政策利率将继续迈向“限制性水平”。但考虑到，加息对经济和通胀（预期）的效果开始显现，且在中性利率水平之上的加息对需求的限制或更为明显，后续美联储可能相机调整紧缩节奏，毕竟“软着陆”仍是其尽力追求的理想结局。具体地，1) 经济：目前强劲的就就业数据与走弱的GDP数据偏离，若未来就业市场显著放缓，美联储或需更加谨慎对待加息决策。2) 通胀：预计年内CPI通胀指标仍维持较高水平。即便大宗商品价格降温、消费需求受到加息抑制，预计美国住房租金仍将维持高增。3) 货币政策：预计9月可能加息50BP；关注本轮加息至3.5%以上的可能性。4) 市场：近期美国市场似在交易“软着陆”，继而股、债、汇均表现积极，但其持续性仍需观察。
- **风险提示：**大宗商品价格反弹，美国经济衰退，美联储紧缩力度超预期等。

美国时间 2022 年 7 月 27 日，美联储公布 7 月 FOMC 会议声明，美联储主席鲍威尔接受采访。声明公布后，市场反应较为平静；鲍威尔讲话后，市场感受偏鸽：美国三大股指涨幅扩大，纳斯达克指数涨幅由 2.5% 扩大至收盘时的 4.06%；10 年美债收益率由 2.8% 左右一度跌约 8BP，但很快反弹并收于 2.79%；美元指数由 107 上方跌至收盘时的 106.5，日内跌 0.7%；金价日内升 1% 左右，收于 1734 美元/盎司。

美联储 7 月议息会议后，美国政策利率达到 2.25-2.50% 区间，处于广泛认为的“中性利率”水平。在通胀高企之下，美国政策利率将继续迈向“限制性水平”。但考虑到，加息对经济和通胀（预期）的效果开始显现，且在中性利率水平之上的加息对需求的限制或更为明显，美联储可能相机调整紧缩节奏，毕竟“软着陆”仍是美联储尽力追求的理想结局。

1. 货币政策：再加息 75BP，达到“中性利率”

美联储 2022 年 7 月议息会议声明，宣布上调联邦基金利率 75bp 至 2.25-2.50% 目标区间。这一节奏符合美联储官员前期的引导，以及近两周 CME 利率期货市场的预期。同时，为配合新的联邦基金利率区间，美联储同时上调了其他多个政策利率：1) 将存款准备金利率由 1.65% 上调至 2.40%；2) 将隔夜回购利率由 1.75% 上调至 2.50%；3) 将隔夜逆回购利率由 1.55% 上调至 2.30%；4) 将一级信贷利率由 1.75% 上调至 2.50%。缩表方面，美联储将继续按照原有计划，在 7 月和 8 月被动缩减每月 300 亿美元国债和 175 亿美元机构债券和 MBS；从 9 月开始将每月被动缩减 600 亿美元国债和 350 亿美元机构债券和 MBS，符合 5 月公布的缩表指引。

图表1 美联储 2022 年 7 月和 6 月议息会议声明比较

2022 年 7 月美联储 FOMC 声明
<p>美联储已做出以下决定，以实施联邦公开市场委员会在 2022 年 7 月 27 日的声明中宣布的货币政策立场：</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ 美联储系统理事会一致投票决定将准备金余额支付的利率提高至 1.65% 2.4%，自 2022 年 7 月 28 日起生效。 ■ 作为其政策决定的一部分，联邦公开市场委员会投票授权和指示纽约联邦储备银行的公开市场服务台，除非另有指示，否则根据以下国内政策在系统公开市场账户中执行交易指示： <ul style="list-style-type: none"> ■ "自 2022 年 7 月 28 日起，联邦公开市场委员会指示： <ul style="list-style-type: none"> ● 必要时进行公开市场操作，以将联邦基金利率维持在 1-1/2 至 1-3/4% 2-1/4 至 2-1/2% 的目标范围内。 ● 进行隔夜回购协议操作，最低投标利率为 1.75% 2.5%，总操作限额为 5000 亿美元；主席可酌情暂时增加总操作限额。 ● 以 1.55% 2.3% 的发行利率和每天 1600 亿美元的每个交易对手限额进行隔夜逆回购协议操作；主席可酌情暂时提高每个交易对手的限额。 ● 在拍卖中展期美联储持有的在 7 月和 8 月 日历月到期的美国国债的本金支付金额，只针对每月超过 300 亿美元的部分。赎回不超过此上限的国库券，以及在息票本金支付低于每月上限的情况下赎回国库券。 ● 从 9 月的日历月开始，在拍卖中展期美联储持有的每个日历月到期的美国国债的本金支付金额，只针对每月超过 600 亿美元的部分。赎回不超过此上限的国库券，以及在息票本金支付低于每月上限的情况下赎回国库券。 ● 将美联储持有在 7 月和 8 月 收到的机构债务和机构 MBS 在 6 月日历月收到持有的本金支付金额再投资于机构抵押贷款支持证券，超过每月 175 亿美元的上限。 ● 从 9 月的日历月开始，将每个日历月收到的美联储持有的机构债务和机构 MBS 的本金支付金额再投资到机构 MBS，只针对每月超过 350 亿美元的部分。 ● 如果出于运营原因需要，允许适度偏离规定的再投资金额。 ● 必要时参与美元展期和息票掉期交易，以促进美联储机构 MBS 交易的结算。” ■ 在相关行动中，美联储系统理事会一致投票批准将初级信贷利率提高 3/4 个百分点至 2.5%，自 2022 年 7 月 28 日起生效。

资料来源: iFinD, 美联储, 平安证券研究所

2. 声明表述：强调经济活动显露疲态

美联储 7 月声明，相较 6 月改动不大，维持了美国通胀仍高、就业市场强劲、通胀风险仍偏上行的判断。主要有两处调整：一是，开篇新增了有关“支出和生产指标出现疲软”的描述，删去了有关经济活动在一季度后反弹的表述。这说明，二季度美国经济指标表现或不及美联储此前的预期。二是，删除了有关中国疫情与供应链瓶颈的表述。这或说明，美国通胀上行风险稍有缓和。整体而言，美联储仍然避免过度谈论经济活动放缓压力，以确保准确传达紧缩的政策取向。

图表2 美联储 2022 年 7 月和 6 月议息会议声明原文比较：强调美联储坚定捍卫 2%通胀目标

2022 年 7 月美联储 FOMC 声明（中文）	2022 年 7 月美联储 FOMC 声明（英文）
<ul style="list-style-type: none"> 整体经济活动在第一季度略有下降后似乎有所回升。最近的支出和生产指标已经出现疲软。尽管如此，近几个月就业增长强劲，失业率保持在较低水平。通货膨胀仍然很高，反映了与大流行、食品和能源价格上涨和以及更广泛的价格压力相关的供需失衡。 俄罗斯对乌克兰的入侵战争正在造成巨大的人类和经济困难。入侵战争和相关事件对通胀造成了正在给通胀带来额外的上行压力，并对给全球经济活动造成了带来压力。此外，中国与 COVID 相关的封锁可能会加剧供应链中断。委员会高度关注通胀风险。 该委员会的目标是在较长时期内以 2% 的增长率实现最大的就业率和通货膨胀率。为支持这些目标，委员会决定将联邦基金利率的目标范围提高至 2-1/4 至 2-1/2%，并预计目标范围的持续增加将是适当的。此外，委员会将继续减少其持有的国债和机构债务以及机构抵押贷款支持证券，如 5 月份发布的缩减美联储资产负债表规模的计划所述。委员会坚定地致力于将通货膨胀率恢复到 2% 的目标。 	<ul style="list-style-type: none"> Overall economic activity appears to have picked up after edging down in the first quarter. Recent indicators of spending and production have softened. Nonetheless, job gains have been robust in recent months, and the unemployment rate has remained low. Inflation remains elevated, reflecting supply and demand imbalances related to the pandemic, higher food and energy prices, and broader price pressures. The invasion of Ukraine by Russia. Russia's war against Ukraine is causing tremendous human and economic hardship. The invasion war and related events are creating additional upward pressure on inflation and are weighing on global economic activity. In addition, COVID-related lockdowns in China are likely to exacerbate supply chain disruptions. The Committee is highly attentive to inflation risks. The Committee seeks to achieve maximum employment and inflation at the rate of 2 percent over the longer run. In support of these goals, the Committee decided to raise the target range for the federal funds rate to 2-1/4 to 2-1/2 percent and anticipates that ongoing increases in the target range will be appropriate. In addition, the Committee will continue reducing its holdings of Treasury securities and agency debt and agency mortgage-backed securities, as described in the Plans for Reducing the Size of the Federal Reserve's Balance Sheet that were issued in May. The Committee is strongly committed to returning inflation to its 2 percent objective.

资料来源: iFinD, 美联储, 平安证券研究所

3. 鲍威尔讲话：弱化前瞻指引，直面衰退担忧

鲍威尔在声明发布半小时后发表讲话并接受采访。总的来说，本次记者会大部分问题关注“衰退”而非“通胀”。鲍威尔传递的主要信息：一是，鲍威尔似乎不认为加息 75BP 是这次会议的“基准选项”，而是另一个“不寻常的”选择，这令市场感受偏鸽；二是，鲍威尔讲话弱化了前瞻指引，即尽量避免对未来的经济形势和加息路径作具体判断，强调 9 月决策将高度依赖未来两个月的经济数据；三是，艰难回应衰退担忧，认为当前美国经济尚未衰退，因就业市场紧俏，未来“软着陆”（遏制通胀的同时，失业率不会大幅上升）仍是其所追求的。

具体来看：

- 1) **关于加息。**美国 6 月 CPI “爆表”后，市场加息预期一度升温，担忧美联储单次加息 100BP。记者会第一个问题便是，“为何加息 75BP 而不是 100BP”。鲍威尔回答道，考虑到未来还将继续加息，委员会认为加息 75BP 是合适的，这一决定获得了广泛支持。其补充道，6 月会议考虑了加息 75BP 这一不同寻常的选择，而看到近期通胀仍令人失望，所以再次选择了这一选项。这一回答似乎透露，美联储的基准选项是加息 50BP 而不是 75BP，加息 100BP 不是其积极考虑的选项，令市场的感受偏鸽。
- 2) **关于加息路径与前瞻指引。**一个整体感觉是，鲍威尔的讲话弱化了前瞻指引，即**尽量避免对未来的经济形势和加息路径作具体判断**。有记者问，如何看待近期大宗商品价格降温？鲍威尔强调，需要看到通胀指标的实际读数回落。有记者问，未来什么时候会考虑放缓加息节奏？鲍威尔称，委员会要到下次会议才会考虑这个问题。其强调，距离 9 月会议还有 2 次通胀和 2 次就业数据待公布，美联储决策将保持灵活、高度取决于数据。此外，其在另一个问题后谈到，“正常”情形下预测未来 6-12 个月的经济走势都是困难的，何况是在现在（不寻常的经济状况之下）。不过，鲍威尔提到了“温和限制性”（moderate restrictive）的利率水平是 3-3.5%，基本符合当前 CME 利率市场对于本轮加息终点的预期。
- 3) **关于“衰退”。**这次记者会有 5-6 个问题都提到了“衰退”（recession），可见当前市场对于衰退的担忧。鲍威尔的回答强调了几点：一是，否认当前美国已经陷入衰退（即使市场预期会于明日见到 GDP 连续两个季度环比负增长），逻辑在于其认为就业市场十分强劲，不符合一般衰退的定义；二是，展望后续，其预计会看到需求继续放缓，但这正是美联储希望看到的；三是，其仍然提到“软着陆”（遏制通胀的同时，失业率不会大幅上升）是美联储所期望的，只是这并不容易；四是，认为遏制通胀和保证就业不是“取舍”（trade-off）关系，因为中长期看物价稳定是就业稳定的前提。其认为，若就业市场降温，则通胀有望降温。此外，有记者问美联储是否有可能犯错（加息太多或太少）。鲍威尔表示，两方面的风险都客观存在，但目前更强调“做得太少”（加息太少）的风险。**我们思考：市场真的关心“衰退”吗？未必！恐怕更关心美联储会否因为担忧衰退而放缓加息。美联储真的不惧衰退吗？也未必！但当前鲍威尔只能尽量展现对美国经济的信心，以确保货币政策的紧缩取向不被轻易动摇。**
- 4) **关于金融条件与金融稳定。**有记者问，近期美国金融市场条件有所松动，美联储认为够不够紧？鲍威尔机智地将其归功于通胀预期的回落，并进一步标榜了美联储在预期引导上的成就。只是，他全然未提“衰退预期”的发酵。有记者问，美联储是否担心加息过程中的国内外金融稳定状况？鲍威尔称，金融市场表现有序，包括资产价值有序下降，银行与居民资产负债表健康，整体呈现乐观图景（decent picture）。
- 5) **关于缩表。**鲍威尔称，目前美联储的缩表操作在良好地运作，会按计划于 9 月开始全速缩表，其模型预计 2-2.5 年美联储资产负债表可以回归“正常”。

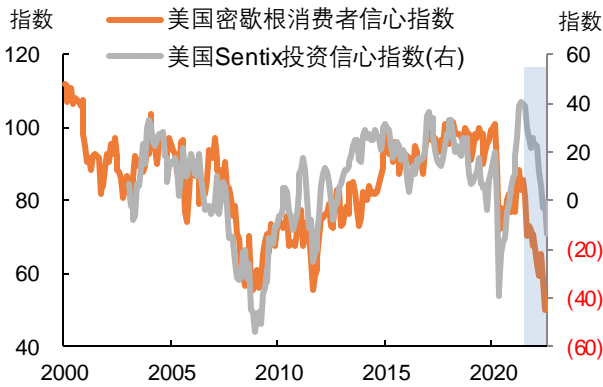
4. “中性利率”下一步

美联储 7 月议息会议后，美国政策利率达到 2.25-2.50% 区间，处于广泛认为的“中性利率”水平。在通胀高企之下，美国政策利率将继续迈向“限制性水平”。但考虑到，加息对经济和通胀（预期）的效果开始显现，且在中性利率水平之上的加息对需求的限制或更为明显，美联储可能相机调整紧缩节奏，毕竟“软着陆”仍是美联储尽力追求的理想结局。

具体地，下文讨论“中性利率”之后美国经济、通胀、货币政策和金融市场可能驶向的方向。

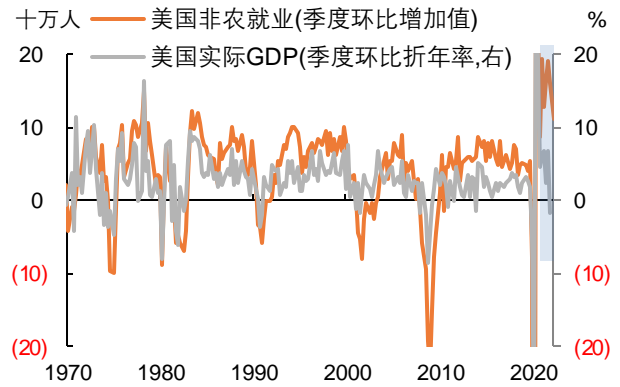
经济增长与就业方面，重点关注就业市场与经济增长（GDP）指标的背离如何收敛。展望下半年，美国居民和企业的消费和投资活动，很可能延续放缓趋势。近期美国消费、投资信心指标仍在下滑并处于历史较低水平，预示着后续实际支出和投资指标可能进一步下行。但目前，美国就业市场仍然紧俏，失业率仍处于 3.6% 的历史低位，且 6 月非农数据仍超预期，二季度美国非农就业新增 112.4 万人，仍明显高于 2020 年以前的历史水平。这使美国二季度实际 GDP 增速可能延续负增长，与历史上美国 GDP 环比增速和非农就业环比增加值的密切相关性发生背离。当下，紧俏的就业成为“衰退”的挡箭牌，也支撑着美联储“心无旁骛”的紧缩行动。但我们认为，这样的偏离或难持续，一个可能的情形是，未来几个月就业市场放缓的迹象更明显，届时美联储或需更加谨慎对待加息决策。

图表3 美国消费和投资信心指数走低



资料来源: Wind,平安证券研究所

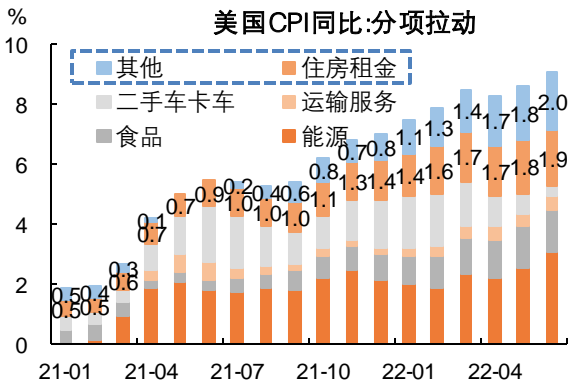
图表4 美国就业状况与经济增长节奏发生背离



资料来源: Wind,平安证券研究所

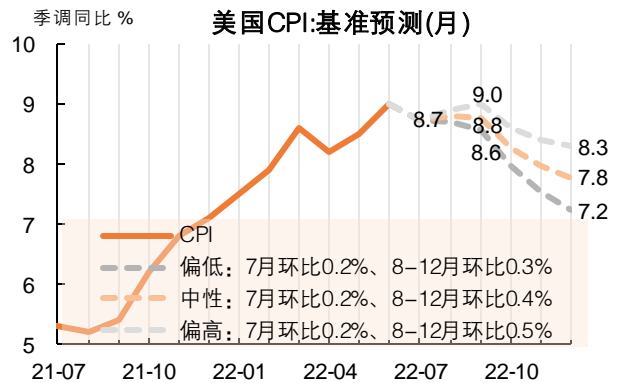
通胀方面, 预计年内美国通胀指标仍维持较高水平 (高于美联储 6 月预测)。本次鲍威尔讲话时, 进一步明确了美联储遏制通胀的逻辑, 即通过需求的放缓, 以期需求和供给更加平衡, 实现价格稳定目标。然而, 我们测算, 今年以来“需求因素” (除食品、能源、二手车卡车、交通运输的其他商品和服务) 引致的通胀压力只增不减。继而, 上半年美联储紧缩对通胀的遏制效果有限。展望下半年, 即便近期大宗商品价格降温, 且部分消费需求受到加息抑制, 预计美国住房租金价格仍将维持高速增长, 因前期美国房价在供给不足的背景下已加速上涨。我们的基准预测显示, 美国 CPI 同比增速于今年 3 季度仍将处于 8.8% 左右, 年末回落至 7.8% 左右 (对于 PCE 同比在 6% 左右、高于美联储 6 月预测的 5.2%)。

图表5 “需求因素”仍在加速拉动美国 CPI 通胀率



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表6 预计下半年美国 CPI 通胀率仍维持较高水平



资料来源: Wind,平安证券研究所

货币政策方面, 我们讨论如下三个问题:

第一, 加息多少合适? 3.5%够不够? 不少观点认为, 合理的美国实际利率在 1.5% 左右 (2007-2019 年美国非农企业生产年均增长 1.4%), 再加上 2% 左右的目标通胀水平, 政策利率应达到 3.5% 左右。但争议在于, 当前美国短、中和长期通胀预期或已超过 2% (7 月克利夫兰联储模型显示 1 年、5 年和 30 年通胀预期分别为 3.3%、2.3% 和 2.4%)。这或意味着美联储或需加息至更高的水平, 才能真正限制居民和企业基于通胀预期选择的支出和投资行为, 达到遏制需求的目的。

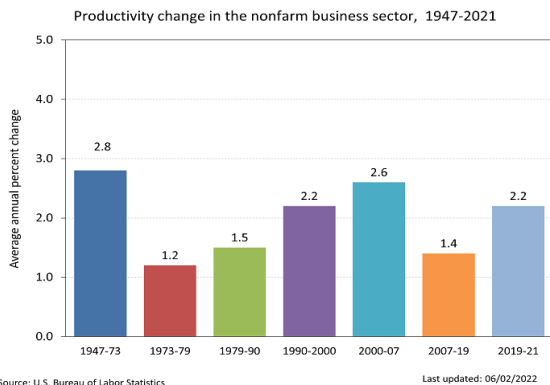
第二, 9 月会否放缓加息? 我们认为, 美联储有可能于 9 月放缓加息节奏至单次 50BP。主因“中性利率”之后加息对总需求的抑制效果可能更加明显。此外, 考虑到 9 月以后美联储将按计划加速缩表, 美联储在利率决议上亦需更加谨慎。

第三, 如何看待美联储弱化“前瞻指引”? 由于今年以来美国经济变化屡超预期, 美联储“前瞻指引”的弊端显现: 一方面

请通过合法途径获取本公司研究报告, 如经由未经许可的渠道获得研究报告, 请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

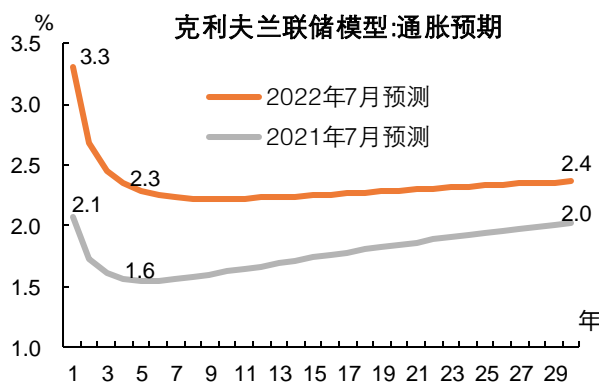
是屡屡“打脸”后损伤美联储信誉，另一方面是货币政策的灵活性受到束缚。但放弃前瞻指引也有风险，市场加息预期、乃至资产价格波动或加剧。毕竟，当前属于一个极具争议的宏观环境：美国就业数据尚强，但经济指标已弱，通胀走势也不确定——如果连美联储都不敢作出前瞻性判断，那么市场将更加缺乏参考系。而不确定性是有成本的，在不确定性加剧时，市场可能会表现得较为谨慎，在资产定价过程中表现为风险溢价上升、风险偏好下降。

图表7 2007-19年 美国非农企业生产力年均增长 1.4%



资料来源：BLS, 平安证券研究所

图表8 美国短、中、长期通胀预期或均已高于 2%



市场方面，近期美国市场似在交易“软着陆”，继而股、债、汇均表现积极，但风险犹存。7月以来，美国金融市场紧张情绪有所缓和，背景是“软着陆+放缓加息”的预期有所抬头，即认为美国经济走弱、通胀也将迎来缓和，继而美联储会选择适时放缓紧缩步伐。这是众望所归较为理想的情况，其延续性仍需观察。后续关注两种偏离：一是，**美国经济和通胀的韧性超预期**，从而美联储加息力度超预期（如加息至4%以上），或者加快缩表，继而美债利率有可能反弹（当前2.8%左右的10年美债利率水平与本轮政策利率终点可能差距过大）。二是，**经济走弱但通胀压力超预期**（例如出现新的供给冲击造成大宗商品价格反弹），美联储或坚持紧缩、不惜“制造”衰退以遏制通胀，美国经济“硬着陆”（深度衰退）风险上升。在此背景下，不排除美股出现新一轮深度调整（10%以上）的可能。

风险提示：地缘政治局势超预期，大宗商品价格超预期反弹，美国经济超预期下行，美联储紧缩力度超预期，美国金融市场波动超预期等。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2022 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 16 层
邮编：100033