

## “衰退交易”无碍美联储继续推进收紧进程，年内仍可能强加息 1-2 次

### ——美联储 7 月货币政策会议点评与展望

研究发展部

**事件：**北京时间 7 月 28 日（周四）凌晨，美国联邦公开市场委员会（FOMC）宣布上调联邦基金利率目标区间上调 75bp 至 2.25%-2.5%，继 6 月会议以来，这是美联储今年以来第四次加息，也是连续第二次加息 75 个基点，符合市场普遍预期。货币政策声明表示，通胀率居高不下，反映出与新冠疫情相关的供需失衡、能源价格上涨和更广泛的价格压力；俄乌冲突及其相关事件对通胀造成额外上行压力。委员会“高度关注通胀风险”，并将继续大幅缩减资产负债表规模。美联储主席鲍威尔在会后召开的新闻发布会上说，接下来几个月内，美联储将寻找“令人信服的”通胀下降的证据，并持续上调利率水平，在 9 月的会议上再一次进行“超乎寻常的大幅加息”可能是合适的。关于美国经济是否陷入衰退这一问题，鲍威尔认为，美国经济虽然增速放缓，但就业市场依然强劲，他不认为美国已进入经济衰退。但他也坦承，美联储避免引发衰退、实现“软着陆”的路径已经变窄，且有可能变得更窄。

对此，东方金诚解读如下：

6 月美国 CPI 继续创纪录高位普涨、尤其是“心腹之患”住房通胀依然高企，仍需政策维持激进紧缩，是 7 月会议仍连续加息 75 个基点的主要原因。当前，“无条件”寻求物价稳定、控制通胀仍是美联储首要政策目标。但 6 月会议激进加息 75 个基点后，美国通胀数据仍继续创纪录增长——6 月 CPI 同比增长创纪录“破 9”，且呈现普涨态势：不仅食品、能源、核心商品、核心服务四大分项全面上涨，而且触发美联储对高通胀持久性担忧、并导致其在 6 月会议上超预期加息的“心腹之患”——占 CPI 权重超过三成的住房分项，6 月环比增速仍高位持平在 0.8%。这意味着前美国通胀的内生动能仍然较强，当前总需求的放缓速度尚不足以在短期内显著压低通胀，加之 6 月非农数据显示劳动力市场仍然紧张，需要货币政策维持较为激进的紧缩节奏以控制通胀。

从会后市场反应来看，由于鲍威尔在本次会议上首次提出“放缓加息步伐”这一表述，市场普遍将其解读为美联储传递了边际转鸽的政策信号。但我们认为，这一判断为时过早，至少今年年内、明年年初的一段时间内，美联储仍将继续推进加息进程；预计年内仍将有 1-2 次“强加息”，但单次加

息 75 个基点的可能性不大，9 月大概率加息 50 个基点，年内至少将利率提高至 3.5%，明年年初就开启降息的可能性很低。

当前，美国通胀仍在高位运行，经济增长已出现放缓迹象，这一迹象可能会在一定程度上对美联储对于后续激进的政策立场产生影响。但从本次会议声明及会后鲍威尔发言来看，美联储控制通胀的目标仍然十分坚决，并强调当前经济及就业仍具有较强韧性，并不认为美国经济已陷入衰退。这意味着，短期内，在通胀仍未完全平抑的情况下，近期市场基于经济潜在衰退风险而进行普遍的“衰退交易”尚不足以“逼退”美联储紧缩步伐——鲍威尔在会后明确表示“为抗击通胀，可能会使经济在一段时间内低于潜在增速，且导致劳动力市场条件放缓，但长期来看可能是必要的。”这意味着美联储将倾向于以牺牲经济增长，甚至轻度衰退换取通胀下行。

考虑到当前美联储前瞻性指引已大幅减弱，呈现出较强的“数据驱动”特征，后续美联储将采取多快的加息节奏达到其政策目标，仍取决于两大因素——通胀和经济增长（以及由经济增长所决定的劳动力市场状况）。从我们的判断来看，通胀方面，7 月国际油价美国汽油价格以及其他大宗商品价格已较 6 月高点出现明显回落，加上下半年起价格基数抬升，将有助于缓解总体通胀数据的上行压力，但以住房租金为代表的核心服务通胀或仍具粘性，利率大幅抬升对于房价的传导作用仍需一段时间才能体现，三季度美国通胀可能仍处于磨顶过程，今年年内总体通胀同比下行的趋势虽较为确定，但也难有明显回落。我们预计，基准情形下，今年年末美国 CPI 可能回到 6%-6.5% 左右，这加大了美联储短期内不能放松紧缩步伐的压力。

经济增长方面，我们认为，短期内美国经济与实质性衰退之间仍有距离。当前消费、PMI、房地产等部分高频经济指标走弱，表明在金融条件大幅收紧背景下，美国经济已经出现放缓迹象，未来下行趋势较为明确。亚特兰大联储最新发布的 GDP Now 预测结果显示，二季度美国 GDP 将衰退 1.6%，美国可能进入连续两个月环比负增长的“技术性衰退”。但考虑到当前劳动力市场仍然强劲反映总需求仍然旺盛，超额储蓄叠加消费信贷增长仍将在短期内对实际消费支出形成支撑，最新耐用品订单数据强于预期显示美国商业投资仍有韧性，我们判断，即便出现所谓“技术性衰退”，也并不意味着美国经济进入实质性衰退——国际货币基金组织（IMF）最新发布的 7 月《全球经济展望》中，虽大幅下调美国经济增速，但今明两年的经济增速仍分别有 2.3% 和 1.0%，这也意味着美国在短期内陷入衰退的可能性并不高。

由此，我们判断，至少今年年内美联储加息进程仍将继续推进，预计年内还将有 1-2 次 50 个基点的“强加息”，大概率出现在 9 月，年末利率将至少提高至 3.5%；明年年初仍可能继续加息，年初即降息的可能性较低。不过，就单次加息力度而言，本次会议 75 个基点的加息幅度可能已达到了

“鹰派峰值”，后续再度出现单次加息 75 个基点的可能性不大。75 个基点已属于历史上不寻常的激进加息幅度，这意味着金融条件的收紧程度已经足够大，继续大幅加快紧缩步伐（如 9 月再次激进加息 75 个基点）可能造成不必要的风险，正如亚特兰大联储主席博斯蒂克警告称，“过于猛烈的加息力度将产生负面溢出效应”；同时，美国中长期通胀预期正在降温，也令加息 75 个基点的紧迫性不强——最新数据显示，7 月密歇根大学 5 年-10 年通胀预期中值已降至 2.8% 这一去年 7 月以来最低水平，纽约联储 3 年期消费者通胀预期、以及 5 年期、10 年期盈亏平衡通胀率都出现了显著下降。基准情形下，若 7 月和 8 月的通胀数据出现下行趋势，9 月将大概率加息 50 个基点，年内将加息至 3.5% 左右的水平，这一水平也符合鲍威尔会后提到的“6 月的经济预测就是最好的指引”这一判断——根据 6 月会议后公布的点阵图预测，年底政策利率将升至 3.4% 左右的中性利率水平。2023 年年初仍然存在继续加息的可能，我们对于市场普遍预期的“明年年初就开启降息周期”这一观点持谨慎态度，美联储很难在加息后迅速转向降息。但鉴于当前多变的经济基本面环境，2023 年下半年前后，随着金融环境收紧对经济及就业的压力将有明显体现，美联储货币政策将根据通胀及经济形势作出更加灵活的调整，不排除明年下半年出现暂缓加息，甚至降息的可能性。

#### 权利及免责声明：

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、研究观点等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以任何方式传播。未获书面授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方或/及发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

本研究报告的结论，是在最初发表本报告日期当日按照东方金诚的研究流程及标准做出的独立判断，遵循了客观、公正的原则，未受第三方组织或个人的干预和影响。东方金诚可能不时补充、修订或更新有关信息，也可能发出其他与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但没有义务和责任更新本报告并通知报告使用者。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本声明为本研究报告不可分割的内容，任何使用者使用或引用本报告，应转载本声明。并且，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。