

加息周期的“分水岭”？

■ 美联储做了什么？如期加息 75bp，推进缩表计划、9月继续提速

7月议息声明中，美联储如期加息 75bp，继续推进缩表计划、9月继续提速。7月28日凌晨，美联储公布最新议息声明，12名委员（首次满员）全票同意将政策利率目标区间上调 50bp 至 2.25-2.5%，重申“持续加息是适当的”。此外，美联储继续推进缩表计划，当前缩减目标定为每月 475 亿美元（300 亿美元的美债及 175 亿美元 MBS），预计将于 9 月后翻倍、达到每月 950 亿美元的上限。

经济评估方面，美联储指出近期支出和生产指标已经走弱，重申就业仍然强劲、通胀高企。与 6 月声明相比，美联储删除了“整体经济活动在一季度小幅下降后似乎已有所回升”，改为“近期支出和生产指标已经走弱”，重申“就业增长强劲，失业率维持低位”。同时，美联储删除了“与疫情相关的封控可能会加剧供应链断裂”，重申“俄乌冲突正对通胀造成额外的上行压力，拖累全球经济”。

■ 鲍威尔说了什么？否认衰退，弱化前瞻指引，首提“可能放缓加息节奏”

新闻发布会上，美联储主席鲍威尔重申抗通胀为首要任务，否认经济出现衰退，但表示低增长是降低通胀的必要条件。对于通胀，鲍威尔表示通胀仍远高于目标，美联储的任务是应对总体通胀、更倾向于关注核心通胀。对于经济，鲍威尔不认为美国经济陷入衰退，需要谨慎对待二季度 GDP 初值数据。鲍威尔预计，美国经济增长将有一段时间低于趋势水平，不过这可能是降低通胀的必要条件。

鲍威尔称不会给出明确加息指引、具体幅度取决于数据，首提“未来可能放缓加息节奏”。对于市场最关心的加息路径问题，鲍威尔表示不会再像过去一样对 9 月会议给出明确的加息指引，具体的加息幅度取决于数据表现。对于加息终点，鲍威尔称美联储需要将政策调整到适度的紧缩水平，即 3-3.5% 区间，同时，鲍威尔首次提及“可能在某个时间点放缓加息节奏，但尚未决定何时开始放缓”。

■ 美联储加息展望？加息速度见顶与否需数据验证，终点利率也存不确定性

鲍威尔回归偏模糊的鸽派立场，使得市场对未来的加息预期有所降温，美股、黄金大涨，10Y 美债利率走势震荡。由于市场已经对加息 75bp 进行了充分定价，本次会议结果的影响相对有限。不过，在鲍威尔弱化了对加息的前瞻指引后，市场对 9 月加息 75bp 的预期大幅降温；同时，“可能放缓加息节奏”也被解读为鸽派信号。因此，鲍威尔讲话之后，美股、黄金大涨，10Y 美债利率走势震荡。

目前来看，美联储加息速度见顶与否仍需数据验证，终点利率水平也存在不确定性。鉴于宏观环境的不确定性抬升，美联储弱化前瞻指引、重视实际数据。因此，美联储加息速度的见顶与否，仍需“通胀见顶”的数据验证。中长期来看，即使通胀读数阶段性见顶，未来能否回归 2% 的目标也面临不确定性；考虑到美联储对增长放缓的容忍度有所提升，未来终点利率水平其实也存在不确定性。

风险提示：美国核心通胀居高不下；美国就业修复不及预期。

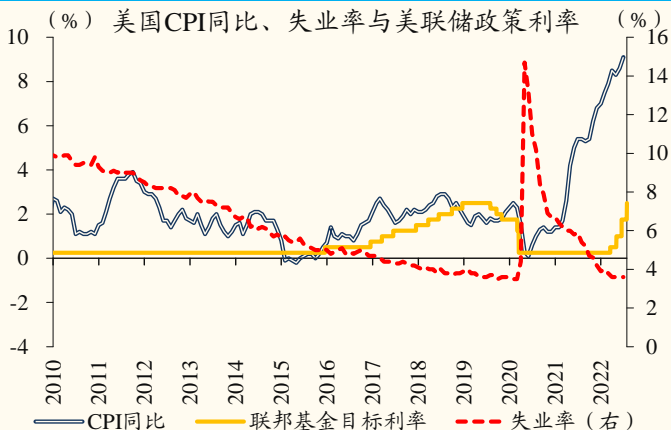
赵伟 分析师 SAC 执业编号：S1130521120002
zhaow@gjzq.com.cn

曹金丘 联系人
caojinqiu@gjzq.com.cn

1、美联储做了什么？如期加息 75bp，推进缩表计划、9月继续提速

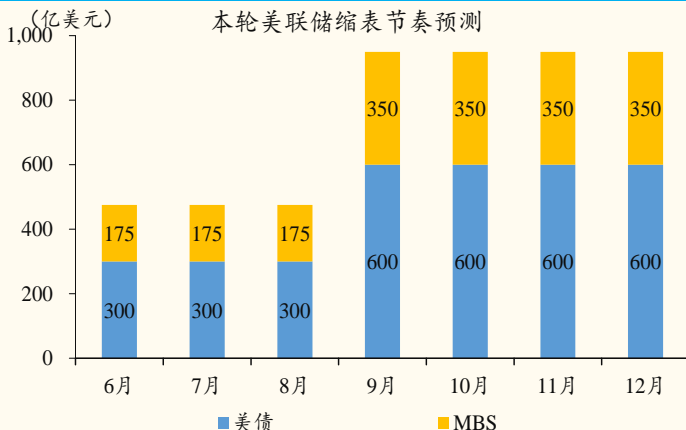
7月议息声明中，美联储如期加息 75bp，继续推进缩表计划、9月继续提速。7月28日凌晨，美联储公布最新议息声明，12名委员（首次满员）全票同意将政策利率目标区间上调 50bp 至 2.25-2.5%，重申“持续加息是适当的”。此外，美联储继续推进缩表计划，当前缩减目标定为每月 475 亿美元（300 亿美元的美债及 175 亿美元 MBS），预计将于 9 月后翻倍、达到每月 950 亿美元的上限。

图表 1：美联储如期加息 75bp



来源：Fed、国金证券研究所

图表 2：美联储推进缩表计划、9月继续提速



来源：Fed、国金证券研究所

经济评估方面，美联储指出近期支出和生产指标已经走弱，重申就业仍然强劲、通胀高企。与 6 月声明相比，美联储删除了“整体经济活动在一季度小幅下降后似乎已有所回升”，改为“近期支出和生产指标已经走弱”，重申“就业增长强劲，失业率维持低位”。同时，美联储删除了“与疫情相关的封控可能会加剧供应链断裂”，重申“俄乌冲突正对通胀造成额外的上行压力，拖累全球经济”。

图表 3：美联储会议声明对比

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	2022/7/27	
FOMC会议决策	不降息	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	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%-0.25%	0.25%-0.5%	0.75%-1%	1.5%-1.75%	2.25%-2.5%
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	全票通过	8:1通过	全票通过	8:1通过	全票通过
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	已现疲软	
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	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	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	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	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	俄乌冲突正在对通胀造成额外上行压力，并拖累全球经济	
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	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、开始缩表	继续加息、继续缩表

来源：Fed、国金证券研究所

2、鲍威尔说了什么？否认衰退，弱化前瞻指引，首提“可能放缓加息节奏”

新闻发布会上，美联储主席鲍威尔重申抗通胀为首要任务，否认经济出现衰退，但表示低增长是降低通胀的必要条件。对于通胀，鲍威尔表示通胀仍远高于目标，美联储的任务是应对总体通胀、更倾向于关注核心通胀。对于经济，

鲍威尔不认为美国经济陷入衰退，需要谨慎对待二季度 GDP 初值数据。鲍威尔预计，美国经济增长将有一段时间低于趋势水平，不过这可能是降低通胀的必要条件。

图表 4：美联储主席鲍威尔的发言对比

2021年7月以来鲍威尔讲话									
FOMC会议时间	2021/7/28	2021/9/22	2021/11/3	2021/12/15	2022/1/26	2022/3/16	2022/5/4	2022/6/15	2022/7/27
美国实体经济情况	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	已现疲软
劳动力市场	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	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	维持低位
通胀现状	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	通胀居高不下
疫情	新一波变异病毒可能使劳动力市场承压，但预计不会造成严重冲击	部分受疫情影响大的行业复苏有所放缓	疫苗接种取得进展，疫情趋缓	新型变异病毒使得经济前景的风险依旧存在	新型变异病毒使得经济前景的风险依旧存在	未提及	中国疫情爆发将对全球供应链造成扰动，抬升通胀风险	未提及	未提及
俄乌冲突						俄乌冲突将在短期抬升通胀，对经济活动造成扰动	俄乌冲突将在短期抬升通胀，对经济活动造成扰动	俄乌冲突导致大宗商品价格上涨，越来越多国家出现高通胀	俄乌冲突推高了汽油和食品价格，给通胀带来额外上行压力
加息节奏			现在还不是加息的时候，Taper的时机对加息没有直接信号意义	Taper和加息之间会比上个周期更短，可能在实现充分就业前加息	美国经济状况已符合政策目标，将很快上调联邦基金利率	将根据经济情况，进一步加快加息节奏	将在未来的数次会议中加息50BP	加息75bp的幅度不会常态化，下次会议加息50bp或75bp均有可能	下次非同寻常的大幅加息将取决于数据，某个时间点放缓加息节奏可能是适宜的
缩表细节					缩表幅度将会“很大”，加息之后将会很快开始缩表	将会以一种“很熟悉”的方式进行缩表，但节奏将会快很多	6月1日开始缩表，并在三个月内提高缩表上限至每月950亿美元	没有理由认为QT会导致流动性不足	缩表计划大体上处于正轨之上，可能需要2-2.5年

来源：Wind、国金证券研究所

鲍威尔称不会给出明确加息指引、具体幅度取决于数据，首提“未来可能放缓加息节奏”。对于市场最关心的加息路径问题，鲍威尔表示不会再像过去一样对9月会议给出明确的加息指引，具体的加息幅度取决于数据表现。对于加息终点，鲍威尔称美联储需要将政策调整到适度的紧缩水平，即3-3.5%区间，同时，鲍威尔首次提及“可能在某个时间点放缓加息节奏，但尚未决定何时开始放缓”。

图表 5：美联储7月新闻发布会的主要问答

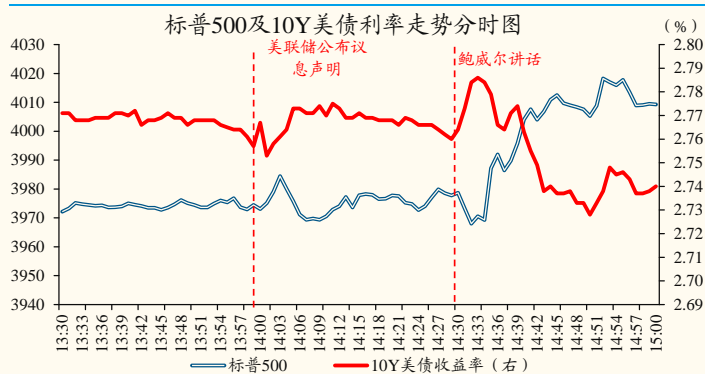
发布会主要问题	
提问	回答
如何看待基本通胀和核心通胀的下降趋势？终端利率水平是否有所改变？	美联储的任务是应对 总体通胀 ，但美联储更倾向于关注 核心通胀 。会在每次会议上实时决定利率水平， 不会提供中性利率那般明确的前瞻性指引 。
如何看待期货市场预计美联储会在今年继续加息，明年开始降息？	预计今年年底收紧至温和限制性水平 3%-3.5% ，明年会继续收紧。
美国经济出现衰退了吗？	不认为美国经济目前处于衰退 ，就业市场表现强劲，薪资增速快。需 谨慎对待GDP初值数据 。
经济衰退能避免吗？	经济和就业市场放缓是使通胀回落的必要前提 ，经济增速会在一段时间内低于潜在增速。
做得太少的风险仍然大于做得太多吗？是否担心加息太多？	不认为必须要经历经济衰退， 软着陆可能性降低 ，很多因素不受美联储控制。
为什么加息75基点，而不是50或者25？100基点可能吗？哪些因素会导致加息放缓？	加息幅度取决于数据 。 不对9月份决定提供具体指引 。何时放慢加息仍未决定。
缩表进展如何？	基本按计划进行，缩表可能需要 2-2.5年 。

来源：Fed、国金证券研究所

3、美联储加息展望？加息速度见顶与否需数据验证，终点利率也存不确定性

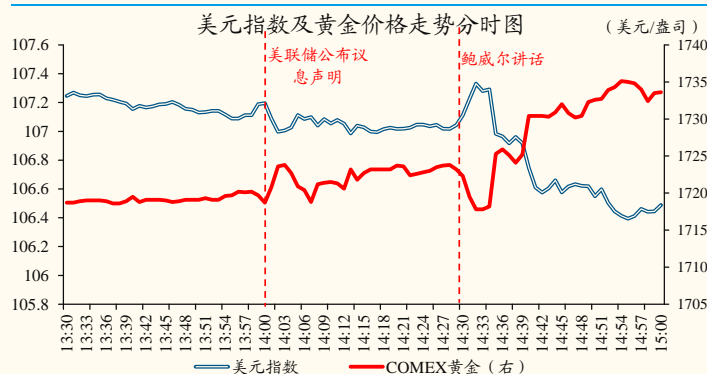
鲍威尔回归偏模糊的鸽派立场，使得市场对未来的加息预期有所降温，美股、黄金大涨，10Y美债利率走势震荡。由于市场已经对加息75bp进行了充分定价，本次会议结果的影响相对有限。不过，在鲍威尔弱化了加息的前瞻指引后，市场对9月加息75bp的预期大幅降温；同时，“可能放缓加息节奏”也被解读为鸽派信号。因此，鲍威尔讲话之后，美股、黄金大涨，10Y美债利率走势震荡。

图表 6: 美股及 10Y 美债利率走势



来源: Wind、国金证券研究所

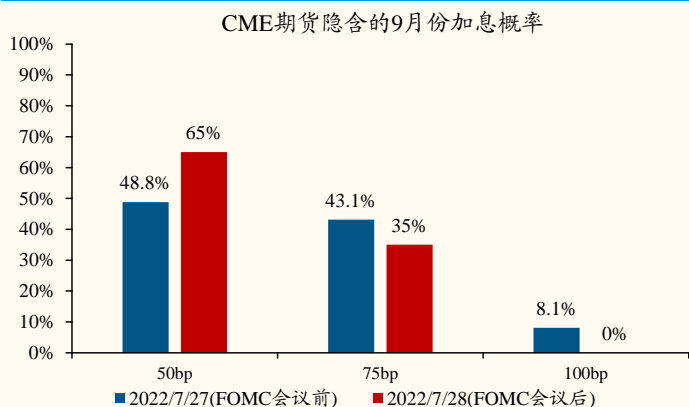
图表 7: 美元指数及黄金价格走势



来源: Wind、国金证券研究所

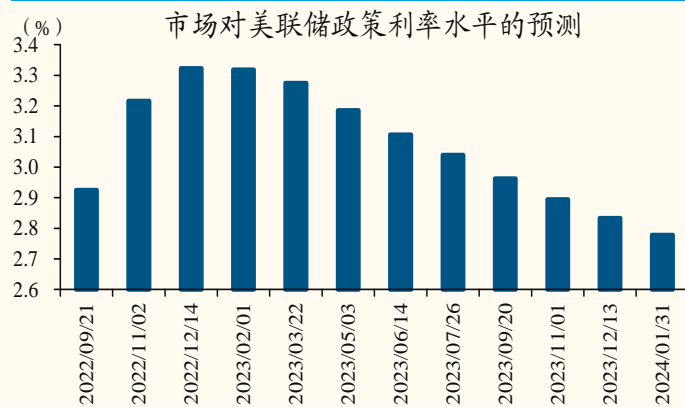
目前来看, 美联储加息速度见顶与否仍需数据验证, 终点利率水平也存在不确定性。鉴于宏观环境的不确定性抬升, 美联储弱化前瞻指引、重视实际数据。因此, 美联储加息速度的见顶与否, 仍需“通胀见顶”的数据验证。中长期来看, 即使通胀读数阶段性见顶, 未来能否回归 2% 的目标也面临不确定性; 考虑到美联储对增长放缓的容忍度有所提升, 未来终点利率水平其实也存在不确定性。

图表 8: 市场预计美联储 9 月加息 75bp 概率下降



来源: Bloomberg、国金证券研究所

图表 9: 市场预计美联储 2023 年开始降息



来源: Bloomberg、国金证券研究所

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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、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，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。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；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。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。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

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