

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号: S1500521040002
联系电话: 010-83326858
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

张云杰 宏观研究助理
联系电话: +86 13682411569
邮箱: zhangyunjie@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

美联储何时开始放慢加息步伐?

2022年7月28日

- **7月FOMC如期加息75基点。**美国6月通胀数据公布后,市场加息预期一度大幅升至100bp,随后美联储引导通胀预期安抚市场,月初公布的密歇根长期消费者通胀预期显著下降,市场加息预期随即降温。本月会议前,加息75bp概率基本保持在75%上下,美联储再次踏中市场预期。会议其他内容上,美联储同步上调多项基准利率,重申9月将加快缩表。
- **鲍威尔首次表态“可能放慢加息步伐”,全年加息预期有所降温。**会后发布会上,鲍威尔在明确可能再度大幅加息的前提下“下次会议再次大幅加息或许是合适的,但这仍将取决于期间的一系列数据”,首次表态“在权衡紧缩政策对经济和通胀的影响时,放慢加息步伐可能是合适的”。随后市场将其解读为鸽派信号,全年加息预期降至3.25-3.50%,美股三大指数大幅收涨,两年期美债收益率大幅下行,美元指数出现下跌。
- **一直到三季度底,美国的高通胀都很难消退。**鲍威尔在会上坚定承诺将通胀降至2%的目标,重申抗击通胀的决心。但我们研判认为,三季度通胀读数难以明显回落。第一,美国通胀环比回落势能有限,首先是供应链短缺迟迟未解决,突出表现是运输阻滞。其次是国际原油供给瓶颈下,下半年油价仍存同比上涨压力。然后是职位空缺率居于历史高位,工资增长较快。最后是需求韧性强于预期。第二,去年三季度美国CPI环比基数明显较低,对通胀回落形成阻碍。
- **美联储何时开始放慢加息步伐?**如鲍威尔所言,未来的加息决策取决于美国经济和通胀的博弈。最理想情形是“经济韧性+通胀回落”,最悲观情形则是“经济衰退+通胀恶化”,美联储不得不两权相害取其轻。当前美国经济正在出现放缓迹象,包括房地产市场景气度回落、企业投资下降等,此外10Y-3M美债利差逼近倒挂,衰退信号灯再次亮起。基于美债利差倒挂的经验规律,美国经济仍有很大机会在年内保持坚挺,考虑到三季度通胀难消退,拐点更有可能出现在四季度,我们认为美联储年内停止加息的概率不大,9月会议有可能再加50bp,全年目标利率区间为3.25-3.50%。
- **风险因素:**疫情再度恶化,美联储超预期收紧,国内政策推进不及预期等。

目录

一、7月 FOMC 如期加息 75 基点.....	3
二、一直到三季度底，美国的高通胀都很难消退.....	4
三、美联储何时开始放慢加息步伐？.....	7
风险因素.....	8

图目录

图 1：议息会议前一天，市场押注将加息 75bp（截至 7 月 27 日）.....	3
图 2：7 月密歇根长期消费者通胀预期显著下降.....	4
图 3：6 月议息会议以来市场全年加息预期稳定在 3.50-3.75%.....	4
图 4：美国零售商与制造商库销比仍存较大缺口.....	5
图 5：EIA 7 月最新预测小幅调低下半年国际油价预测值.....	5
图 6：6 月美国非农新增就业表现强劲，失业率连续 4 个月持平 3.6%.....	6
图 7：美国职位空缺率与非农时薪增速仍然较高.....	6
图 8：6 月美国零售销售数据超预期.....	7
图 9：6 月美国 CPI 环比大幅上涨.....	7
图 10：美国房地产景气度回落.....	8
图 11：10Y-3M 美债利差逼近倒挂.....	8

事件：

北京时间 7 月 28 日凌晨 2:00，美联储公布 7 月利率决议。凌晨 2:30，美联储主席鲍威尔召开新闻发布会。

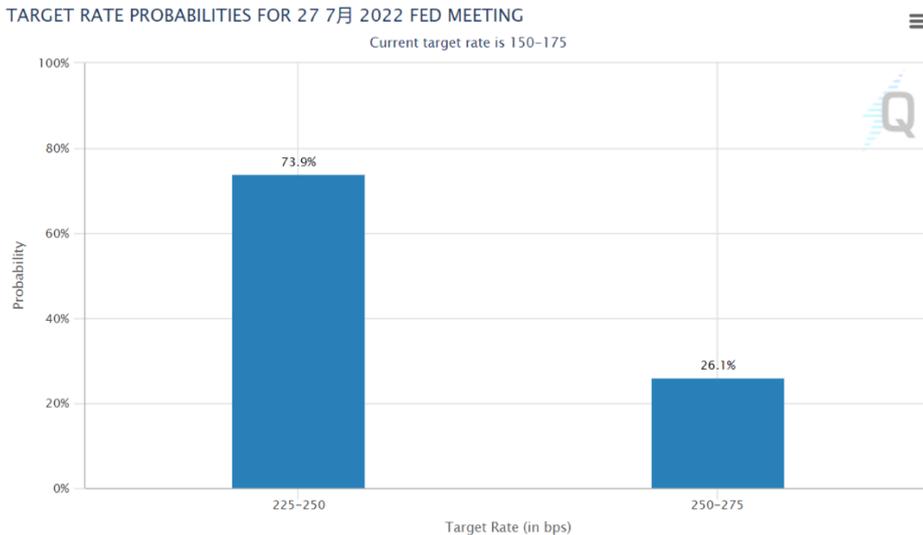
一、7 月 FOMC 如期加息 75 基点

6 月议息会议以来，市场对于 7 月议息会议的加息预期基本稳定在 75bp。本月初美国 6 月通胀数据公布，CPI 同比上涨 9.1%再创新高，7 月加息预期一度升至 100bp。随后美联储引导通胀预期安抚市场，7 月 16 日公布的密歇根长期消费者通胀预期显著下降，市场加息预期随即降温，重回 75bp。本月会议前一天，联邦基金利率期货显示的加息 75bp 概率接近 75%，与美联储实际操作相符。

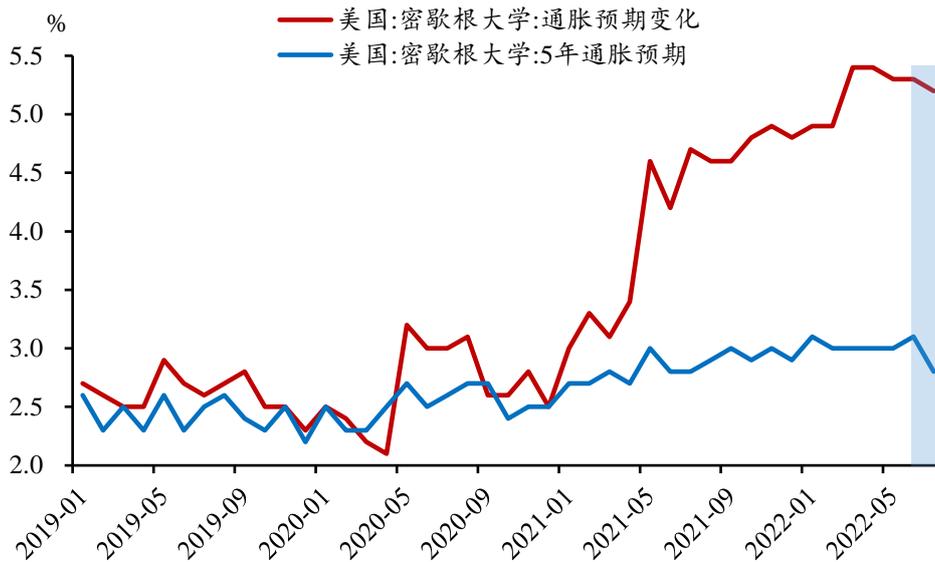
鲍威尔鸽派表态下，全年加息预期有所降温。6 月议息会议后，市场对 2022 年联邦基金目标利率的预期稳定在 3.50-3.75%之间。本月会议后的新闻发布会上，鲍威尔先是明确再度大幅加息的可能性，表示“下次会议（针对当前的高通胀）再进行一次大幅加息或许是合适的（another unusually large increase could be appropriate），但这仍将取决于期间的一系列数据（decision will depend on the data we get between now and then）”。然后首次表态“在权衡紧缩政策对经济和通胀的影响时，放慢加息步伐可能是合适的（Tightening monetary policy will likely become appropriate to slow the pace of increases while we assess how our cumulative policy adjustments are affecting the economy and inflation）”。随后市场将其解读为鸽派信号，全年加息预期降至 3.25-3.50%，美股三大指数大幅收涨，道指涨 1.37%、标普 500 指数涨 2.61%、纳指涨 2.61%，两年期美债收益率大幅下行，美元指数出现下跌。

其他内容上，美联储同步上调各项基准利率，重申缩表计划。会议声明中，美联储宣布将存款准备金利率调高至 2.4%；隔夜回购利率调高至 2.5%，总操作限额维持 5000 亿元不变；隔夜逆回购利率调高至 2.3%，操作限额维持 1600 亿美元（单个交易对手/日）不变；一级信贷利率上调至 2.5%。关于未来缩表计划，美联储重申 9 月起将加快缩表步伐，按照之前披露的计划表，国债和 MBS 缩减规模将分别翻倍至 600 亿、350 亿美元。

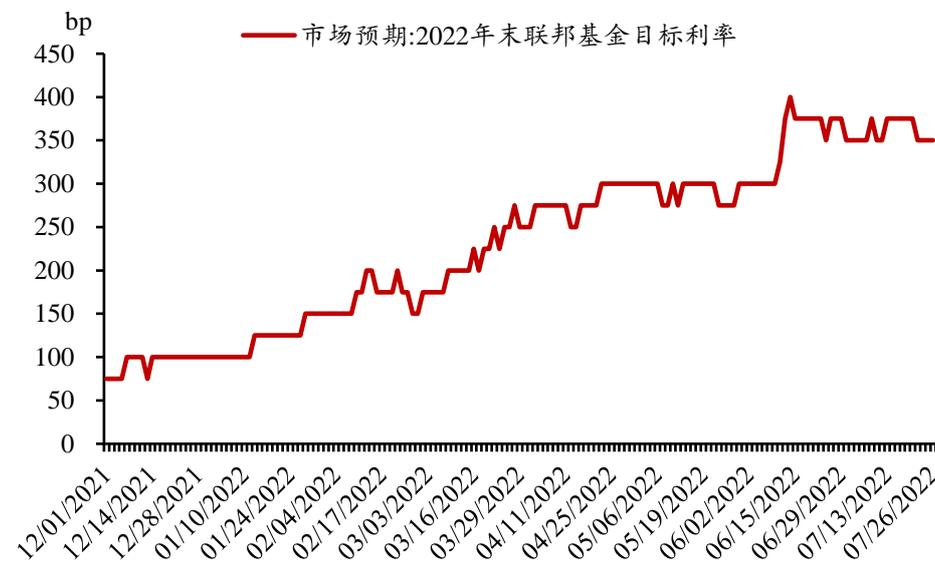
图 1：议息会议前一天，市场押注将加息 75bp（截至 7 月 27 日）



资料来源: CME FedWatchTool, 信达证券研发中心

图 2：7 月密歇根长期消费者通胀预期显著下降


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 3：6 月议息会议以来市场全年加息预期稳定在 3.50-3.75%


资料来源: CME, 信达证券研发中心

二、一直到三季度底，美国的高通胀都很难消退

鲍威尔重申必须将通胀降至 2% 的目标。面对高度不确定的全球政治经济前景，市场对于美联储长期通胀目标一度产生分歧，一派观点认为长期通胀率必须严格恢复至 2%，另一派则认为通胀可能进入下行通道就足够了。本月会议后的新闻发布会上，鲍威尔坚定承诺将通胀降至 2% 的目标 (we are strongly committed to returning inflation to our 2 percent objective)，重申美联储抗击通胀的决心。

然而一直到三季度底，美国的高通胀都很难消退。

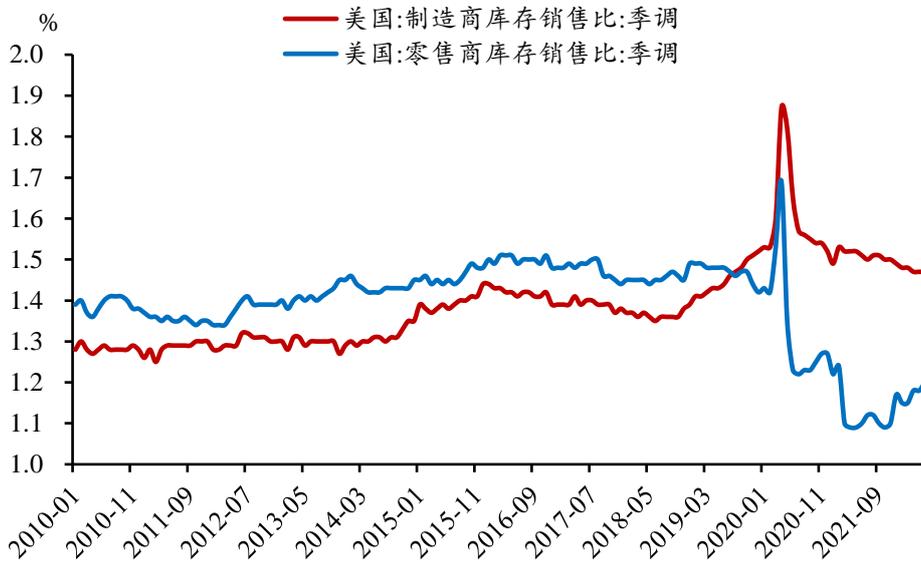
第一，美国通胀环比回落势能有限，供应链、劳动力市场仍存明显缺口，需求韧性强于预期。

1) **美国供应链短缺迟迟未解决，突出表现是运输阻滞。**截至 5 月末，美国零售商库销比仅有 1.2%，较疫情前 1.45% 的水平明显更低，而制造商库销比处于 1.47% 的历史高位，反映产成品从制造商运输到零售商存在阻滞。

今年2月以来两项库销比差值呈现修复趋势，但仍然面临较大缺口。

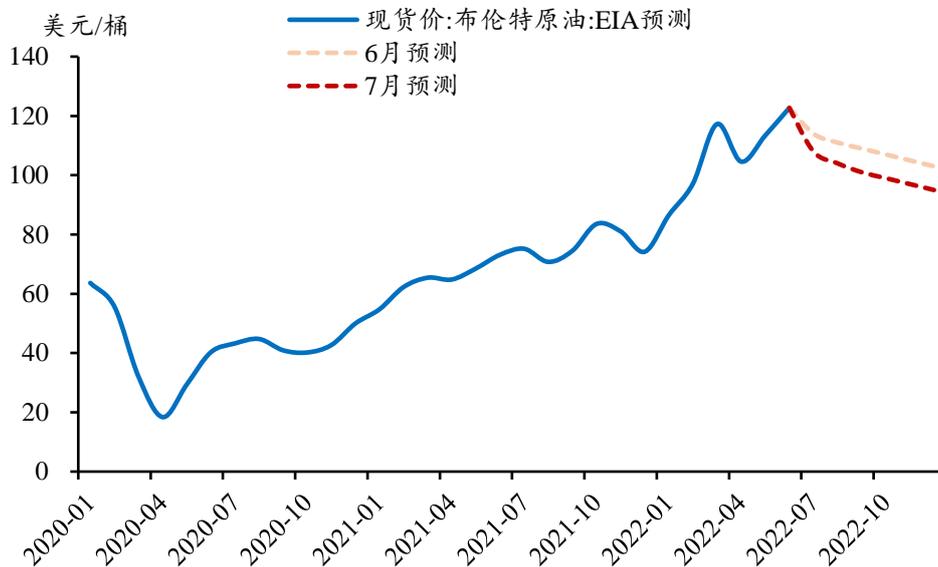
美国在供应端面临的另一大瓶颈来自于国际原油供给，下半年国际油价仍存同比上涨压力。影响国际原油供给的一大原因是俄乌冲突与各方制裁升温，作为国际原油的重要供应国，欧盟禁运背景下俄油产量出现明显下滑。此外，当前全球石油库存水平较低，明显低于过去5年的均值水平，油价上行风险仍存。EIA在7月份给出了国际油价的最新预测，尽管在全球经济回落、需求降温的预期下调了预测价格，但下半年中枢仍在100美元以上，相较去年下半年76.5美元的油价中枢仍有明显的同比上涨压力。

图 4：美国零售商与制造商库销比仍存较大缺口



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 5：EIA 7 月最新预测小幅调低下半年国际油价预测值

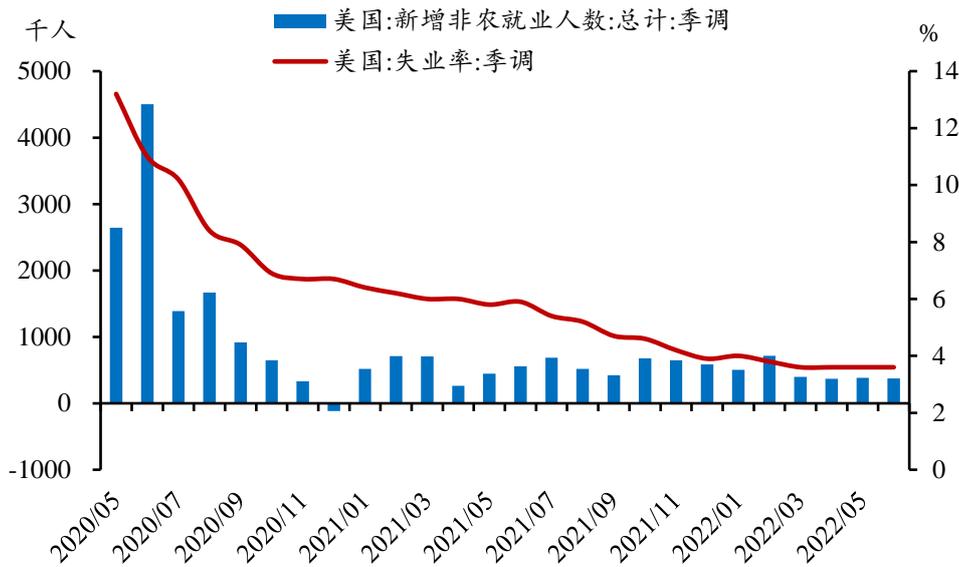


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

2) 美国职位空缺率居于历史高位，工资增长较快。美国劳动力市场延续强劲表现，6月新增非农就业人数372万人，失业率连续第四个月录得3.6%，接近50年以来的最低水平。劳动力市场仍然呈现需求旺盛、供给短缺的局面，过去3个月美国平均每月增加37.5万个就业岗位，但5月职位空缺率6.9%仍位于历史高位。供需错配推动下工资加快上涨，6月美国非农时薪同比增长5.11%，较5月小幅下滑0.13个百分点，显著高于疫情前不足3%

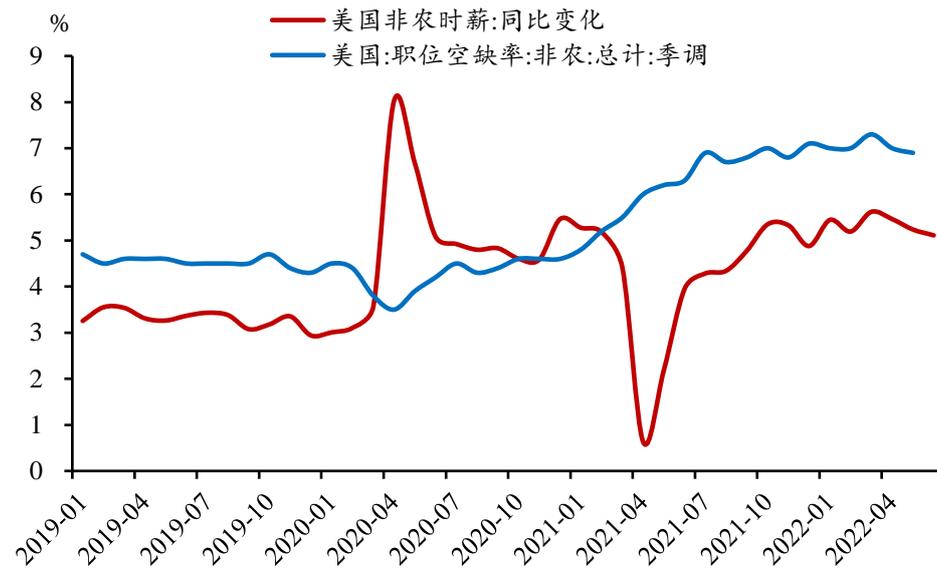
的增速水平。参考历史经验，劳动参与率与工资-通胀螺旋都需要花费较长时间、较大力气才能修复。

图 6：6 月美国非农新增就业表现强劲，失业率连续 4 个月持平 3.6%



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 7：美国职位空缺率与非农时薪增速仍然较高



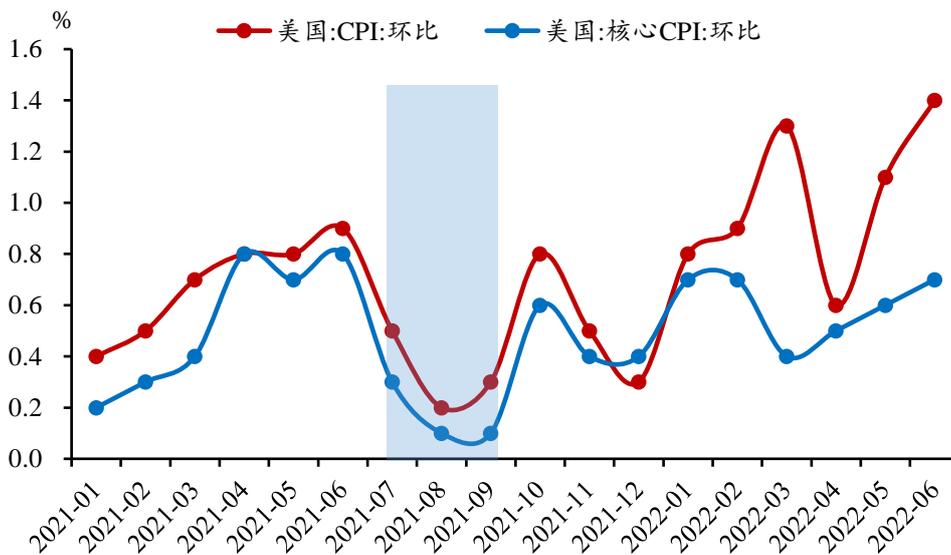
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

3) 需求韧性强于预期。目前来看，部分经济数据所反映的需求端表现，比市场原本预期的要更有韧性。本月初发布的美国 6 月零售销售同比、环比分别增长 8.4%、1%，均较前月上升。考虑到美国货币财政刺激双双退坡，尽管其中存在价格贡献，但这样一份零售销售数据依然高于市场预期，反映出居民仍有较强的消费需求。

图 8：6 月美国零售销售数据超预期


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

第二，去年三季度美国 CPI 环比基数明显较低，对通胀回落形成阻碍。6 月美国 CPI 环比上涨 1.4% 创下疫情后新高，核心 CPI 环比上涨 0.7%，追平疫情后次高水平。去年三季度美国 CPI、核心 CPI 环比中枢分别只有 0.33%、0.17%，低基数下，三季度 CPI 同比读数甚至有进一步上行的风险。

图 9：6 月美国 CPI 环比大幅上涨


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

三、美联储何时开始放慢加息步伐？

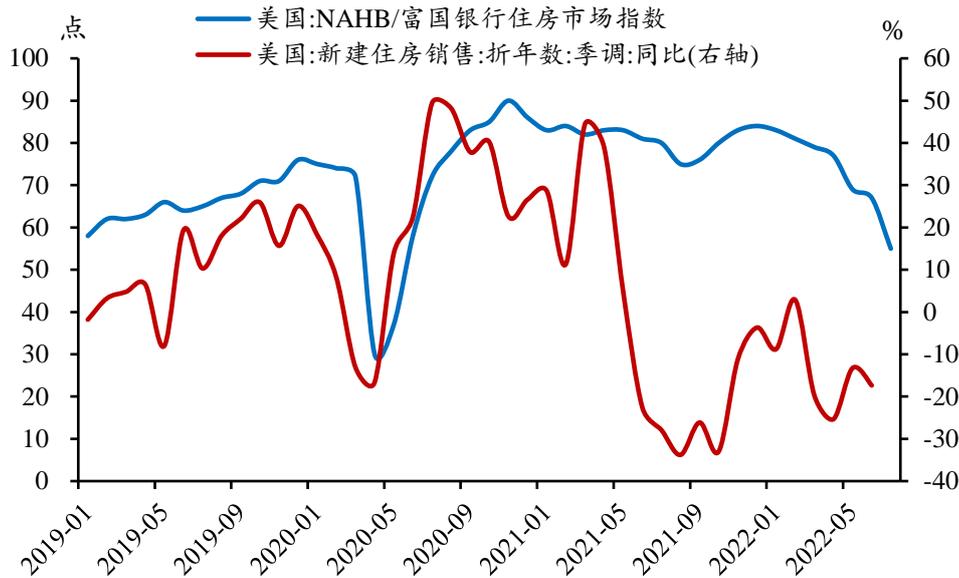
如鲍威尔所言，未来的加息决策取决于美国经济和通胀的博弈。对于美联储而言，最理想的情形是经济还有韧性时通胀开始回落。而最悲观的情形在于，通胀还处于高位时经济已发生衰退，美联储不得不两权相害取其轻。

美国经济正在出现放缓迹象。近期更新的经济数据中，有好于预期的零售销售数据，也有多项生产支出指标开始走弱。比如美国房地产市场景气度持续回落，7 月 NAHB 住房市场指数录得 55，较上月下滑 12 点；6 月新屋销售同比降至 -17.4%，跌幅较上月扩大 4.1 个百分点，反映出美联储激进加息以来，抵押贷款利率明显上升的影响。此外还如鲍威尔在新闻发布会中所言，在一季度的强劲增长之后，企业固定资产投资也出现了下降。

10Y-3M 美债利差逼近倒挂，衰退信号灯再次亮起。我们在前期报告《美联储史诗级加息：源起、演进和影响》中对美债利差倒挂有过详解，今年4月初10Y-2Y美债利差倒挂对衰退的指导意义有限，一大原因在于彼时10Y-3M美债利差持续走阔，两项指标明显背离。今年5月份以来，两项利差同步收窄，10Y-2Y利差率先倒挂，截至7月27日，10Y-3M利差已降至0.34%。历史上，两项利差同时发生倒挂时，美国经济无一例外发生衰退。

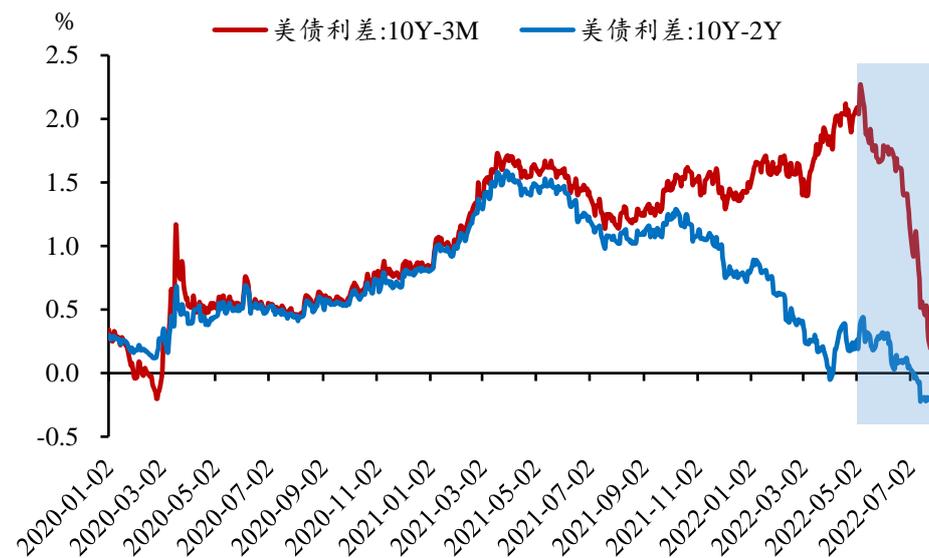
美联储年内停止加息的概率不大，9月会议有可能再加50bp。正如我们在报告《为什么说美国经济逃不开衰退？》中所言，经济衰退是美联储史诗级加息难以避免的代价，但衰退程度和时点仍有高度不确定性。基于美债利差倒挂的经验规律，衰退通常发生在指标倒挂后的6-24个月内，换言之，美国经济还是有很大机会在年内保持坚挺。考虑到三季度通胀难消退，拐点更有可能在四季度出现，我们倾向于认为9月议息会议美联储会再次加息50bp，联邦基金利率升至2.75-3%略高于中性利率的水平，11、12月分别再加25bp，全年目标利率区间为3.25-3.50%。

图 10：美国房地产景气度回落



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 11：10Y-3M 美债利差逼近倒挂



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

风险因素

疫情再度恶化，美联储超预期收紧，国内政策推进不及预期等。

研究团队简介

解运亮，信达证券首席宏观分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学汉青研究院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。首届“21世纪最佳预警研究报告”得主。

张云杰，信达证券宏观研究助理。阿德雷德大学应用金融硕士，华中科技大学统计学学士。2021年加入信达证券研究开发中心，侧重于研究货币流动性和物价分析。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	章嘉婕	13693249509	zhangjiajie@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券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。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在 ±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。