

美联储 7 月会议为什么偏鸽？

2022 年 07 月 28 日

美联储 7 月会议加息 75BP，会后风险资产再次大涨，美联储传达了什么信号？

➤ 7 月美联储加息 75BP，在市场预期之中。

7 月如期加息 75BP，完全符合市场预期。经过 75BP 加息后，美国联邦基金利率区间上升至 2.25%-2.50%。虽然在 6 月份 CPI 公布后市场一度发酵加息 100BP 的预期，但随着 7 月消费者中长期通胀预期显著回落，市场对 7 月的加息预期重新锚定至 75BP。因而，本次加息幅度完全在市场预期之内。

缩表方面，按计划在 9 月加速缩表，预计 2-2.5 年结束缩表。7 月会议声明未改变对缩表的描述，那么美联储将在 9 月份按计划把美国国债和 MBS 的月度缩量分别提高至 600 亿美元/月和 350 亿美元/月。在发布会中，鲍威尔提到缩表或将持续 2-2.5 年左右。

➤ 风险资产大涨的缘由，美联储鸽在哪里？

发布会当天，纳斯达克指数收涨 4.06%，2 年期美债利率收跌 6BP，美元指数收跌 0.7%。从资产表现看，美联储“鸽味十足”。那么，美联储到底鸽在哪里？

鲍威尔暗示 75BP 或已是最大加息幅度，并将在“某个时点”放慢加息步伐。首先，鲍威尔表示“后面非同寻常的大幅加息将取决于经济数据”。结合本次会议没有在 6 月 CPI 的压力下加息 100BP，基本可以推断 75BP 加息可能就是本轮加息周期的最大加息幅度。同时，鲍威尔还放风未来放慢加息步伐的可能。结合近期美国经济下行的情况，市场仍对“保增长”抱有期待。

市场认为通胀已经见顶，9 月加息幅度将放缓。发布会中鲍威尔放弃未 9 月加息作出前瞻指引，并表示之后加息幅度和节奏将视具体数据而定。近期美国汽油价格已经明显回落，原油和食品等大宗商品价格同样回撤，市场认为美国通胀增速已经在 6 月见顶。那么，在数据依赖下，美联储很可能在 9 月放缓加息节奏。

鲍威尔还表示终点利率(terminal rate)可以参考 6 月点阵图，消除了市场的不确定性。在单次加息幅度以外，市场最关心的问题就是加息的终点。鲍威尔表示年末利率可以参考 6 月点阵图的 3.25%-3.50%，这消除了市场对未来加息的不确定性的担忧。

➤ 本轮加息周期是否已无波澜？未必。

当前市场交易的焦点基本是两个，一是认为通胀已经见顶，所以加息幅度放缓；二是经济下行乃至衰退，在通胀见顶的背景下，美联储或放松政策以“保增长”。在这样的预期下，本轮加息周期似乎已无波澜，甚至可以提前宣告在明年年初结束。是否如此？我们认为有两点需要注意。

一是关注 3 季度核心通胀的反弹，以及由此而来的紧缩预期。在对美国 6 月 CPI 的点评报告中（参见《100BP 加息或正逼近》），我们提示 3 季度汽车通胀的将迎来低基数，同比增速大概率反弹。同时，由于租金通胀的高粘性，3 季度核心通胀很可能迎来上行。这就意味着，市场关于通胀见顶的预期很可能落空。

二是市场可能低估了美联储压制通胀的决心，高估了“保增长”的重要性。且不论我们认为下半年美国经济仍有韧性（参考《美国衰退可能会迟到》），美联储压制通胀的主要手段是收紧金融条件，从而压制经济需求。也就是说，经济下行是美联储的手段而非掣肘。另外，因宽松预期而反弹的美股，很可能让美联储收紧金融条件的努力前功尽弃，最终不得不进行更大的紧缩。

➤ 风险提示：美联储加息节奏超预期；地缘政治风险；通胀失控风险。



分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

研究助理 谭浩弘

执业证书：S0100121110017

电话：18221912539

邮箱：tanhaohong@mszq.com

相关研究

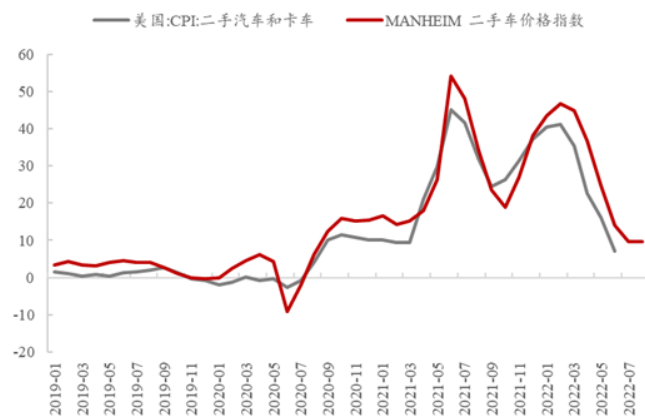
- 1.宏观专题研究：美国企业债务风险评估-2022/07/27
- 2.宏观专题研究：客观理解当下中国地产问题-2022/07/26
- 3.宏观专题研究：日本会点燃海外新一轮紧缩交易吗？-2022/07/21
- 4.宏观专题研究：欧债危机？只是风满楼-2022/07/19
- 5.宏观专题研究：经济的上限和下限-2022/07/16

图1：汽油价格或带动能源商品通胀回落（单位：%）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图2：二手车通胀回落的“黄金时段”或已过去（单位：%）



资料来源：Manheim，Wind，民生证券研究院

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026