

## 经济衰退或拖累美联储加息步伐

### ——2022 年 7 月美联储议息会议点评

美东时间 7 月 27 日，美联储在 7 月议息会议后宣布再次加息 75bp，将联邦基金利率区间提升至 2.25%-2.50% 的中性水平，缩表节奏保持不变。由于鲍威尔表态总体偏鸽，会后欧美股市整体收高，国际油价上涨，黄金小幅上涨，美债收益率下行。

#### 一、经济：增长有所放缓

总体来看，随着美联储政策的快速收紧，美国消费和生产开始走弱，衰退风险明显上升。与此同时，通胀压力居高不下，美国经济“滞胀”风险加剧。

尽管承认支出和生产指标有所“走弱”（softened），但美联储认为美国经济当前并未陷入实质衰退。鲍威尔在会后表示，美国经济增长确有放缓，但包括就业市场在内的多项经济指标表现“极佳”（too well），与陷入衰退时的表现矛盾。鲍威尔预期未来美国经济将放缓，并在一段时间内低于潜在水平，这个缺口（slack）将有助于缓解供需失衡进而降低通胀水平。值得注意的是，议息会议次日公布的美国二季度 GDP 增速超预期下降 0.9%，已连续两个季度录得负增长，指向美国经济进入“技术性衰退”。尽管其他经济指标并未全面恶化，但美联储继续“硬加息”的阻力将边际上升。

从“双目标”看，美联储认为近期美国就业市场维持稳健（robust）而通胀仍然居高不下（remains elevated）。就业方面，过去三个月，非农就业月均增长 37.5 万个岗位，失业率维持在 3 月以来的 3.6%，接近 50 年来的最低水平，职位空缺接近历史高位，时薪增速也有所提高。通胀方面，在俄乌冲突等因素的持续影响下，6 月 CPI 通胀攀升至 9.1%，反映了与疫情、更高的粮食和能源价格、更广泛的价格压力相关的供需不平衡。美联储认为，美国总需求总体仍然强劲，供应

瓶颈比预期更大且持续时间更长，三季度通胀压力仍大。

## 二、政策：加息步伐或将放缓

美联储“硬加息”政策立场未改变，本次加息 **75BP** 符合市场预期。从今年 3 月到 7 月，美联储已完成 4 次共 225bp 的加息，仅用 4 个月时间便将利率拉回至次贷危机后的最高水平，与 2018 年底持平。目前美联储仍倾向于以牺牲经济增长换取物价稳定，重申将坚定致力于 (strongly committed) 快速遏制通胀，这意味着年内加息还将继续推进。

美联储的前瞻指引较为模糊，年内加息路径仍有变数。美联储并未对 9 月的加息发出前瞻指引，仅特别强调加息幅度将视具体数据而定，特别是二季度 GDP、非农就业和通胀数据，届时美联储可能将盘整加息对增长和通胀的影响，尤其是通胀是否向 2% 的政策目标收敛。此外，鲍威尔提及在未来某个时点放慢加息步伐 (slow the pace of increases) 或许是适宜的，在当前高度不确定性的环境下，美联储未来的加息路径也变得更加模糊。

缩表方面，美联储重申将继续执行 5 月议息会议后公布的缩减方案，鲍威尔表示这一行动或将持续 **2-2.5 年**。美联储计划每月缩减不超过 300 亿美元国债和 175 亿美元 MBS，直到 9 月两者的减持上限将分别翻倍至 600 亿美元和 350 亿美元。按此推算，每年缩减速度将达到约 1 万亿美元。美联储缩表已开始近两个月，但进度尚显缓慢，国债 6 月减持 55 亿美元远未达上限，7 月减持 309 亿美元完成度较高；而 MBS 近两月均未减少，进度不及预期。这显示出美联储对缩表的流动性影响持谨慎态度，事实上 17 年缩表初期也较为缓慢，随后速度加快直到上限，预计联储 8 月开始加大减持力度。

## 三、市场影响：美元美债冲高回落，流动性维持宽松

市场方面，美元指数冲高回落。美国 6 月 CPI 数据在月初给市场带来了极大的想象空间，叠加欧元和日元的大幅下跌，美元指数最高上探至 109.3 水平。从 7 月中旬开始，随着市场重估 7 月美联储加息幅度，

美元指数逐步走跌，目前在 106 上方。欧元方面，因欧元能源危机影响以及经济衰退阴霾笼罩，欧元一度跌破平价，而后因美元指数下跌、欧央行加息等因素反弹至 1.01 以上。人民币汇率小幅上涨至 6.75 附近。

美债方面，加息后收益率小幅回落，曲线继续倒挂。在本次议息会议之前，市场已交易较长时间的经济衰退，收益率由前期高位显著回落，10 年期美债收益率自 6 月议息会议至今已下行 50bp 左右至 2.8% 附近水平，2 年期则跟随加息预期幅度冲高至 3.25% 的水平，后逐渐回落至 3% 左右，10 年-2 年期利差仍在 -20bp 左右。7 月议息会议后，市场解读偏鸽，收益率小幅走低，10 年期下行至 2.78%。

流动性方面，美元整体资金面宽松。虽然临近月末时点，但境内美元流动性仍然偏松。价格方面，美元货币市场各期限价格在加息前已提前上涨，境外美元除隔夜外 1 个月以内价格已充分反应 75bp 的加息点数，加息后境内美元同业拆放参考利率（USD CIROR）同步调整，隔夜上行至 2.26%，1 个月上行 26bp 至 2.45%，3 个月及 1 年期分别上行 20bp 和 8bp 至 2.8% 和 3.57%。

#### 四、前瞻：加息步伐或放缓

前瞻地看，年内美联储快速加息至 3% 以上的目标并未发生变化。美联储并未对 9 月的加息发出前瞻指引，仅强调加息幅度将取决于数据。美国经济已经进入“技术性衰退”，或对美联储后续加息节奏形成拖累，9 月加息不超过 50bp 可能性上升。

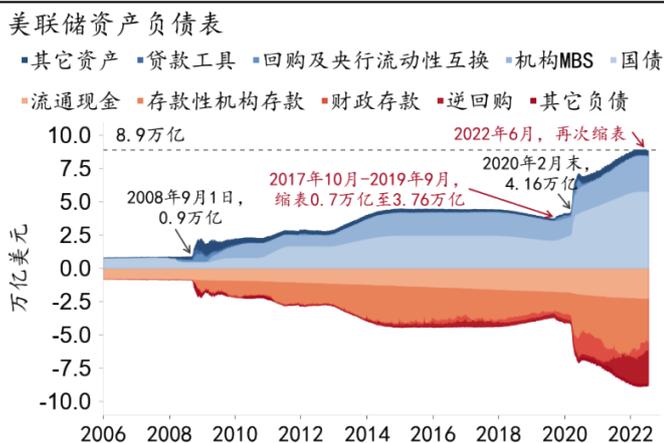
**（评论员：谭卓 蔡玲玲 李芸 张巧栩 田地）**

表 1: 美联储议息会议声明文本对比

类型	2022年7月27日	2022年6月15日
经济表现	支出和生产指标已经走弱。	整体经济活动在第一季度小幅下滑后似乎开始有所回升。
	就业增长强劲，失业率仍然很低。	失业率保持低位。
	俄乌战争和相关事件造成额外的通胀上行压力，正在拖累全球经济。	俄罗斯入侵乌克兰和相关事件正在加剧通胀压力，并对全球经济活动带来压力。
货币政策	委员会坚定致力于将通胀率恢复到2%的目标。	委员会坚定致力于将通胀率恢复到2%的目标。
	委员会决定将联邦基金利率的目标范围提高到2-1/4至2-1/2%。	委员会决定将联邦基金利率的目标范围提高到1-1/2至1-3/4%。
	委员会将继续减少其持有的国债、机构债务和MBS。	委员会将继续减少其持有的国债、机构债务和MBS。

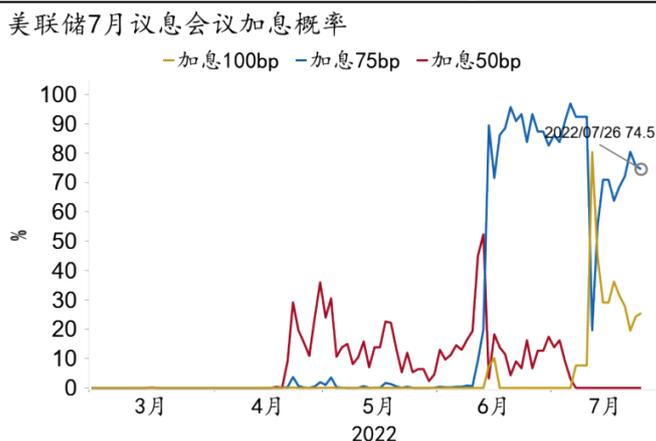
资料来源: Fed、招商银行研究院

图 1: 美联储资产负债表规模小幅缩减



资料来源: Macrobond、招商银行研究院

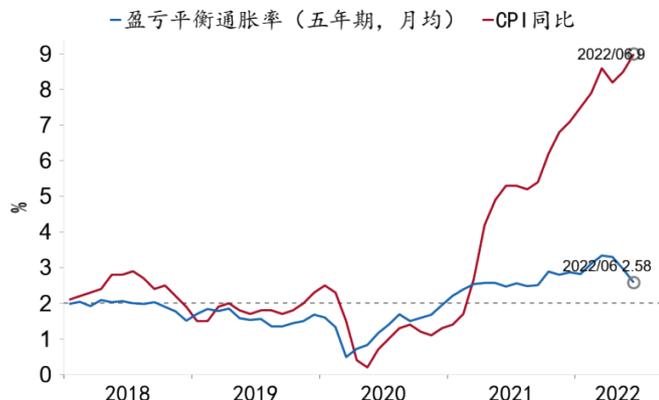
图 2: 议息会议前，市场预期加息 75bp



资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图 3: 美国通胀预期边际回落

美国通胀预期与实际通胀



资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图 4: 非农缺口已修复至疫前 97%

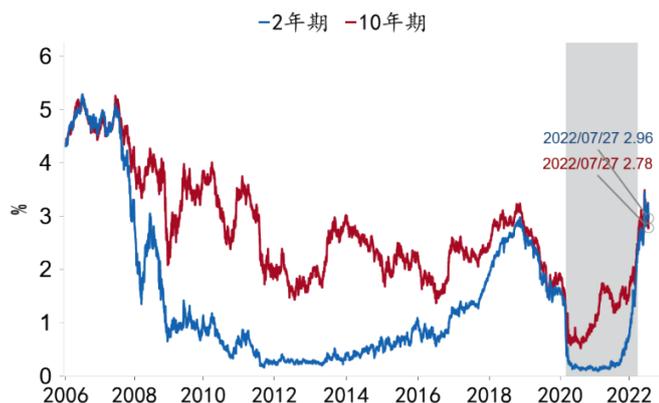
美联储资产负债表操作与非农就业



资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图 5: 美国债收益率下行，出现倒挂

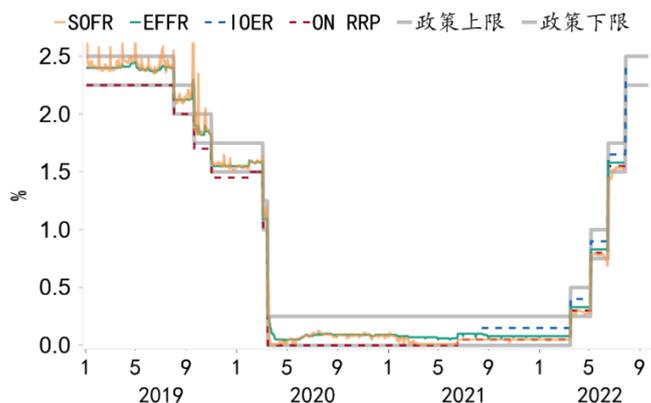
美国国债收益率



资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图 6: 美联储政策利率区间回到次贷危机后最高的

美联储利率操作框架



资料来源: Macrobond、招商银行研究院