

## 美联储如期加息 25 个基点但保留政策灵活性，9 月仍有望停止加息

### ——美联储 7 月货币政策会议点评与展望

研究发展部分析师 白雪 李晓峰

**事件：**7 月 26 日周三，美联储货币政策委员会宣布利率决议，将联邦基金利率的目标区间上调 25 个基点至 5.25% 到 5.50%，升至二十二年来高位，符合市场普遍预期。美联储票委继续一致支持利率决策。本次会议声明相比 6 月变动很小，最大差别是，利率指引方面，称将继续评估新信息及其对货币政策影响。本次会议重申将考虑货币政策的滞后性等影响，判断可能适合的额外紧缩程度，继续重申信用环境收紧对通胀的影响不确定、高度关注通胀风险、通胀保持高企，继续重申若需要准备调整政策、坚决让通胀降至目标 2%、缩表计划不变。鲍威尔表示，通胀已经在一定程度上得到缓解，不过将通胀回落到 2% 的过程还有很长的路要走。劳动力市场依然非常紧张。美联储不再预测美国经济会陷入衰退。他强调，当前政策已有限制性，利率水平应维持在限制性水平相当长时间，未来的利率会在逐次会议上做出决定，今年不会降息，多位官员支持明年多次降息。对于 9 月的会议，他认为需要看到更多数据后再做出决定，如果数据有支撑，9 月可能再加息。利率调整和缩表是独立的，美联储可能在缩表的同时降息。

**对此，东方金诚解读如下：**

6 月会议以来，美国核心通胀依然高企、劳动力市场未见显著降温，加之部分经济数据出现反弹，强化了通胀粘性风险，需要继续加息以巩固抗通胀成果，是美联储在本月重启加息的主要原因。

6 月美国 CPI 通胀同比超预期快速下行至 3%，通胀处于下行通道的趋势进一步确认，这在一定程度上缓解了美联储的抗通胀压力。但 7 月美联储依然重启加息，主要原因在于：一方面，6 月 CPI 的大幅下行很大程度上受益于去年同期高基数的影响，单月数据也无法确认通胀依然能保持快速回落的趋势，加之 6 月核心 CPI 仍高达 4.8%，需要继续加息巩固抗通胀成果。另一方面，6 月非农新增就业仍处于 20 万以上的历史较高水平，且薪资增速出现反弹，表明美国劳动力市场仍然偏紧，加之近期美国房地产与消费者信心数据回升，经济增长韧性较强，强化了通胀的粘性风险。这些数据支撑美联储维持 6 月的利率前瞻指引，继续加息 25 个基点。

本次会议政策声明缺乏实质性调整与有效的利率前瞻指引，鲍威尔讲话中也有意弱化预期引导，表明美联储对于通胀下行的态度依然保持谨慎，保留了年内继续加息的灵活性。这意味着后续美联储的政策立场将会具有较高的灵活性与不确定性，明确释放停止加息信号的门槛可能较高，决策周期可能会相应拉长。

与6月政策声明相比，7月声明变化极少，仍保留了6月会议声明中的一些关键措辞，例如保留了将就业增长形容为“强劲”和将通胀形容为“高企”的表述，也强调后续行动将综合考虑“货币政策的累积紧缩、货币政策对经济活动和通胀的滞后影响、以及经济和金融形势发展”。总体而言，会议声明既未打消、也不鼓励市场对于本次加息将是最后一次的预期。同样，鲍威尔在发言中的也同时展现出“对后续加息持有开放态度”以及“鹰派程度相较于以往有所下降”的灵活性。一方面，鲍威尔强调“核心通胀依然高于3%”，且“就业市场偏紧”，且不再预测经济将陷入衰退，认为经济增长强劲会增加通胀上行的风险；另一方面，肯定通胀已得到一定程度的缓解、劳动力供需趋于平衡，并认为当前的利率水平已经具有限制性，对经济的全面影响还需要时间来确定，并不是每次会议上都要有所行动。

我们认为，美联储在本次会议上“模棱两可”的信息特征与并不明确的政策立场，一方面体现了在核心通胀风险未解的背景下，美联储对于未来通胀下行的态度依然偏谨慎，因此保留了年内继续加息的政策空间，能够起到延长紧缩周期的效果，并防止市场过早交易金融条件宽松而导致通胀预期再度上行的风险；另一方面，出于通胀已基本处于下行通道，以及金融稳定性的考量，美联储政策表态不需要过度“鹰派”。这意味着后续美联储的政策立场将会具有较高的灵活性——考虑到当前通胀下行速度仍然存在不确定性，以及货币政策的滞后效应，美联储内部以及与市场之间的分歧可能会延续，后续还需要观察更多的数据来弥合各方之间的分歧。在这一背景下，美联储明确释放停止加息信号的门槛可能较高，货币政策的不确定性将继续增强，决策周期也可能相应拉长。

我们预计，5.5%的限制性利率水平、实际利率持续上行、以及信贷收缩对加息的“替代效应”将进一步压制总需求，这意味着未来美国通胀保持下行的趋势较为确定，美联储加息或已走向尾声；三季度核心通胀可能加速回落，9月有望再度停止加息，但年内降息的可能性很低。

后续来看，我们认为，美联储将进入谨慎加息的“数据观察期”，但核心通胀可能加速回落，令9月有望停止加息。考虑到5.5%的限制性利率水平对经济增长的抑制作用将有更明显的体现、前期货币政策的滞后效应逐渐显现，总需求将进一步受到压制，加之实际利率持续上行、美国银行持续的信贷收缩也将对加息起到“替代效应”——目前美国银行贷款环比增速已连续下降超过7个月，今年6月出现环比负增长，整体需求放缓必然带动通胀进一步下行。近期零售销售、汽车及部分耐用品消费进

一步放缓，显示商品通胀后续仍将维持疲弱；在住房通胀分项持续下行的带动下，核心服务通胀也将进一步回落；此外，全球需求偏弱也决定了油价不大可能成为掣肘下半年 CPI 回落的主要因素。如按照环比增速 0.15%-0.2% 左右的基准情形测算，下半年美国 CPI 通胀同比中枢将能够整体维持在 3%-3.5% 的区间。这意味着即使通胀水平未立刻回落至政策目标，美联储在确认通胀下行趋势后，继续加息的动力减弱，加息空间较为有限。

同时，伴随劳动力需求，尤其是服务业用工需求开始边际降温，当前高企的核心通胀粘性出现松动，后续有望加速回落：我们测算，三季度末，美国核心通胀有望在基数抬高、银行信贷收缩，以及劳动力市场供需缺口进一步弥合的共同影响下加速回落至 3.5% 左右。因此，我们预计，若不出现意外冲击，7、8 月通胀与就业数据延续下行，9 月美联储再次暂停加息的可能性较大，以尽量提高经济“软着陆”的可能性，而 9 月之后再度额外加息的门槛更高、可能性更低。不排除若未来地缘政治等风险因素对供应链重新造成冲击，导美国通胀走势发生逆转，促使美联储恢复加息的可能性。

最后，相比年内加息路径的不确定性，是否会降息的确定性更强——考虑到通胀继续回落至 2% 附近的速度可能依然较慢，经济在短期内依然维持韧性，年内降息的门槛较高，今年年内甚至明年年初降息的可能性很低，市场“宽松交易”言之尚早。

#### 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。