



美联储加息进程到头了吗



近期，美联储委员讲话和 5 月货币会议纪要都显示出对加息的乐观态度，认为美国通胀会随着货币紧缩而快速回落。美联储官员为货币紧缩政策降温导致市场下调了加息预期。从利率市场定价来看，6 月加息 50BP 的概率几乎 100%，但 7 月加息 50BP 的概率正在下降，9 月加息 50BP 的概率更是不足 50%。

美国通胀顽固，结构性通胀问题短时间难以解决，物价可能反弹。首先，美国居民消费倾向大幅提升，储蓄率大幅降低，消费需求旺盛。其次，美国虽然零售增速回落，但仍高于疫情前。然后，国际能源和粮食价格高涨，美国房价仍未见顶，会推高 CPI。最后，俄乌冲突和逆全球化导致原材料价格上涨，最终传导至居民消费。

美国劳动力市场依然过热，失业率处于低位。但从就业市场结构来看，贝弗里奇曲线外移表明就业市场存在结构性问题。贝弗里奇曲线外移意味着同样的失业率下，职位空缺率却提高，反映劳动力市场的摩擦加剧。同时，中国经济下半年回升，消费回暖将导致美国外需增长，对美国物价形成上涨动力。

目前，美国通胀压力非常大。美国实际利率长期为负，且仍处在低位。联邦基金利率远低于泰勒政策利率。为了解决通胀问题，美国就必须打破工资-通胀螺旋上涨的循环。按照以往规律，联邦基准利率上升至 5% 左右才会抑制工资上涨的势头。因此，从抑制工资上涨势头的角度出发，我们预计到今年年底联邦基准利率有可能会上升至 5%。美国十年期国债利率的

顶部可能会在（4%、4.5%）之间。

1.美联储官员给预期降温

5月加息后，美联储官员讲话让市场投资者的加息预期发生改变，市场认为美联储可能降低加息力度，放缓紧缩节奏。5月23日，亚特兰大联储主席博斯蒂克表示，“在接下来两次会议每次加息50个基点之后，决策者可在9月暂停加息，具体要看通胀的情况；如果通胀持续高企，9月可能加息25或50个基点。”他还认为到年底时联邦基金利率应该在2%-2.5%的范围内。

5月26日，美联储公布5月货币政策会议纪要，其中有句话是“许多与会者预测，加快撤出支持性货币政策将使委员会在今年晚些时候处于有利地位，可以更好评估政策紧缩的影响，以及经济的发展形势能在多大程度上支持政策调整。”这句话暗含的意思是许多美联储委员可能认为当前的紧缩政策能够使美国通胀在年底前快速回落，并进而降低力度甚至提前结束货币紧缩。

2. 市场下调加息预期

隐含利率反映出市场下调加息预期。美联储近期讲话和会议纪要影响了市场加息预期。从利率市场定价来看，6月加息50BP的概率几乎100%，但7月加息50BP的概率正在下降，9月加息50BP的概率更是不足50%。

我们认为，美联储官员讲话和会议纪要表述是为了减缓美国经济下行

的速度。最新公布的经济数据显示美国一季度 GDP 环比增速为负，这是疫情之后首次负增长。4 月份 PMI 指数为 55.4%，比 3 月份大幅下滑了 1.7 个百分点。除此之外，4 月份以来美股大幅下挫，道琼斯工业指数下跌接近 10%，低评级企业债收益率也从年初上升了接近 200BP。经济下滑的速度让美联储官员认为美国经济硬着陆的可能性升高。而美国利率上升过快，尤其是市场利率上升过快，被认为是经济快速下降的主要原因。通过降低市场对于紧缩的预期，有助于减缓市场利率上升和美国经济增速回落的速度。

1.美国通胀还可能再次反弹

5 月份美联储议息会议纪要显示，美联储将 2022 年个人消费支出价格指数 (PCE) 从 4%上调至 4.3%，2023 年的预期从 2.3%上调至 2.5%，2024 年的预期保持 2.1%不变。我们认为这一预期仍然较为乐观。

虽然增速正在放缓，但美国个人消费支出已经超出长期增长趋势。4 月，美国个人消费支出季调为 14.06 万亿美元。虽然个人消费支出增速回落，但仍高于疫情前。从长期趋势来看，个人消费支出超出趋势线且正在上扬。

美国消费倾向大幅上升，或导致消费脱离原有趋势。疫情发生之前，美国个人收入和消费支出保持平稳且增速一致，但疫情发生之后美国个人收入大幅增加，消费支出大幅缩减，两者出现较大的喇叭口。随着美国国民适应了疫情的生活环境，工作和生活恢复至正常水平，美国个人消费支

出逐渐回升，与收入的差距不断缩小。截止到 2022 年第一季度，人均消费支出已经非常接近人均收入水平。

目前，美国储蓄率远低于疫情前。4月美国私人储蓄率已经下降至4.4%，远远低于疫情前的7.5%附近的稳定水平，这可以说明美国当前消费倾向非常高。这背后的原因又主要来自于两个方面：一个是高通胀下，消费者信心指数大幅下降，名义收入贬值过快；一个是低利率下，消费信贷助长了居民消费增速。

如果美国消费信贷增速继续回升，或者消费者消费倾向依然较高，那么美国居民可能还会维持较高的消费增速。3月美国消费信贷同比增长7.3%，仍然在上升趋势之中。现在，美国商业银行个人贷款利率处于历史低位，因此消费信贷增速短期内难以回落，美国消费需求旺盛。美国居民消费倾向与通胀预期均较高。根据美国纽约联储4月消费者调查，一年期通胀预期6.35%，三年期通胀预期3.9%。

美国零售增速回落，库存回升，但部分美国商品及服务依然不足。当前美国零售增速已经回落至两位数以下，库存增速大幅攀升至两位数以上。反映出供给已经超过其需求。但还有一些商品和服务消费增速依然较快，比如美国耐用品消费增速已经大幅下滑，但是服务消费增速仍保持6%左右的增速；美国汽车销量增速已经负增长，但对加油站服务的消费增速仍在40%左右的增速。

能源价格高涨，拉动通胀上行。俄乌冲突发生后，国际油价暴涨。为

了平缓油价暴涨的影响，美国大量释放石油库存，石油库存持续下降。加油站零售额增多表明原油需求旺盛，而原油库存量下降可能导致出现供给不足。当前，美国的汽油价格和天然气价格仍在不断上涨，拉动通胀上行。

美国住房市场依然火热。3月，标普/CS房价指数中的20个大中城市房价同比继续上涨，同比增速21.17%，根据其领先CPI-住房大概12个月的规律来看，到明年年中美国房租CPI都可能持续攀升。从房价的领先指标来看，标普/CS房价同比正处于见顶阶段，未来九个月之内增速会回落，并且到时转为负增长，这有利于控制通胀。

最后，俄乌冲突以及逆全球化的进展可能会导致原材料价格上涨。2月底发生的俄乌冲突已经超过100天，虽然目前局势缓和，但能源和粮食已经作为战争的工具被利用。俄罗斯既是石油天然气的主要生产国，也是粮食的主要生产国。未来俄罗斯政府除了石油要求用卢布结算之外，粮食也可能被强制要求用卢布结算。在国际局势不稳的背景下，各国纷纷出台限制农产品出口的政策，也进一步助长了价格的上涨。

根据以上的分析，我们认为到2022年底美国的CPI同比可能只会回落到6.7%，远远高于美联储官员预计的PCE价格同比到年底的4.3%（CPI同比和PCE同比走势接近）。如果美联储持续紧缩货币，2023年底能够将通胀控制到2%的目标附近。但如果美联储过早放松货币紧缩政策，2023年下半年仍可能反弹至7%以上。

2.劳动力市场依然过热

美国劳动力市场过热，工资过快上涨是助长通胀的另一因素。所谓的美国经济软着陆，就是把通胀控制到 2% 目标附近而失业率不明显回升，不损害经济的健康增长势头的政策结果，这一结果可能很难出现。4 月份美国失业率维持在历史低位 3.6%，而职位空缺率在 7.1% 的历史高位，美国的劳动力需求依然旺盛。

美国因劳动力短缺，工资仍然处于快速上涨阶段，并且可能很快会超过 CPI 同比增速。美国过热的劳动力市场不可能在短时间内冷却，工资-通胀螺旋式上涨的趋势还未结束。美联储要让经济软着陆，就需要在砍断这一物价上涨链条的同时，而不损害经济需求，包括劳动力需求。

PMI 和零售库存等短周期指标对应的是库存周期，这些经济指标出现了需求回落的现象，但并不代表中长周期需求也出现了回落。如果在短周期经济下行的低点开始刺激经济，那么可能会使得未来的经济增长速度是在较高的物价水平之上运行，并导致就业状况更加过热。

3. 中国经济影响不可忽视

中国经济在第一季度刚刚经历了上苍的新冠疫情的影响，中国经济

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_42766

