



美联储“中性利率”下一步



2022年7月美联储议息会议后，美国政策利率达到2.25%-2.50%区间，处于广泛认为的“中性利率”水平。在通胀高企之下，美国政策利率将继续迈向“限制性水平”。但考虑到，加息对经济和通胀（预期）的效果开始显现，且在中性利率水平之上的加息对需求的限制或更为明显，美联储可能相机调整紧缩节奏，毕竟“软着陆”仍是美联储尽力追求的理想结局。

我们对本次议息会议的详细解读如下：

1 货币政策：再加息 75BP，达到“中性利率”

美联储 2022 年 7 月议息会议声明，宣布上调联邦基金利率 75bp 至 2.25%-2.50%目标区间。这一节奏符合美联储官员前期的引导，以及近两周 CME 利率期货市场的预期。同时，为配合新的联邦基金利率区间，美联储同时上调了其他多个政策利率：1) 将存款准备金利率由 1.65%上调至 2.40%；2) 将隔夜回购利率由 1.75%上调至 2.50%；3) 将隔夜逆回购利率由 1.55%上调至 2.30%；4) 将一级信贷利率由 1.75%上调至 2.50%。缩表方面，美联储将继续按照原有计划，在 7 月和 8 月被动缩减每月 300 亿美元国债和 175 亿美元机构债券和 MBS；从 9 月开始将每月被动缩减 600 亿美元国债和 350 亿美元机构债券和 MBS，符合 5 月公布的缩表指引。

2.声明表述：强调经济活动显露疲态

美联储 7 月声明，相较 6 月改动不大，维持了美国通胀仍高、就业市场强劲、通胀风险仍偏上行的判断。主要有两处调整：一是，开篇新增了有关“支出和生产指标出现疲软”的描述，删去了有关经济活动在一季度后反弹的表述。这说明，二季度美国经济指标表现或不及美联储此前的预期。二是，删除了有关中国疫情与供应链瓶颈的表述。这或说明，美国通胀上行风险稍有缓和。整体而言，美联储仍然避免过度谈论经济活动放缓压力，以确保准确传达紧缩的政策取向。

3. 鲍威尔讲话：弱化前瞻指引，直面衰退担忧

鲍威尔在声明发布半小时后发表讲话并接受采访。总的来说，本次记者会大部分问题关注“衰退”而非“通胀”。鲍威尔传递的主要信息：一是，鲍威尔似乎不认为加息 75BP 是这次会议的“基准选项”，而是另一个“不寻常的”选择，这令市场感受偏鸽；二是，鲍威尔讲话弱化了前瞻指引，即尽量避免对未来的经济形势和加息路径作具体判断，强调 9 月决策将高度依赖未来两个月的经济数据；三是，艰难回应衰退担忧，认为当前美国经济尚未衰退，因就业市场紧俏，未来“软着陆”（遏制通胀的同时，失业率不会大幅上升）仍是其所追求的。

具体来看：

1) 关于加息。美国 6 月 CPI “爆表”后，市场加息预期一度升温，担忧美联储单次加息 100BP。记者会第一个问题便是，“为何加息 75BP 而不是 100BP”。鲍威尔回答道，考虑到未来还将继续加息，委员会认为加

息 75BP 是合适的，这一决定获得了广泛支持。其补充道，6 月会议考虑了加息 75BP 这一不同寻常的选择，而看到近期通胀仍令人失望，所以再次选择了这一选项。这一回答似乎透露，美联储的基准选项是加息 50BP 而不是 75BP，加息 100BP 不是其积极考虑的选项，令市场的感受偏鸽。

2) 关于加息路径与前瞻指引。一个整体感觉是，鲍威尔的讲话弱化了前瞻指引，即尽量避免对未来的经济形势和加息路径作具体判断。有记者问，如何看待近期大宗商品价格降温？鲍威尔强调，需要看到通胀指标的实际读数回落。有记者问，未来什么时候会考虑放缓加息节奏？鲍威尔称，委员会要到下次会议才会考虑这个问题。其强调，距离 9 月会议还有 2 次通胀和 2 次就业数据待公布，美联储决策将保持灵活、高度取决于数据。此外，其在另一个问题后谈到，“正常”情形下预测未来 6-12 个月的经济走势都是困难的，何况是在现在（不寻常的经济状况之下）。不过，鲍威尔提到了“温和限制性”（moderate restrictive）的利率水平是 3-3.5%，基本符合当前 CME 利率市场对于本轮加息终点的预期。

3) 关于“衰退”。这次记者会有 5-6 个问题都提到了“衰退”（recession），可见当前市场对于衰退的担忧。鲍威尔的回答强调了几点：一是，否认当前美国已经陷入衰退（即使市场预期会于明日见到 GDP 连续两个季度环比负增长），逻辑在于其认为就业市场十分强劲，不符合一般衰退的定义；二是，展望后续，其预计会看到需求继续放缓，但这正是美联储希望看到的；三是，其仍然提到“软着陆”（遏制通胀的同时，失业率

不会大幅上升) 是美联储所期望的, 只是这并不容易; 四是, 认为遏制通胀和保证就业不是“取舍”(trade-off) 关系, 因为中长期看物价稳定是就业稳定的前提。其认为, 若就业市场降温, 则通胀有望降温。此外, 有记者问美联储是否有可能犯错(加息太多或太少)。鲍威尔表示, 两方面的风险都客观存在, 但目前更强调“做得太少”(加息太少) 的风险。我们思考: 市场真的关心“衰退”吗? 未必! 恐怕更关心美联储会否因为担忧衰退而放缓加息。美联储真的不惧衰退吗? 也未必! 但当前鲍威尔只能尽量展现对美国经济的信心, 以确保货币政策的紧缩取向不被轻易动摇。

4) 关于金融条件与金融稳定。有记者问, 近期美国金融市场条件有所松动, 美联储认为够不够紧? 鲍威尔机智地将其归功于通胀预期的回落, 并进一步标榜了美联储在预期引导上的成就。只是, 他全然未提“衰退预期”的发酵。有记者问, 美联储是否担心加息过程中的国内外金融稳定状况? 鲍威尔称, 金融市场表现有序, 包括资产价值有序下降, 银行与居民资产负债表健康, 整体呈现乐观图景(decent picture)。

5) 关于缩表。鲍威尔称, 目前美联储的缩表操作在良好地运作, 会按计划于 9 月开始全速缩表, 其模型预计 2-2.5 年美联储资产负债表可以回归“正常”。

4. “中性利率” 下一步

美联储 7 月议息会议后, 美国政策利率达到 2.25%-2.50% 区间, 处于广泛认为的“中性利率”水平。在通胀高企之下, 美国政策利率将继续迈

向“限制性水平”。但考虑到，加息对经济和通胀（预期）的效果开始显现，且在中性利率水平之上的加息对需求的限制或更为明显，美联储可能相机调整紧缩节奏，毕竟“软着陆”仍是美联储尽力追求的理想结局。

具体地，下文讨论“中性利率”之后美国经济、通胀、货币政策和金融市场可能驶向的方向。

经济增长与就业方面，重点关注美国就业市场与经济增长（GDP）指标的背离如何收敛。展望下半年，美国居民和企业的消费和投资活动，很可能延续放缓趋势。近期美国消费、投资信心指标仍在下滑并处于历史较低水平，预示着后续实际支出和投资指标可能进一步下行。但目前，美国就业市场仍然紧俏，失业率仍处于 3.6% 的历史低位，且 6 月非农数据仍超预期，二季度美国非农就业新增 112.4 万人，仍明显高于 2020 年以前的历史水平。这使美国二季度实际 GDP 增速可能延续负增长，与历史上美国 GDP 环比增速和非农就业环比增加值的密切相关性发生背离。当下，紧俏的就业成为“衰退”的挡箭牌，也支撑着美联储“心无旁骛”的紧缩行动。但我们认为，这样的偏离或难持续，一个可能的情形是，未来几个月就业

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_44526

