

宏观点评

2022年8月9日

美国经济已经开始下滑，等待通胀

美联储7月FOMC会议点评

核心内容：

- **长期通胀预期稳定，加息未超预期：**在6月CPI数据超预期达到9.1%后，市场一度预期7月可能加息100bps，但随着通胀预期、消费和房地产业相关数据大多走低，叠加近期原油价格的回落，证明经济已经对紧缩做出迅速的反应，美联储并没有感受到再次提升加息幅度的必要，因此维持了75个基点的决定。联邦目标基金利率达到2.25%-2.50%的中性水平。美联储宣称将继续执行缩表计划，但其实际操作比计划更加谨慎。
- **停止前瞻指引，逐次会议参考数据加息：**美联储决定抛弃前瞻性指引，转为“逐次会议”依据数据加息的灵活模式。其次，由于6、7月份的通胀数据都大超预期，鲍威尔声称9月份议息会议也可能再次有不寻常的高加息，我们的理解是9月的基准情形为50bps，但如果通胀又出现意外上行，75bps就会延续。总体上，由于通胀的高企和劳动市场较好的抗紧缩能力，加息仍将持续，只是力度和频率可能放缓，美联储已经把利息路径推给了数据，故而在通胀出现实质性向2%的目标下降前不宜过早期待金融条件从收紧转向。
- **缩表偏慢，银行间流动性压力增大：**美联储宣称仍将按原计划缩表，目前维持每月300亿美元国债和175亿美元MBS的缩表规模，9月将分别加码至600亿和350亿。但是从实际执行状况来看，美联储在收紧流动性方面依然相当谨慎：截至7月20日，美联储总资产仅减少了182.82亿美元，其中国债减少383.66亿美元，MBS增加188.15亿美元，这一方面可能因为缩表初期的磨合使节奏偏慢，另一方面也可能体现了美联储对紧缩下银行流动性的担忧。
- **经济已经开始下滑，这是美联储想看到的：**在新闻发布会上被路透社问及加息是更倾向于过度还是不足时，鲍威尔虽然没有直接回答，但表示如果现在不控制住通胀未来的麻烦将更大，暗示了美联储加息“矫枉过正”的姿态。近期美国PMI初值、房地产、消费的回落是金融条件收紧的正常结果，是打击总需求以压低通胀的必要条件，并不足以促使美联储货币政策的转向。鲍威尔的发布会稿中两次提及总需求依然强劲，同时表示控制通胀可能伴随着“低于正常趋势的经济增长”，这都体现了美联储鹰派紧缩的态度并未转变。
- **美债进入值得配置的区间，美股仍面临风险：**美国国债可能进入值得配置的区间，一方面通胀和加息预期难以大幅上升，另一方面美联储紧缩使经济预期转弱，这些因素都有利于国债的转好，但需要注意缩表对银行间流动性的影响。美股短期可能有一定向上调整的空间，对利率风险也已经进行了较充分的定价，但是紧缩后对企业盈利在经济下行期下滑的预期仍可能打击估值，风险溢价也大概率还在下行通道，造成美股震荡和下跌。外汇方面，鉴于欧元区复杂的经济状况和债务问题可能导致其紧缩力度难以媲美美联储，日央行仍坚持收益率曲线控制，美元指数短期强势可能仍然较大，但未来有望下行。

分析师

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515030003

特别感谢：

于金潼

7月27日美联储FOMC会议在6月CPI超预期后继续加息75bps，联邦目标基金利率达到2.25%-2.50%的中性水平。美联储宣称将继续执行缩表计划，但其实际操作比计划更加谨慎。同时，在欧央行暂停前瞻性指引后，美联储也宣布将按逐次会议方式决定加息幅度。对于下次和未来的加息路径，美联储尽量做到语焉不详，一方面宣称9月再次出现不寻常的高加息仍有可能，另一方面又暗示随着紧缩持续，未来的加息节奏可能放缓，尽量给自身提供足够灵活性。当前来看，美联储认为控制通胀而牺牲一定经济增长和就业是必要的，且一些重要经济指标也已经较快的对金融条件收紧作出反应。鉴于美联储并未超预期加息100bps并提及可能放缓加息，美股出现较大涨幅，债市则比较谨慎，美元指数仍保持高位。会议重点内容如下：

一、本次为什么没有加息100bps？未来的紧缩路径将如何变化？

在6月CPI数据超预期达到9.1%后，市场一度预期7月可能加息100bps，但随着通胀预期、消费和房地产业相关数据大多走低，叠加近期原油价格的回落，证明经济已经对紧缩做出迅速的反应，美联储并没有感受到再次提升加息幅度的必要，因此维持了75个基点的决定。

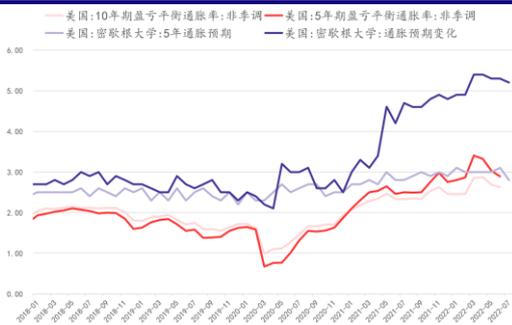
密歇根大学调查的5年和1年通胀预期在7月回落至2.8%和5.2%，显示消费者对美联储在中长期控制住通胀仍有信心，5年和10年美债breakeven通胀预期也基本没有上升，体现美联储预防中长期通胀预期上行形预期螺旋的工作较为成功。而貌似较高的末季调零售数据8.94%的同比增速中接近5.5%是由加油站一项贡献，乘用车和家具家电等已经开始负增长。地产方面，6月新房销售迅速走低，住宅开工下滑，库存走高。所以，经济数据也显示了此前紧缩政策已见成效，考虑到通胀是滞后数据，在经济已经如期转弱时并不需要超预期紧缩。本次加息75bps事实上依然不弱，且加息后已经达到了理论上既不刺激也不限制经济增长的中性利率水平，也给美联储后续灵活调整操作留出空间。

由于联邦基金利率已经达美联储认定的中性，未来三次议息会议只需要两次50bps和一次25bps的加息即可达到美联储6月预测的中位数3.4%，并追上市场预期范围；因此，在通胀不继续上扬的情况下，美联储无需拿出更鹰派的姿态追赶市场，货币政策预期最紧的时刻可能将要过去。鲍威尔在新闻发布会中表示随着货币政策的收紧，“未来放缓加息节奏以评估政策对经济和通胀的影响可能是合适的”这样的鸽派发言也让市场对加息放缓和2023可能的降息充满期待。

在未来的紧缩路径上，美联储采取了灵活的模糊：首先，自己在6月被前瞻性指引绊住手脚以及中性利率达成的情况下，美联储决定抛弃前瞻性指引，转为“逐次会议”依据数据加息的灵活模式。其次，由于6、7月份的通胀数据都大超预期，鲍威尔声称9月份议息会议也可能再次有不寻常的高加息，我们的理解是9月的基准情形为50bps，但如果通胀又出现意外上行，75bps就会延续。总体上，由于通胀的高企和劳动市场较好的抗紧缩能力，加息仍将持续，只是力度和频率可能放缓，美联储已经把利息路径推给了数据，故而在通胀出现实质性向2%的目标下降前不宜过早期待金融条件从收紧转向。

图 1：长期通胀预期较为稳定（%）

图 2：美债 Breakeven 通胀预期（%）

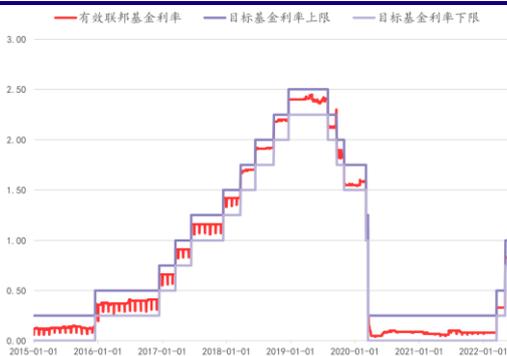


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 3: 联邦基金利率 (%)

图 4: CME 加息预期 (%)



MEETING DATE	MEETING PROBABILITIES					
	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350
2022/9/21	0.0%	0.0%	0.0%	69.0%	31.0%	0.0%
2022/11/2	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	62.0%	34.9%
2022/12/14	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	28.0%	49.7%
2023/2/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	25.9%	48.1%
2023/3/15	0.0%	0.0%	0.0%	6.9%	31.8%	41.4%
2023/5/3	0.0%	0.0%	2.1%	14.3%	34.6%	34.3%
2023/6/14	0.0%	0.8%	7.1%	22.6%	34.5%	25.6%
2023/7/26	0.2%	2.5%	11.3%	25.9%	32.0%	20.9%

资料来源: Fred, 中国银河证券研究院整理

资料来源: CME, 中国银河证券研究院整理

二、缩表偏慢，银行间流动性压力加大

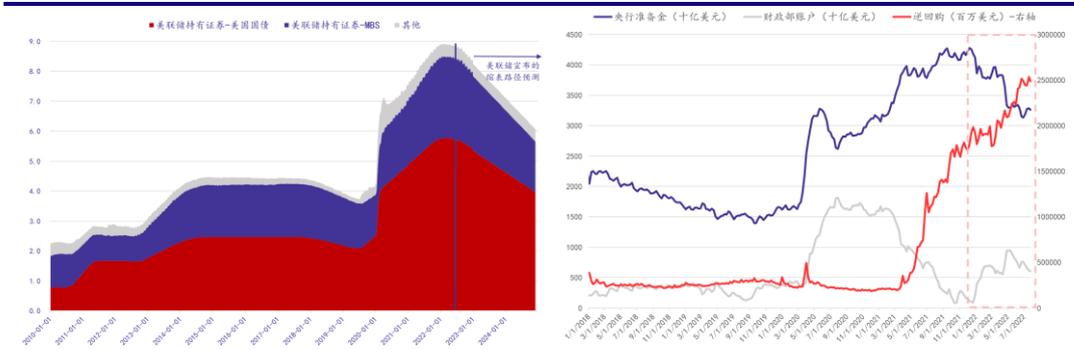
缩表方面，美联储宣称仍将按原计划进行，目前维持每月 300 亿美元国债和 175 亿美元 MBS 的缩表规模，9 月将分别加码至 600 亿和 350 亿。但是从实际执行状况来看，美联储在收紧流动性方面依然相当谨慎：截至 7 月 20 日，美联储总资产仅减少了 182.82 亿美元，其中国债减少 383.66 亿美元，MBS 增加 188.15 亿美元，这一方面可能因为缩表初期的磨合使节奏偏慢，另一方面也可能体现了美联储对紧缩下银行流动性的担忧。

一般来说，当缩表进行时，理想的路径是货币市场基金由“地板利率”提供者逆回购 (RRP) 中撤出，然后将流动性借给银行来购买缩表所释放的国债和 MBS。这种情况下，货币市场基金提供的流动性将直接转化为国债，并不影响银行在美联储的准备金规模，也就不会影响银行体系货币派生。但是目前来看，RRP 规模依然在不断上升，反而是银行在美联储准备金规模在下降。根据美联储 6 月纪要中的解释，减少的国债供应、高流动性水平和政策利率不确定性导致了短期投资需求的上升，这使隔夜逆回购 (ON RRP) 的使用显著上行，也就是说货币市场基金并不热衷于把流动性借给银行系统，而是存在了逆回购中。这种情况下，银行系统承接美联储放出的国债和 MBS 时就必须使用自有资金，因此准备金规模受到消耗，相比 2021 年末的峰值已下降了 9950 亿美元。虽然限制银行系统的货币派生可能是正在打击总需求的

美联储想看到的，但是缩表出售的长债和 MBS 如果主要靠消耗银行准备金承接可能会给银行系统流动性增加过大压力，抬升有效联邦基金利率。因此，美联储近期对缩表操作相对谨慎。

图 5：美联储计划缩表路径（万亿美元）

图 6：银行在美联储准备金持续下滑（%）



资料来源：Fed，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

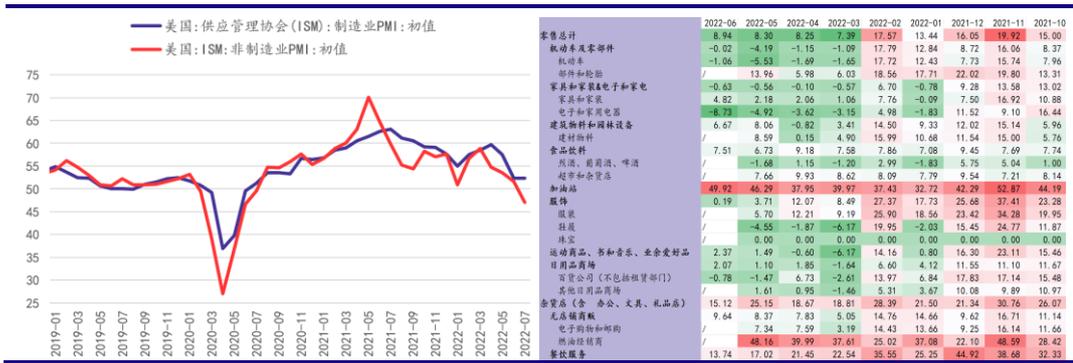
三、经济已经开始下滑，这是美联储想看到的

美联储本次声明的最大变化就是对经济环境的表述。6月会议时美联储认为“整体经济活动在一季度环比下滑后再次加速，需求和消费仍然强悍，但是二季度的商业固定资产投资开始放缓，房地产业活动也由于大幅上行的固定房贷利率有所缓和”。而本月直接改为“近期的支出和生产指标已经弱化；消费支出由于降低的实际可支配收入和收紧的金融条件放缓，房地产业活动由于房贷利率上行走弱，二季度商业固定投资也已经下行”。唯一坚挺的重要数据来自滞后的劳动市场：失业率依然处于 3.6% 的绝对低位，新增非农就业 5 月份下滑后 6 月回升，服务类就业表现依然良好，新增失业金申领人数 7 月依然处于低位。从美联储关注的角度来看，高通胀和低失业依然支持持续紧缩。

虽然近期经济指标的下滑似乎导致美股开始押注美联储货币政策转向的提前，但是经济下滑事实上是美联储想看到的。在新闻发布会上被路透社问及加息是更倾向于过度还是不足时，鲍威尔虽然没有直接回答，但表示如果现在不控制住通胀未来的麻烦将更大，暗示了美联储加息“矫枉过正”的姿态。近期美国 PMI 初值、房地产、消费的回落是金融条件收紧的正常结果，是打击总需求以压低通胀的必要条件，并不足以促使美联储货币政策的转向。鲍威尔的发布会稿中两次提及总需求依然强劲，同时表示控制通胀可能伴随着“低于正常趋势的经济增长”（below-trend economic growth），这都体现了美联储鹰派紧缩的态度并未转变。而关于放缓加息节奏的表述也实属正常，毕竟美联储已经达到自己认定的中性利率，通胀也可能处于见顶期，美联储总不可能一直保持每次 75bps 这种超常节奏，但这并不意味着通胀从 9.1% 向 2% 靠拢前美联储会轻易放松金融条件。

图 7：美国 PMI 初值继续下滑（%）

图 8：美国耐用品消费下行（%）

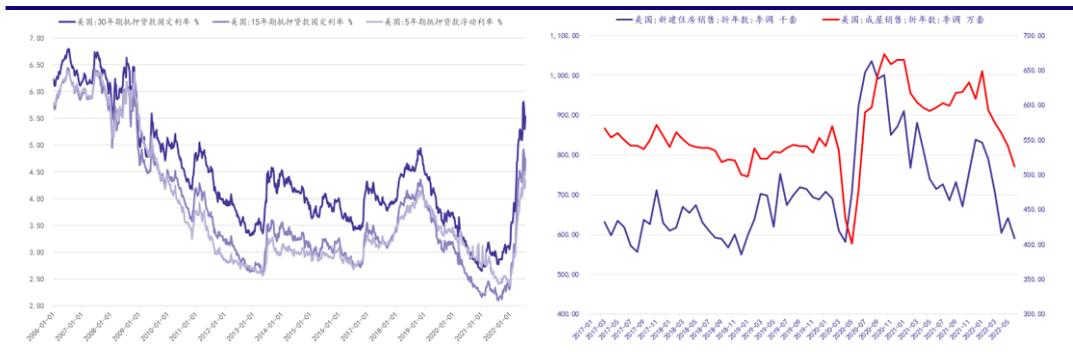


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 9: 美国固定房贷利率大幅提高 (%)

图 10: 房屋销售放缓



资料来源: Fed, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

需要注意的是居民消费虽然下滑, 但可能仍有一定韧性, 通胀下降的过程会比较缓慢, 给美联储保持紧缩提供理由。近期零售数据和个人消费支出在耐用品方面均有所放缓, 库存有所上升, 但这只是消费边际放缓的体现, 而绝对值目前依然处于相当高位。尽管疫情期间积累的超额储蓄已经逐渐耗尽, 美国居民部门由于证券房产等非工资收入的上漲导致资产净值依然较高, 负债率低于以往趋势。尽管实际工资增速受到通胀侵蚀, 居民部门仍然有一定加杠杆消费的能力, 所以美联储通过保持紧缩才能通过更高的借贷成本抑制居民加杠杆消费能力, 使总需求和供给达到平衡。另一个影响美联储的变量就是劳动市场, 但是劳动数据对经济下行的反映一般较为滞后, 同时美国婴儿潮一代正迎来退休, 劳动参与率在需求旺盛时的下降也可能使失业率在低位保持较长时间, 这也利于美联储保持金融条件收紧。总而言之, 虽然市场有迫切期待, 但此次 FOMC 会议呈现的还是一人位臆的美联储

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_45013

