



# 罗志恒：美联储 28 年来最大加息，抗通胀的经济代价有多大？



文/意见领袖专栏作家 罗志恒、粤开证券宏观分析师 方堃



一、政策决议：6月加息 75bp，近 28 年以来首次，缩表速度不变

美联储 6 月利率决议，宣布加息 75bp，为 1994 年 11 月以来的首次。

6 月缩表速度保持不变，每个月减持 475 亿美元的国债和 MBS。

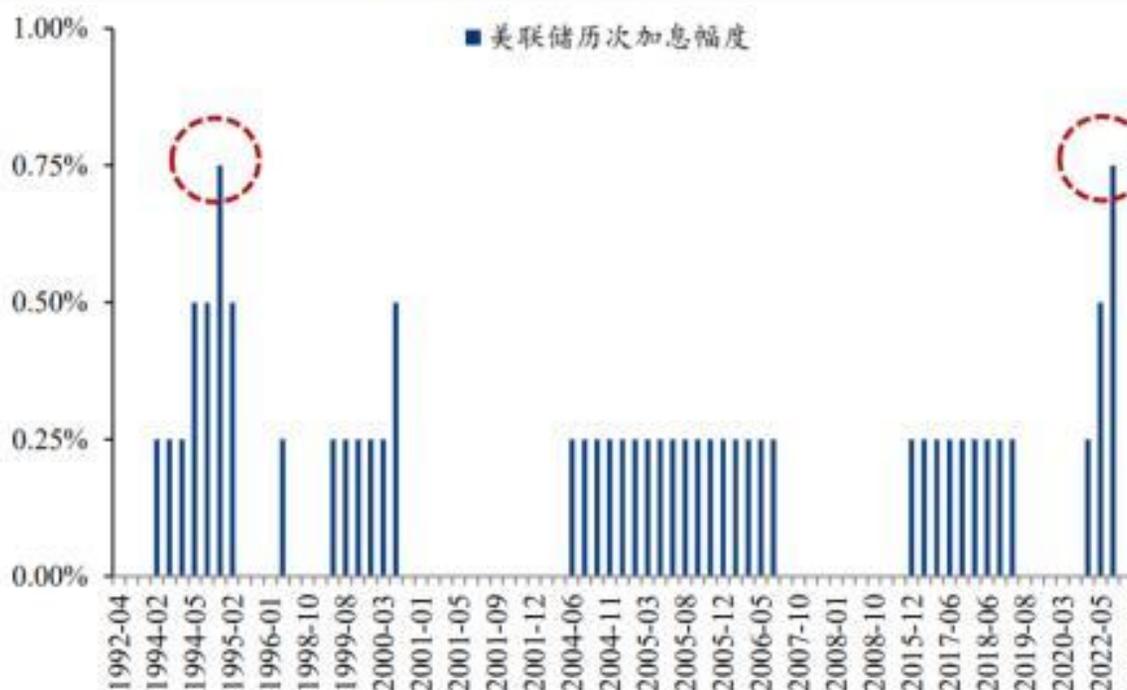
6 月会议前的一周以来，加息恐慌导致美国市场股债双杀，资本市场提前计入了市场预期。美联储加息 75bp，考虑了当前美国政治经济背景，究其原因，一是通胀见顶论证伪，二是加码抗通胀已是政治正确。

一是“通胀见顶论”证伪，货币紧缩必然加码。此前加息 50bp 的基

准假设是通胀下降，美国 5 月 CPI 同比与环比均超预期创新高，因此，美联储收紧货币进一步加码，加息的幅度和节奏都将提升。

二是政府优先抗通胀，加息成政治明牌。拜登在 5 月底首次会见连任后的鲍威尔时，表示不会干预美联储加息，反而明确了当前加息抗通胀是政治任务。反观往年中期选举年，总统偏保守，会反对加息，而拜登政府已将抗通胀列为优先事项。

图表1：美联储自 1994 年 11 月以来首次加息 75bp



资料来源：美联储、粤开证券研究院

## 二、会议声明：坚定稳住通胀，俄乌冲突影响全球经济

本次会议声明基调偏鹰派，肯定了经济基本面回升，海外风险导致高通胀，需要提高加息幅度，尽快实现 2% 的通胀目标。

关于经济，声明中肯定经济在一季度负增长后的修复势头。对整体经济的判断依然积极，但语气上偏保守，“似乎有所回升”。美联储可能预料到对加息对经济的负面影响，当前经济的复苏势头仍面临挑战。

关于通胀，美联储强调了稳住通胀预期的决心。声明中定调“坚定地致力于”（strongly committed to）将通胀率恢复到 2% 的目标。目前随着美国 CPI 创新高，消费者的通胀预期还在提升，这也威胁到了美联储货币政策的可信度。考虑到前两次会议，美联储传递的信息是通胀将回落，但实际上却误判了通胀形势。美联储此次提升加息幅度意图稳住通胀预期，通过利率指引恢复政策的可信度。

关于风险，点名了俄乌冲突对美国的影响。声明中删除上次会议关于“对美国经济影响不确定”的表述，新增了俄乌冲突“正在对全球经济活动造成压力”。这是由于 5 月以来，俄乌局势对全球能源和粮食贸易的冲击，导致能源价格和粮食价格居高不下，加剧了全球四十年一遇的通胀周期，海外因素也导致美国通胀再度创新高。

关于缩表，继续维持每个月减持 300 亿美元国债和 175 亿美元 MBS。美联储已于 6 月 1 日正式开始缩表，前三个月为过渡期，之后扩大缩表速度。按照当前缩表计划，2022 年美联储资产负债表缩减规模将超过 5200 亿美元，2023 年削减规模达到 1.1 万亿美元以上。

关于投票，有一位票委反对加息 75bp。堪萨斯城联储主席乔治依然坚持按照既定路线加息 50bp。

图表2：2022年5月和6月会议声明比较

	2022年5月会议声明	2022年6月会议声明
利率	随着货币政策立场的适当收紧，预计通胀将回到2%的政策目标，劳动力市场将保持强劲。将联邦基金利率的目标区间提高至0.75-1.0%，并预计继续加息是适当的	将联邦基金利率的目标区间提高至1.5-1.75%，并预计继续加息是适当的...委员会坚定地致力于将通胀率恢复到2%的目标。
缩表	6月开始，按缩表计划减少美联储持有的国债、机构债务以及MBS	继续按缩表计划减少美联储持有的国债、机构债务以及MBS
经济	尽管整体经济在第一季度略有下降，但家庭消费支出和就业，企业固定资产投资依然强劲。近几个月就业增长一直很强劲，失业率大幅下降。	整体经济活动在第一季度小幅下滑后似乎有所回升。近几个月就业增长一直很强劲，失业率保持在低位。
风险	俄乌冲突正在造成巨大的人道与经济困难。这对美国经济的影响非常不确定。俄乌冲突和相关事件可能会对通胀造成额外的上升压力，并可能对经济活动产生影响。此外，中国新冠病毒相关的封锁可能会加剧供应链中断。委员会高度关注通货膨胀风险。	俄乌冲突正在造成巨大的人道与经济困难。俄乌冲突和相关事件可能会对通胀造成额外的上升压力，并正在对全球经济活动造成压力。此外，中国新冠病毒相关的封锁可能会加剧供应链中断。委员会高度关注通货膨胀风险。
投票	一致同意	两位美联储新理事投票同意，堪萨斯城联储主席乔治反对，她主张加息50bp

资料来源：同花顺iFind、粤开证券研究院

### 三、经济预测：2022年GDP增速低于疫情前、失业率上升

总体上，6月经济预测体现了通胀形势更加严峻，并反映了加息的负面冲击。具体来看，在调高2022年通胀预测的同时，大幅下调了2022年的经济增长预测，并小幅上调了未来三年的失业率。

关于通胀，大幅上调了2022年的通胀预期，而略有下调后续两年的PCE。2022年PCE、核心PCE预测分别为5.2%、4.3%，分别提升0.9个、0.2个百分点。美联储预测调高年内通胀预测，反映当前美国高通胀是普遍

压力，难以短时间回落，特别是能源、房租、汽车受供给冲击影响，持续拉高通胀。当前油价中枢在 120 美元附近，对居民能源消费价格的传导仍在持续。后续 2023 年、2024 年的 PCE 预测则均下调了 0.1 个百分点。通胀的长期目标依然保持在 2% 不变。

关于经济增长，大幅下调 2022 年 GDP 增速预测，经济增速已经不及疫情前，可能面临衰退风险。下调 2022 年实际 GDP 增速 1.1 个百分点至 1.7%，而最悲观的预测是 1.5%。今年高油价可能挤出居民消费，制约企业生产意愿，叠加货币政策收紧，经济增速将低于疫情前（2019 年度实际 GDP 同比为 2.3%）。预测还将 2023 年、2024 年经济增长分别下调了 0.5 个百分点、0.1 个百分点。历史性的加息周期对经济冲击可能持续，明年还可能继续低增长，甚至低于长期经济增速，需要警惕经济走向衰退。

关于就业，上调未来 3 年的失业率预测，长期失业率预测不变。2022 年失业率预测小幅上调至 3.7%（前值 3.5%）。这反映了美联储在双重目标下的选择，根据菲利普斯曲线，通胀与失业率负相关。今年历史性加息是为了缓解高通胀，可能后果就是失业率的提升。未来两年的失业率预测调整幅度更大，分别达到 3.9%（前值 3.5%）、4.1%（前值 3.6%），甚至可能高于美联储长期失业率目标。

图表3: 美联储 2022 年 6 月会议经济预测变化

经济指标	预测时间	2022E	2023E	2024E	长期
GDP	2022 年 6 月	1.7%	1.7%	1.9%	1.8%
	2022 年 3 月	2.8%	2.2%	2.0%	1.8%
失业率	2022 年 6 月	3.7%	3.9%	4.1%	4.0%
	2022 年 3 月	3.5%	3.5%	3.6%	4.0%
PCE	2022 年 6 月	5.2%	2.6%	2.2%	2.0%
	2022 年 3 月	4.3%	2.7%	2.3%	2.0%
核心 PCE	2022 年 6 月	4.3%	2.7%	2.3%	
	2022 年 3 月	4.1%	2.6%	2.3%	—

资料来源: 美联储、粤开证券研究院

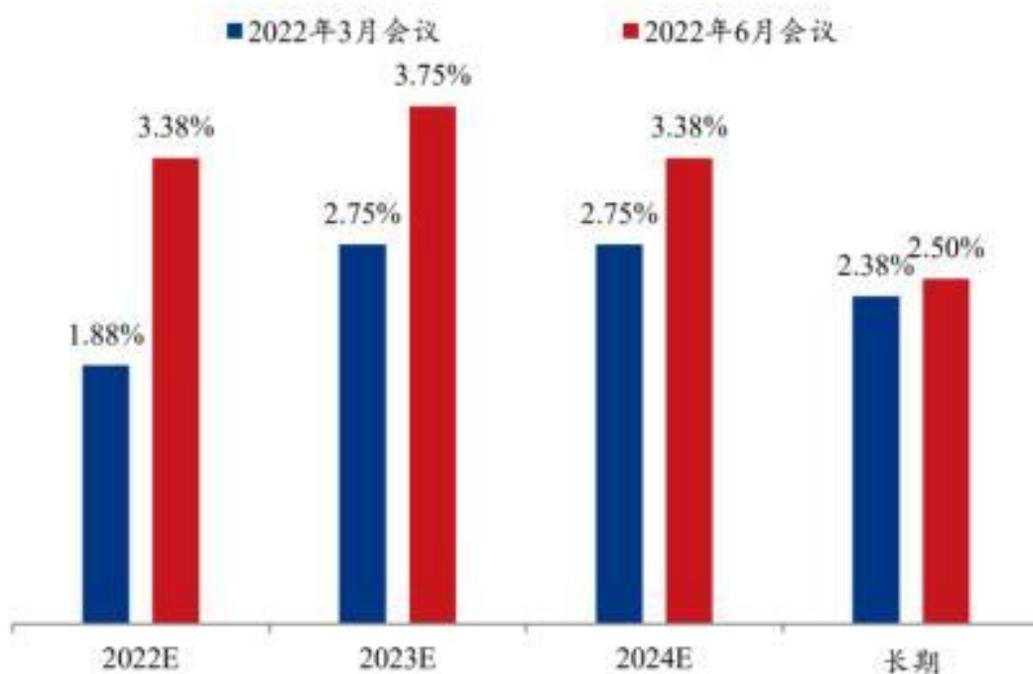
6 月会议的点阵图显示, 利率走势先升后降, 呈现倒 U 型; 年内还有 175bp 的加息幅度, 未来三年的加息路径集中到了 2022 年, 表明联储短期内加息的立场和抗击通胀决心。

最新点阵图显示, 2022 年、2023 年、2024 年的目标利率中位数分别为 3.375%、3.75%、3.375%。而 3 月点阵图预测三年政策利率分别为 1.75%、2.625%、2.625%。6 月 FOMC 点阵图包括了 18 位票委的预测, 新增了两名 5 月新履职的美联储理事。

FOMC 悉数上调今年的政策利率目标, 今年美联储鹰派全面加码。2022 年的利率预测均处于 3%-4% 区间较为集中, 分歧相对较小, 只有一位票委的目标是加息至 3%。年内政策利率终点将达到 3.375%, 意味着年内还有 175bp 的加息空间。这意味着年内剩下的四次会议很可能出现 3 次 50bp 和 1 次 25bp 的组合、或者是 1 次 75bp、2 次 50bp、1 次 25bp 的组合。

FOMC 还上调了 2023 年和 2024 年的利率目标，18 名票委中的 16 人预计明年政策利率将高于 3.5%，5 人预计明年利率将高于 4%。未来三年利率中枢都将提高，但长期利率目标基本维持不变，处于 2.25%至 2.5% 之间。

图表4：会议披露的点阵图中，FOMC 票委对未来利率预测的中位数比较



资料来源：美联储、粤开证券研究院

五、答记者问：75bp 不会成为常态，需要在通胀和失业之间权衡

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\\_43094](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_43094)

