

2022 年 07 月 28 日

相关研究

证券分析师

秦泰 A0230517080006
qintai@swsresearch.com
王茂宇 A0230521120001
wangmy2@swsresearch.com

联系人

秦泰
(8621)23297818×7368
qintai@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

美联储的“舍”与“得”

——美联储 7 月 FOMC 会议点评

主要内容：

- 当地时间 7 月 27 日，美联储召开联邦公开市场委员会（FOMC）议息会议并公布声明，最大变化为：1）加息 75BP 至 2.25%-2.50%，并表示另一个非同寻常的大幅加息将取决于数据。2）根据 5 月公布的缩表计划，将在 9 月将国债、MBS 月缩减规模翻倍。
- **经济衰退的可能性对美联储加息强度形成掣肘。**居民消费快速降温导致经济深度衰退的可能性，使得美联储并未选择 100BP 加息。美联储前期紧缩步伐越快，意味着下半年美国居民需求快速趋冷的可能性越大，越可能约束美联储后续加息的强度和速度，鲍威尔在声明中也提到“近期消费和生产指标放缓”。**但美联储舍去对通胀的更激进压制，能否换来经济软着陆呢？可能难度很大。**下半年不仅居民消费将下滑，投资各分项也将承压。鲍威尔在记者会上虽然表示美国经济当前并不处于衰退，但肯定了美联储为了抑制通胀需要见到经济放缓，为供给恢复创造空间。这意味着美联储虽然不愿激进加息，但滞胀局面未彻底解决下抗击通胀，压制需求仍然是美联储更正确的选择，美国经济压力不可小觑。而如果美联储要在明年避免降息，那么今年年末可能将提前停止加息。
- **美联储未来是否将放缓加息？**经过第二次 75BP 加息，美联储已经达到中性利率大致区间，在此基础上未来美联储操作或日趋谨慎。美联储将不再提供清晰的前瞻指引，而是静候经济数据的发展。一方面，**薪资通胀螺旋缓和趋势较为确定，但目前还未彻底断裂。**前期紧缩对居民消费的抑制还将逐步见效，油价至年底虽可能仍然较高，但可能也有所缓和，使得薪资通胀螺旋放缓趋势确定，但就目前数据来看，还未彻底断裂，从而维持一定紧缩力度也具备必要性。另一方面，**美联储将在 9 月采取更大幅度的缩表操作，也将转化为对居民消费、流动性的更大打击，后续美联储加息节奏或将遵循逐步平缓的态势。**
- **美联储紧缩预期放缓+经济下行，美元指数、10Y 美债利率下半年回落趋势不变。**在美国经济衰退预期增强下，美国 10Y 国债利率已经跌至 2.8% 以下，其中主要为 TIPS 利率下行贡献，但相对来说，美元指数走势仍然较强，主要受到海外央行紧缩步伐分化的影响，但随着美联储紧缩预期的放缓，及目前欧央行仍然坚定的加息态度，美元指数下半年回落的趋势也是非常明确的。预计 10Y 美债利率回落至 2.4%-2.7% 之间。
- **下半年我国出口有韧性，而货币政策外溢影响可控。**我国出口产业链韧性，叠加外需缓慢降温，仍可期待出口对经济相当拉动。6 月我国出口火热，显示在全球能源供给紧张撕裂各国供应链的情况下，我国产业链在疫情冲击之后的迅速恢复令人瞩目，韧性凸显。再加上美国为主的发达国家薪资通胀螺旋尚未断裂，本土生产又持续受到高油价抑制，所以我国外需旺盛可能持续更长时间，夏季出口的火热态势有望延迟至秋天，预计 2022 全年出口增速 12.2%。**美联储紧缩步伐放缓，对我国外溢影响亦将缓和。**随着美联储 75BP 加息落地，后续加息路径将日趋平缓，从而下半年对我国外溢效应将大幅缓和，而且我国资本项目开放度有限，企业外债借入也非常谨慎，出现典型新兴市场危机的可能性也微乎其微，决定我国汇率的根本性因素是我国工业生产和出口韧性，而下半年这两点我们并不担心，预计人民币兑美元年底回升至 6.3-6.6 区间。

当地时间 7 月 27 日，美联储召开联邦公开市场委员会（FOMC）议息会议并公布声明，其中最大变化为：

1) 加息 75BP 至 2.25%-2.50%，并表示另一个非同寻常的大幅加息将取决于数据。

2) 根据 5 月会议公布的缩表计划，将在 9 月将国债月缩减上限提升至 600 亿美元（此前为 300 亿美元），MBS 月缩减上限提升至 350 亿美元（此前为 175 亿美元）。

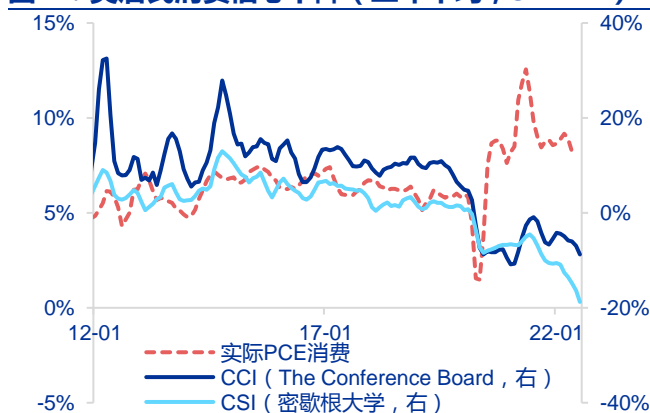
一、经济衰退的可能性对美联储加息强度形成掣肘

居民消费快速降温导致经济深度衰退的可能性，使得美联储并未选择 100BP 加息。前期 6 月 FOMC 会议美联储大幅加息 75BP 深度震撼市场，大幅上调通胀预期、失业率预测给市场传递了美联储“孤注一掷”抗击通胀的信号，但美联储紧缩步伐越快，意味着下半年美国居民需求快速趋冷的可能性越大，越可能约束美联储后续加息的强度和速度，这一点在 7 月加息 75BP，而不是市场一度预期的 100BP 中，已经可以看到，鲍威尔在声明中也提到“近期消费和生产指标放缓”，很明显前期美联储紧缩的力度已经对居民消费形成抑制。

但美联储舍去对通胀的更激进压制，能否换来经济软着陆呢？可能难度很大。

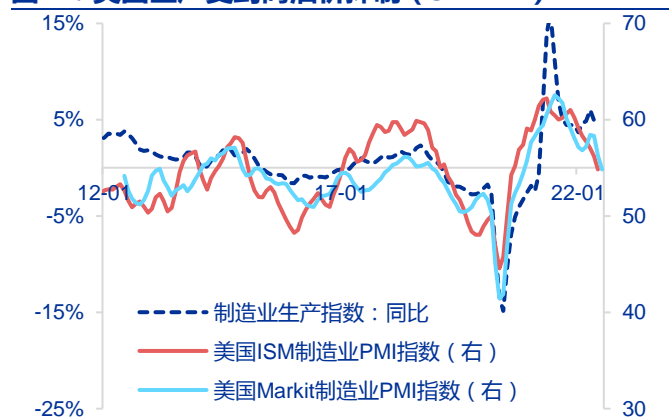
美国实际 PCE 消费支出的回落、居民消费信心大幅下滑、二季度 GDP 几乎是确定的负增长，反映美联储自 3 月开始的加息已经对消费形成比较明显抑制，下半年非住宅投资、住宅投资也都可能有较大压力，美国经济前景并不乐观。鲍威尔在记者会上虽然表示美国经济当前并不处于衰退（劳动力市场火热），但肯定了美联储为了抑制通胀需要见到经济放缓，为供给恢复创造空间。这意味着美联储虽然不愿激进加息，但滞胀局面未彻底解决下抗击通胀，压制需求仍然是美联储更正确的选择，美国经济压力不可小觑。而如果美联储要在明年避免降息，那么今年年末可能将提前停止加息。

图 1：美居民消费信心下降（三年平均，3MMA）



资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 2：美国生产受到高油价抑制（3MMA）



资料来源：CEIC，申万宏源研究

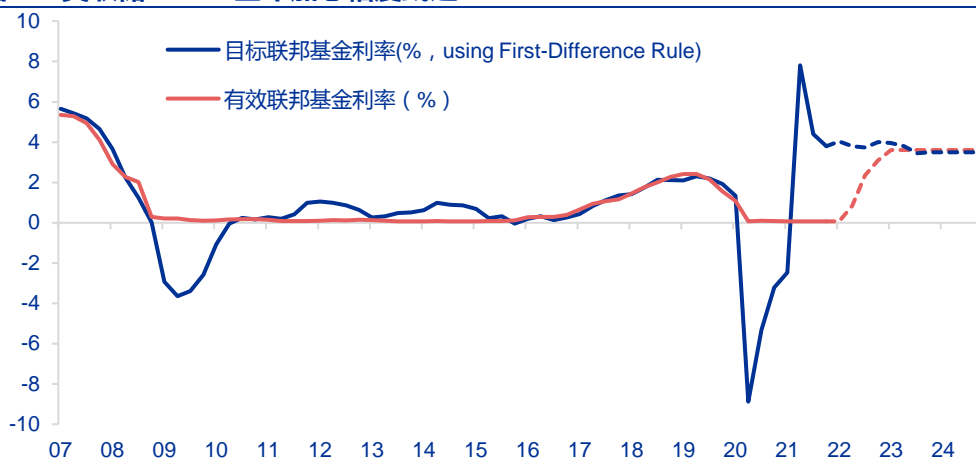
二、美联储未来是否将放缓加息？

经过第二次 75BP 加息，美联储已经达到中性利率大致区间，在此基础上未来美联储操作或日趋谨慎。鲍威尔在此次会议上也承认在未来某个时点放缓加息节奏是合适的，但鉴于海外供给端，特别是能源价格的不确定性，鲍威尔仍强调“另一个非同寻常的大幅加息将取决于数据”，很明显美联储将不再提供清晰的前瞻指引，而是静候经济数据的发展。

1) 一方面，薪资通胀螺旋缓和趋势较为确定，但目前还未彻底断裂。6 月以来油价的小幅下滑，叠加居民消费的降温，使得美国居民通胀预期在 7 月出现较大放缓。美国薪资增速畸高、薪资通胀螺旋核心驱动力的消散，让美联储对于居民通胀预期自我强化螺旋担忧放缓，后续紧缩对居民消费的抑制还将继续见效，而油价至年底虽可能仍然较高，但可能也有所缓和，使得薪资通胀螺旋放缓趋势确定，但就目前数据来看，还未彻底断裂，从而维持一定紧缩力度也具备必要性。

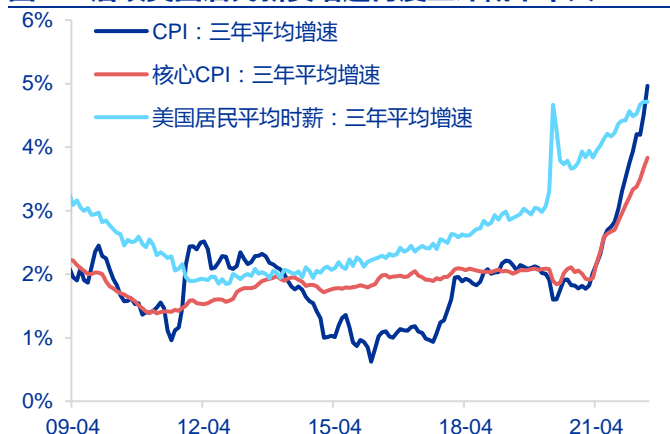
2) 另一方面，美联储将在 9 月采取更大幅度的缩表操作，这也将转化为对居民消费、对过剩流动性的更大打击，后续美联储加息节奏或将遵循逐步平缓的态势。

图 3：美联储 2022 全年加息幅度或达 325BP



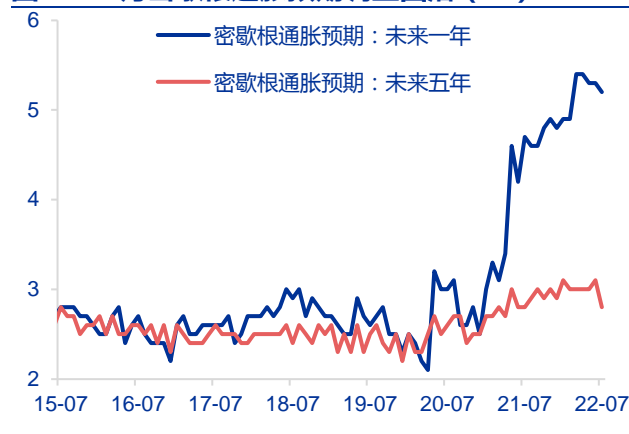
资料来源：CEIC，申万宏源宏观

图 4：后续美国居民薪资增速再度上冲概率不大



资料来源：CEIC，申万宏源宏观

图 5：7 月密歇根通胀预期调查回落（%）



资料来源：CEIC，申万宏源宏观

三、美联储紧缩预期放缓+经济下行，美元指数、10Y 美债利率下半年回落趋势已定

美联储紧缩预期放缓+经济下行，美元指数、10Y 美债利率下半年回落趋势不变。在美国经济衰退预期增强下，美国 10Y 国债利率已经跌至 2.8% 以下，其中主要为 TIPS 利率下行贡献，但相对来说，美元指数走势仍然较强，主要受到海外央行紧缩步伐分化的影响，但随着美联储紧缩预期的放缓，及目前欧央行仍然坚定的加息态度，美元指数下半年回落的趋势也是非常明确的。预计 10Y 美债利率回落至 2.4%-2.7% 之间。

图 6：美元、美债利率下半年回落概率较大



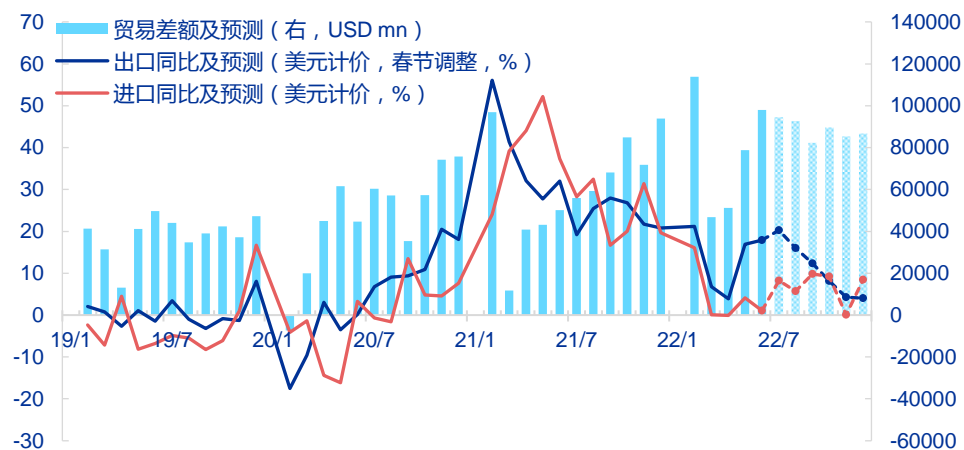
资料来源：CEIC，申万宏源宏观

四、下半年我国出口有韧性，而货币政策外溢影响可控

我国出口产业链韧性，叠加外需缓慢降温，仍可期待出口对经济相当拉动。6 月我国出口火热，显示在全球能源供给紧张撕裂各国供应链的情况下，我国产业链在疫情冲击之后的迅速恢复令人瞩目，韧性凸显。再加上美国为主的发达国家薪资通胀螺旋尚未断裂，本土生产又持续受到高油价抑制，所以我国外需旺盛可能持续更长时间，夏季出口的火热态势有望延迟至秋天，预计 2022 全年出口增速 12.2%。

美联储紧缩步伐放缓，对我国外溢影响亦将缓和。随着美联储 75BP 加息落地，后续加息路径将日趋平缓，从而下半年对我国外溢效应将大幅缓和，而且我国资本项目开放度有限，企业外债借入也非常谨慎，出现典型新兴市场危机的可能性也微乎其微，决定我国汇率的根本性因素是我国工业生产和出口韧性，而下半年这两点我们并不担心，预计人民币兑美元年底回升至 6.3-6.6 区间。

图 7：进出口同比增速及预测（%）



资料来源：CEIC，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东 A 组	陈陶	021-33388362	chentao1@swwhyse.com
华东 B 组	谢文霓	021-33388300	xiewenni@swwhyse.com
华北组	李丹	010-66500631	lidan4@swwhyse.com
华南组	陈左茜	0755-23832751	chenzuoxi@swwhyse.com

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。