

政策目标发生重要转变，9月开启降息“箭在弦上”

——美联储7月货币政策会议点评与展望

研究发展部高级副总监 白雪

事件：美东时间7月31日周三，美联储货币政策委员会会后宣布，联邦基金利率的目标区间仍保持在5.25%-5.50%不变，FOMC投票委员连续第17次会议一致投票支持利率决策。美联储决议声明改称通胀“有所”高企、降通胀取得“一些”进一步进展、就业增长“有所放缓”、失业率仍处低位但“有所上升”；不再称“仍高度关注通胀风险”，改称关注就业和通胀双重使命面临的风险；重申在对降通胀更有信心以前不适合降息、就业和通胀的风险继续更平衡。

会后鲍威尔表示，随着劳动力市场降温和通胀率下降，实现就业和通胀目标的风险继续趋于平衡。他表示，9月货币政策会议上降息可能是一个选项，如果通胀数据支持，美联储最快将在9月选择降息。他透露，FOMC的普遍观点是，目前正在接近适合降息的时间点，但还没有完全达到该时点。

对此，东方金诚解读如下：

本次会议美联储政策目标发生了重要转变，即通胀目标有所放松，就业目标权重上升。背后的原因是二季度以来通胀数据持续改善的同时，劳动力市场继续降温、失业率上行至4%上方，触发美联储对就业的关注程度上升。

本次议息会议政策声明与前次相比变化较大，主要体现在的三点增量信息：一是对就业的评估从此前的“保持强劲”转为“有所放缓”，指出失业率“有所上升”；二是对通胀的描述从“适度”进展调整为“一些”进展，通胀从“处于高位”变成“在某种程度上处于高位”；三是风险平衡，将“实现就业和通胀目标的风险已经向更好的平衡方向发展”调整为“实现就业和通胀目标的风险继续向更好的平衡方向发展。同时，将“继续高度关注通胀风险”调整为“高度关注双目标下的双向风险”。这意味着美联储政策目标从此前的侧重通胀，转向回归兼顾通胀、就业的双重目标。

我们认为，这一转变背后的原因有两点：

一是二季度通胀数据持续改善，这是推动美联储态度转变的关键因素。最新数据显示，5月以来通胀整体下降速度较快，CPI连续两个月低于预期，其中核心CPI呈现明显下降的趋势，从一年前的4.3%显著降至6月的2.6%，较两年前5.6%的峰值更是大幅回落。尤其是权重高、粘性大的房租通胀

在6月出现松动，环比增速降至0.2%，脱离了此前持续近一年的0.4%-0.5%波动区间，而从新签租约领先来看，后续房租涨幅仍将继续回落，这也意味着核心通胀环比将继续“下台阶”。这令美联储更加确信通胀处于稳定下行轨道，对通胀风险的担忧进一步缓解。

二是劳动力市场继续降温、失业率上行至4%上方，触发美联储对就业关注程度上升。二季度非农新增就业人数中枢较一季度继续回落，且4月、5月数据连续出现大幅下修；失业率上升至6月的4.1%、时薪同比增速放缓，均指向劳动力市场正在边际降温。鲍威尔在7月的国会证词中指出，劳动力市场不再是广泛通胀压力的来源，表明美联储对通胀反弹的一大担忧已经消退。更重要的是，美联储对当前就业市场的整体判断虽然仍然是“强劲”，但可能已经较为担心当前就业市场放缓的速度。当前，虽美国失业率的总体水平并不高，但是上升的幅度较大。6月失业率升至4.1%，与美联储6月经济预测中预估的4.2%的长期失业率仅差0.1个百分点。此外，失业率的三个月移动均值与过去12个月低点的差值从0.4升至0.5个百分点，触发判断衰退的“萨姆法则”的经验阈值。如果按照当前的放缓速度，后续就业可能会出现更快下行的势头——历史规律表明，劳动力市场的恶化，往往会产生“失业率上升→家庭削减开支→经济疲软→企业减少投资→裁员减支”这一自我强化的反馈循环。我们推断，这可能是美联储开始对劳动力市场更加关注、赋予就业目标更大权重的一个主要原因。

展望后续政策走向，通胀持续回落、劳动力市场降温，加之经济下行风险加剧，已构成了降息基础。在7月和8月美国通胀不出现反复的情况下，预计美联储将在9月启动首次降息，全年可能降息两次，即三、四季度各降息一次。

我们判断，随着美国通胀持续回落、劳动力市场降温，加之经济下行风险加剧，美联储降息条件已接近达成。

一方面，美国通胀仍将持续缓解，劳动力市场延续降温，为后续降息打开空间。下半年美国CPI、核心CPI通胀中枢总体还将延续温和回落趋势，主要有两方面因素的下拉作用：一是居民超额储蓄不断消耗，叠加收入增速放缓，将引导总消费需求下降；二是从房租、二手车价格等领先指标来看，未来核心商品和核心服务价格的回落具备可持续性，带动通胀压力进一步减轻。同时，二季度雇佣成本指数（ECI）环比继续较前值1.2%显著下行、职位空缺和失业人口比例进一步回落至1.21，劳动力市场也仍将继续处于降温通道。

另一方面，美国经济存在减速风险，降息的必要性上升。目前美国实际利率（10年期美债收益率与CPI同比之差）始终明显高于1%，处于历史较高水平，高限制性利率环境对经济动能的压制已越来越明显，经济减速风险正在加剧。一是近期工资增长放缓，叠加前期政府转移支付带来的超额储蓄

不断消耗，居民信用卡贷款利率仍在历史新高、坏账率有所上行，这将导致未来消费支出放缓。目前，美国个人消费支出价格指数已出现了明显下行。二是近期数据显示房屋销售难见起色，住宅新开工信心趋弱；此外企业融资成本仍高，企业投资增速或趋于减弱，信贷增速呈下行趋势。总体来看，消费和投资增速继续放缓，美国经济下行风险明显加剧，降息必要性上升。

在这一背景下，我们认为，在7月不降息、且10月没有议息会议的情况下，考虑到失业率可能超预期上升从而导致“行动太晚”的风险，美联储在9月开启首次降息将是大概率事件，但前提是7月和8月美国通胀不出现反复。考虑到本轮加息幅度较大，后续降息节奏及幅度方面，当前看仍然存在一定不确定性。基准情形下，9月、12月可能各降息一次。预计降息交易将成为降息落地前的大背景，市场短期风险偏好将会有所提振，美元指数和美债利率或将偏弱震荡。

权利及免责声明：

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、研究观点等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以其他方式传播。未获书面授权的机构及人士不应获取或以其他方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方或/及发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

本研究报告的结论，是在最初发表本报告日期当日按照东方金诚的研究流程及标准做出的独立判断，遵循了客观、公正的原则，未受第三方组织或个人的干预和影响。东方金诚可能不时补充、修订或更新有关信息，也可能发出其他与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但没有义务和责任更新本报告并通知报告使用者。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本声明为本研究报告不可分割的内容，任何使用者使用或引用本报告，应转载本声明。并且，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。