

## 加息预期确认放缓，7月之后实际加息将放缓

证券研究报告

2022年05月28日

### 作者

**宋雪涛** 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110517090003  
songxuetao@tfzq.com

**向静姝** 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110520070002  
xiangjingshu@tfzq.com

### 相关报告

联储货币紧缩再超预期的可能性已经下降，加息预期正在从第一阶段的超调进入第二阶段的平稳和放缓，预计加息将在 Q3（6 月和 7 月议息会议之后）放缓，并可能在 Q4 停止。

**风险提示：美国通胀超预期，美联储紧缩超预期，美国财政刺激超预期**

自我们 5 月初发布《加息预期或已过了最鹰的时候》以来，联储的加息预期出现了显著变化：

### 第一，联储官员对 6-7 月之后的加息路径看法出现分歧。

目前为止，大部分联储委员认为 6 月和 7 月的议息会议上分别加息 50 个基点，但是对于之后的加息路径看法出现分歧，并且开始有年内停止加息的讨论，比如亚特兰大联储主席博斯蒂克（今年没有投票权）认为 9 月停止加息是合理的。

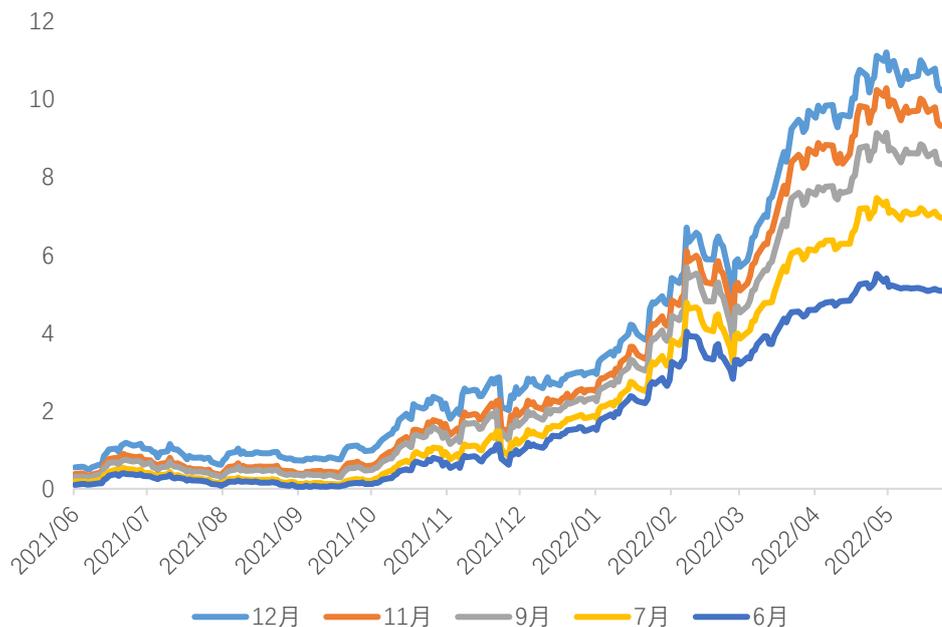
### 第二，5 月议息会议纪要提到了经济前景风险，在政策立场方面，考虑到风险管理是很重要的。

纪要显示“货币政策面临既要恢复价格稳定、又要保持劳动力市场强劲的挑战。鉴于经济前景相关的不确定性很高，与会者认定，在政策立场方面，考虑到风险管理是很重要的。多名与会者认定，迅速撤除货币宽松将让美联储今年晚些时候处于有利地位，能届时评估政策的影响，以及经济变化对政策调整有多大的保障”。

### 第三，联邦基金利率期货隐含加息预期已经从最高点回落。

5 月 3 日是加息预期的高点，隐含年内加息次数 11.2 次（每次 25bp），此后加息预期逐渐回落，之后鲍威尔发表了“必要时将毫不犹豫地加息至中性利率之上”的最鹰派言论，但加息预期不受影响继续回落。5 月议息会议纪要公布后，年内加息次数回落到 10.2 次，7 月加息 50bp 概率高位回落，9 月加息概率明显下降。

图 1：6/7/9/11/12 月隐含加息次数

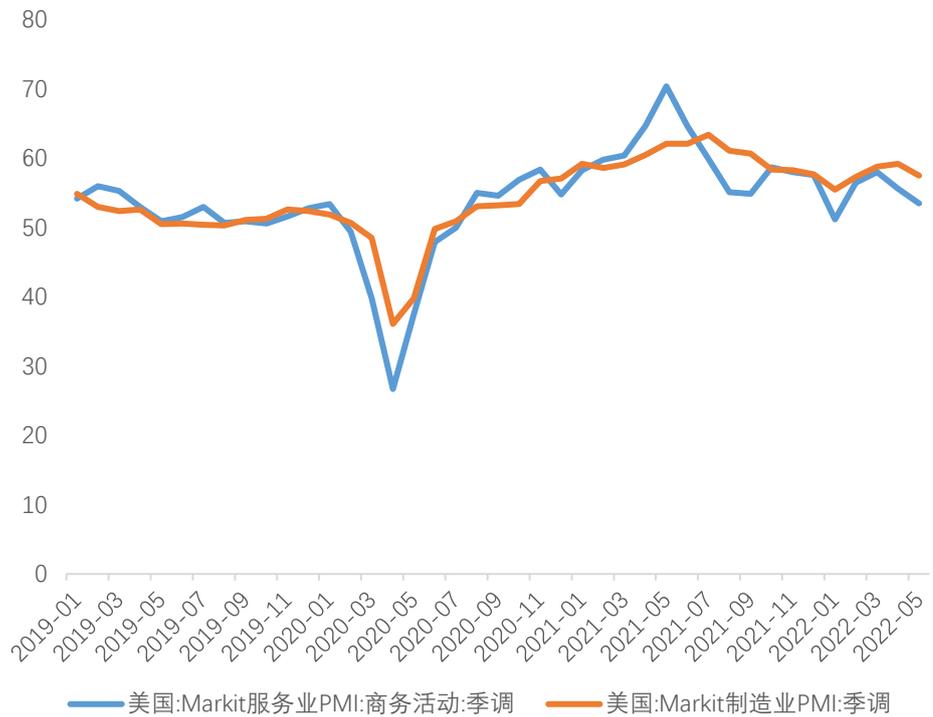


资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

加息预期见顶回落的主要原因，还是近期美国经济数据进一步表现出减速迹象。

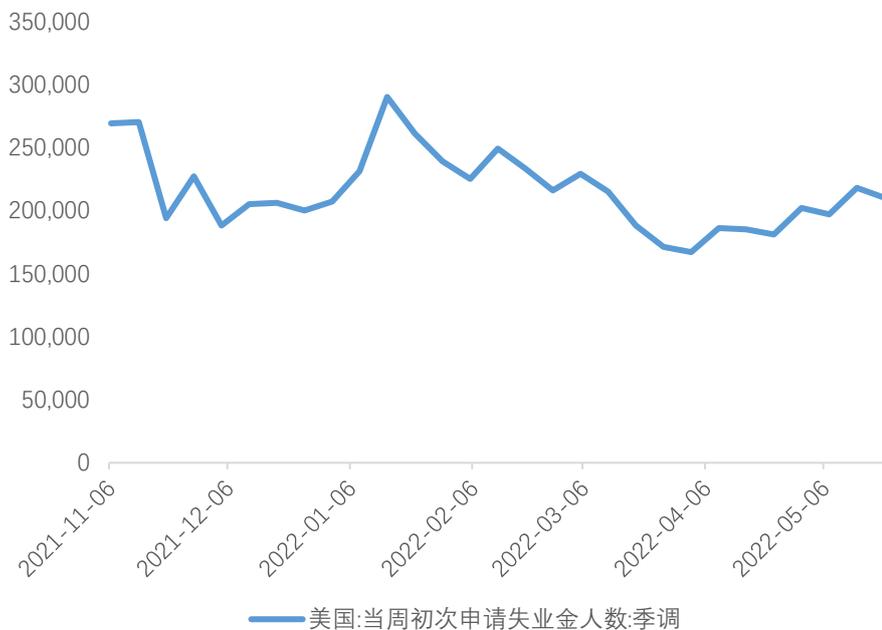
**继 1 季度美国 GDP 环比折年率转负之后，4-5 月高频和前瞻性经济数据继续显示经济正在进一步放缓：**（1）各分区制造业指数 5 月均出现暴跌——里士满联储制造业指数从 14 跌至-9，费城联储制造业指数从 17.6 跌至 2.6，纽约联储制造业指数从 24.6 跌至-11.6；（2）美国 5 月 Markit 制造业 57.5、服务业 53.5、综合 PMI53.8，均不及预期和 4 月数值；（3）5 月第二、三周首次申请失业救济人数分别为 21.8 万人和 21 万人，升至 1 月中旬来近四个月最高水平。首次申请人数的持续增加可能预示劳动力市场出现了一些疲软。随着美联储更积极地收紧货币政策以遏制通胀，预计利率上升将使市场对劳动力的需求减少。

图 2: Markit5 月数据出现回落



资料来源: WIND, 天风证券研究所

图 3: 首申人数激增至 21.8 万人

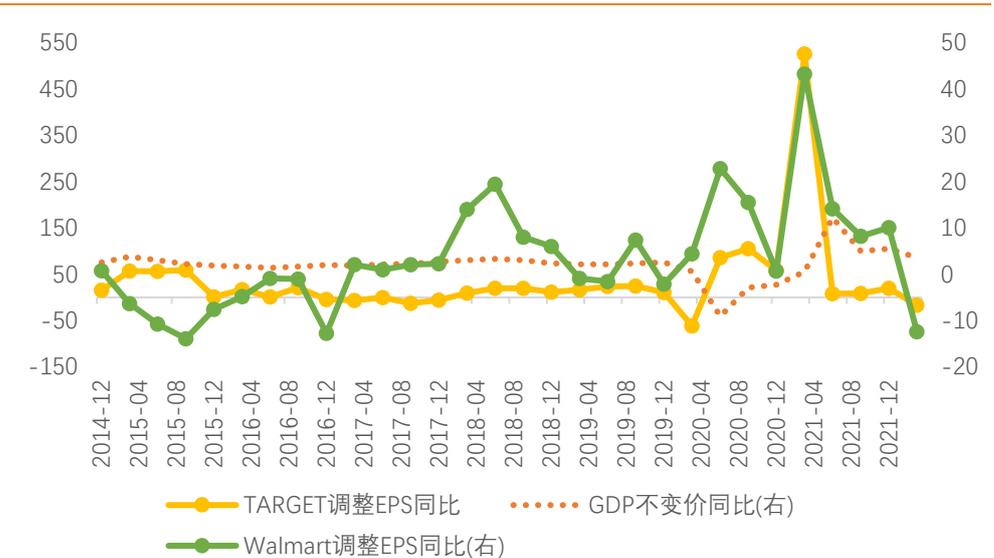


资料来源: WIND, 天风证券研究所

**美股一季报的爆雷情况和企业对未来的业绩指引也愈发悲观。**美国最大的零售商沃尔玛一季报财报爆雷, adjust EPS 同比增速-12.43%, 低于分析师预期-11.9%, 净利润率从去年同期的 1.97% 下降至 1.44%。前瞻指引方面, 下调全年盈利预期至-1%。因受到产品、供应链和员工成本增加的影响, 沃尔玛利润受到侵蚀。美国第二大零售消费集团塔吉特因货运及

库存成本激增，一季度利润“腰斩”（-51.95%）。

图 4：美国实际 GDP 增速（%）和 TARGET、沃尔玛的 EPS 增速同比（%）



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

**金融市场进一步交易衰退预期。（1）股票市场**，标普 500 一度跌逾 20%，目前自高点回撤 13.5%。在 10 年期美债收益率攀升至 3%后，股票和债券价格停止同步波动，这表明市场开始交易衰退。（2）商品市场、镍和铝等工业金属的价格从 3 月的高点分别下跌了 13%、42% 和 30%；（3）信用市场，美国投资级债券息差指数已升至 154 基点，突破了 2018 年 12 月和 2020 年 3 月令美联储货币政策松动的关口。

图 5：投资级债券利差回升至关键点位（%）



资料来源：FRED，天风证券研究所

自 5 月初我们判断“加息预期最鹰时间已过，预计 Q3 加息放缓，Q4 加息停止”以来，市场对联储的加息预期正在逐渐向我们的判断靠拢。加息预期正在从第一阶段（信号期，预期超调）进入第二阶段（观察期，预期放缓），预计在 6-7 月议息会议之后，随着美国通胀连续回落，Q2 经济数据显示更大下行压力，美股深度调整定价衰退预期，加息将在 Q3 放缓，并在 Q4 停止或转向。

同时，在我们月初判断“3%是美债利率的阶段高点，但美股尚未定价衰退”以来，美债利率已经从 3.2% 的高位回落，标普 500 也调整了超过 10%。未来随着加息预期和通胀预期缓和，美债利率将进入回落阶段。美股只有充分消化悲观业绩预期之后，才会进入情绪和估值的修复阶段。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com