

宏观点评 20220615

美联储 6 月会议：加息直至衰退？

2022 年 06 月 15 日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

研究助理 邵翔

执业证书：S0600120120023

shaox@dwzq.com.cn

研究助理 段萌

执业证书：S0600121030024

duanm@dwzq.com.cn

- 对于即将召开的美联储 6 月议息会议，最受关注的莫过于加息路径的变化，对此我们有三大推测：
 - 第一，本次会议加息幅度或扩大至 75bp。一方面，5 月再起预期，美联储希望通胀在年中回落的梦想破碎了，下半年通胀仍为潜在风险。另一方面，6 月密西根大学调查显示，消费者对长期通胀的预期升至 2008 年以来的新高 3.3%（图 3）。种种迹象都加大了美联储加息的决心，而联邦基金利率期货显示，市场已经在预期美联储 6 月加息 75bp。
 - 第二，点阵图对年末利率终值的预测或超过 3%。我们认为美联储在 2022 年 3 月已经出现了政策失误，因此只能以更大的经济代价来挽回。在今年 3 月的议息会议上，美联储将 2022 年通胀（核心 PCE 同比）的上调了 1.4 个百分点，但对 2022 年政策利率的预测仅上调了 1 个百分点。鉴于通胀预测的修正幅度超过了名义政策利率，美联储这一预测的修正显然是违反直觉的——这意味着尽管通胀超调，但美联储此前一直在引导实际利率的下行。
 - 由此可见，正是因为无意间引导了实际利率的下行，美联储 3 月以来的加息并未能起到抗通胀的效果。而为了纠正这一政策失误，美联储在 6 月会议预测时一定会让名义政策利率的上修超过通胀，这也意味着在年内持续大幅的加息将不可避免。3 月点阵图对 2022 年利率终值的预测分别为 1.9%，而 6 月点阵图或上修至 3.25%：7 月和 9 月各加息 50bp，后续每次会议加息 25bp。
 - 第三，年内暂缓加息的概率不大。尽管美国股市已回调至熊市区间，市场对于经济衰退的担忧加剧。但是从鲍威尔、布雷纳德等官员的表态可以看出美联储抗击通胀的决心，将压降通胀作为优先事项，如此看来美联储可以容忍经济增速放缓和失业率的小幅回升（表 1）。
 - 美国通胀的“顽固性”+ 美联储政策的失误 = 20 世纪 90 年代以来最大的年度加息幅度。我们在之前的报告中多次强调 2022 年美国的高通胀十分顽固，除了“通胀—工资螺旋”、供给瓶颈外，通胀逐步向更加“坚挺”的服务业和住房价格蔓延，而二者在 CPI 中的权重分别为 29% 和 31%。失去“先手”的美联储将不得不大幅收紧金融条件，市场预期 2022 年美联储将加息 350bp，这将创下 20 世纪 90 年代之最。
 - 大幅加息+“后周期”，衰退在所难免。2022 年美联储大幅加息下美国经济很难重现 1994 年的“软着陆”：
 - 从经济周期看，与 1994 年复苏阶段的预防式加息不同，当前美国经济处于“后周期”阶段，经济惯性更大，需要更大“剂量”的紧缩，而这会对经济和市场造成更大的冲击；
 - 从货币政策操作，2022 年高通胀会严重限制联储政策的灵活性。1994 年实际通胀的压力可控，这使得格林斯潘治下的美联储能够在看到经济放缓迹象后，迅速在 1995 年 2 月后停止加息，并在 7 月开启“预防式”降息。而当前的高通胀已经成为政策的主要矛盾，美联储在紧缩的道路将“骑虎难下”、难以转向。
 - 从滞胀到衰退，资产如何定价和演绎？2022 年下半年在紧缩之下，美国增长可能先于通胀“倒下”，经济主线将逐步由胀转向滞。当前美股和美债主要交易“胀”，下半年“滞”的因素将逐步显现：
 - 美债：美债仍在交易“胀”背后的加息预期。短期内“通胀-紧缩”逻辑可能将是 10 年期美债收益率上冲至 3.8% 至 4%，不过当前紧缩预期步子迈得过大，随着“滞”的定价开启，美债收益率将转入高位震荡。
 - 美股：对“滞”的定价严重不足。2022 年初以来美股的下跌主要反映的是利率上涨下估值下修，公司盈利预期虽然放缓但依旧保持较高正增速，从历史上看随着衰退临近，美股盈利将转向零增长甚至负增长，这意味着美股的调整远未结束。
 - 美元：“全靠同行帮衬”。滞胀+美联储政策信用下降，这本意味着美元贬值压力将明显上升，但是由于俄乌冲突使得欧洲经济深受打击，欧央行紧缩“畏手畏脚”，欧元的疲软是美元强势的重要支撑。
 - 风险提示：新冠病毒变异导致疫苗失效，确诊病例大爆发导致美国经济重回封锁；俄乌局势失控造成大宗商品价格剧烈波动

相关研究

《被低估的 5 月经济回升：U 还是 V?》

2022-06-15

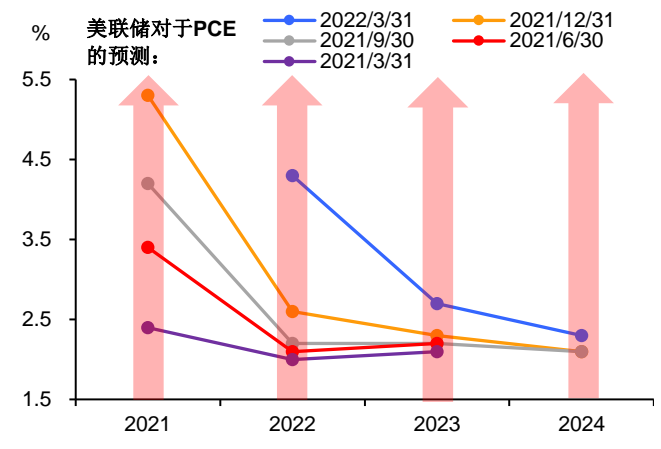
《常态化核酸对二季度 GDP 增速的拉动有多大?》

2022-06-12

《美联储又踩了通胀的雷》

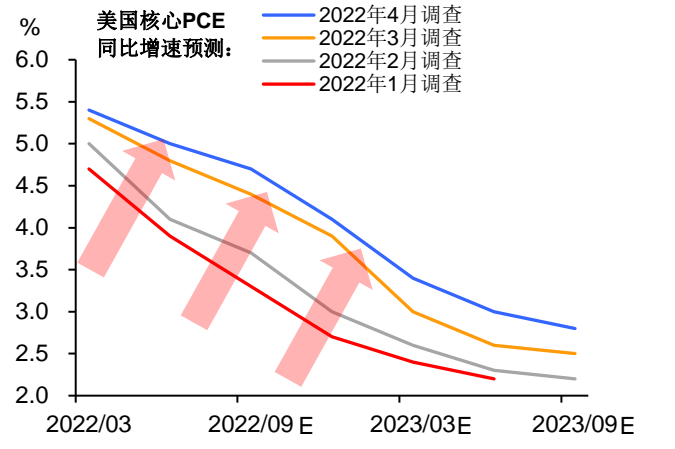
2022-06-11

图1: 美联储持续上调对通胀的预期



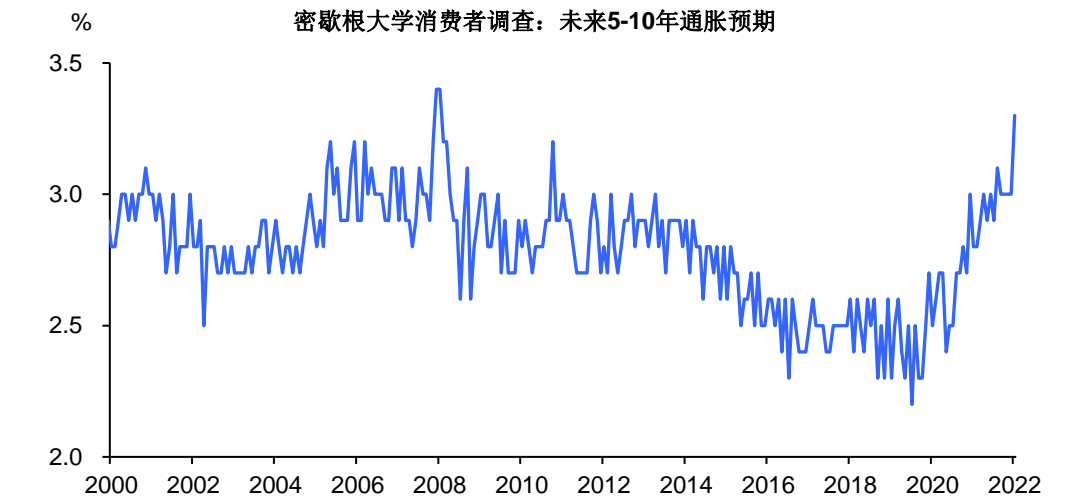
数据来源: 美联储, 东吴证券研究所

图2: 市场持续上调对于美国通胀的预期



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

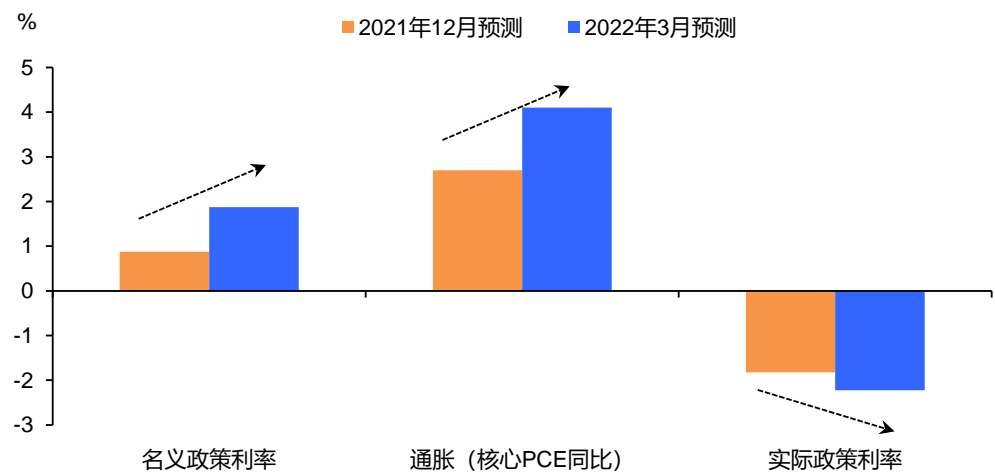
图3: 消费者对长期通胀的预期升至 2008 年以来的新高



注: 截至 2022/06

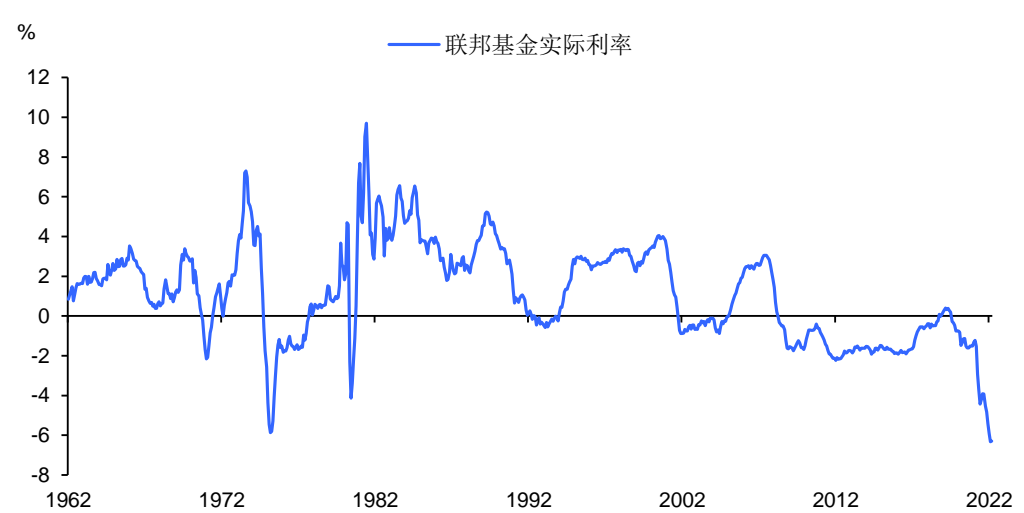
数据来源: 密歇根大学, 东吴证券研究所

图4: 2022年3月, 美联储对于通胀预测的修正幅度超过了名义政策利率



数据来源: 美联储, 东吴证券研究所

图5: 美联储3月以来的加息并未能扭转实际的政策利率创历史新低



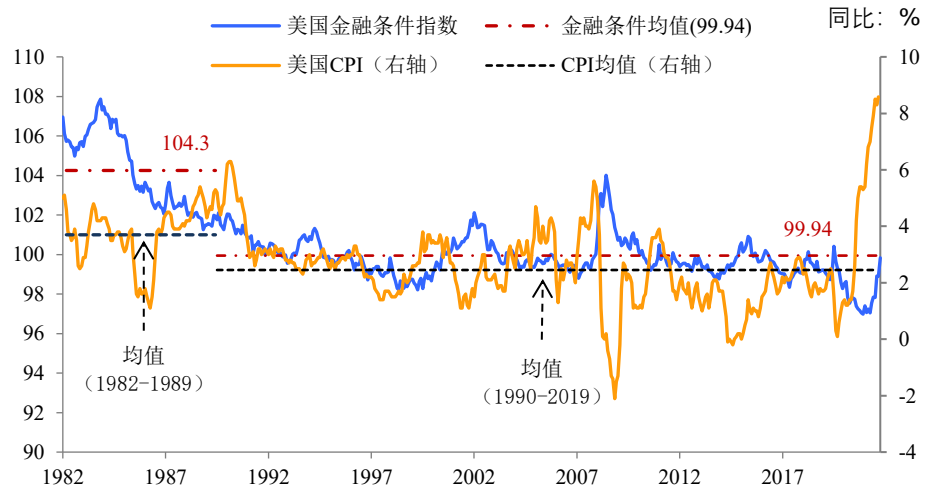
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

表1: 美联储官员表态

官员	职位	日期	表态
布雷纳德	美联储副主席	2022/6/2	通胀是我们目前面临的第一大挑战。当前经济势头强劲, 我们在一个强有力的起点很难找到美联储暂停加息的理由...要把通胀降到2%的目标, 我们还有很多工作要做。我对需求正在放缓方面的信心需要一系列数据来夯实, 其中最重要的是一系列正在减速的通胀数据
梅斯特	克利夫兰联储主席	2022/6/1	如果我没有看到令人信服的证据, 那么我将在九月份的会议上支持加息50bp
沃勒	美联储理事	2022/5/30	我支持在未来几次会议上再收紧50bp。在我看到通胀接近我们2%的目标之前, 我不会放弃加息50bp的选项
鲍威尔	美联储主席	2022/5/17	我们需要看到通胀压力正在下降的明确且令人信服的证据。否则我们将不得不考虑更加坚决地收紧政策, 如果我们得到上述证据, 可以考虑放慢加息的步伐

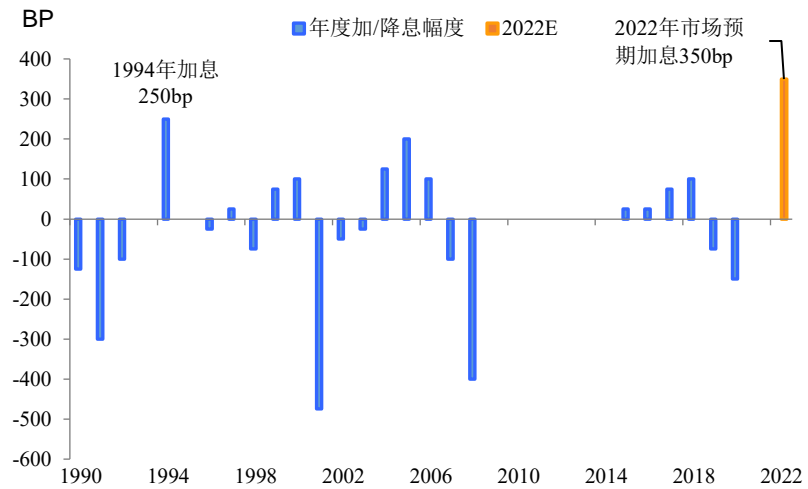
数据来源: CNBC, Bloomberg, 东吴证券研究所

图6: 当前美国的金融条件紧缩程度依旧不足以治理高通胀



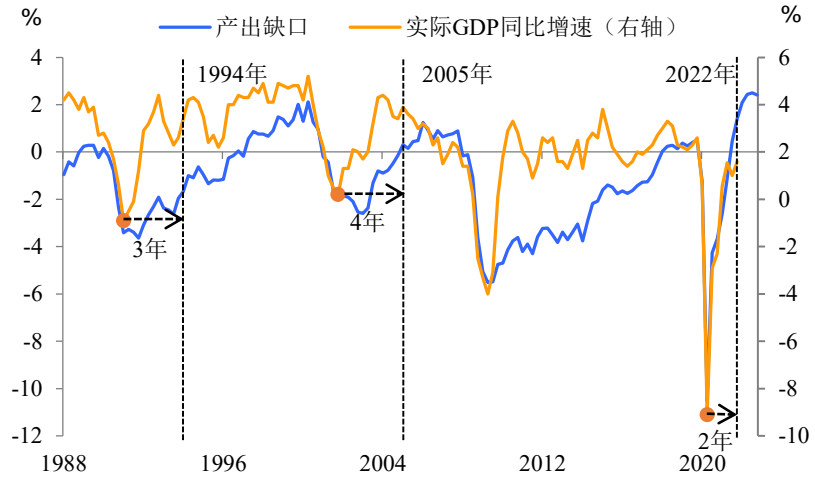
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图7: 2022年美联储加息幅度可能创下1990s之最



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图8: 2022年美国处于后周期阶段, 这和1994年不同



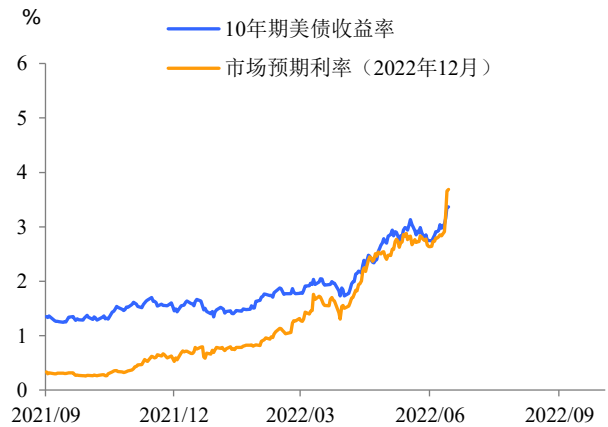
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图9: 美国政策利率和市场预期



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图10: 10年期美债主要交易加息预期



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图11: 美股企业未来盈利对于未来 12 个月衰退的定价不足



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

