

美联储年内加息计价相对充分

风险资产迎来反弹契机

研究院

侯峻

从业资格号: F3024428

投资咨询号: Z0013950

联系人

彭鑫 FICC 组

☎ 010-64405663

✉ pengxin@htfc.com

从业资格号: F3066607

蔡劭立 FICC 组

☎ 0755-23887993

✉ caishaoli@htfc.com

从业资格号: F3056198

投资咨询号: Z0015616

高聪 FICC 组

☎ 021-60828524

✉ gaocong@htfc.com

从业资格号: F3063338

投资咨询号: Z0016648

投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1289号

策略摘要

我们认为至少在 6 月 CPI 公布前, 紧缩预期进一步升温的空间已经很小;

A 股谨慎偏多; 10Y 美债利率有望见顶回落, 贵金属受益; 若美元指数同样见顶回落, 对整体商品指数也将提供一定支撑。

核心观点

■ 会议要点

会议声明要点如下: 一、将基准利率上调 75 个基点至 1.50%-1.75% 区间, 为 1994 年来最大幅度的加息; 二、高度关注通胀风险, “坚决承诺”将通胀率恢复到 2%, 并重申认为持续加息是适当的; 三、维持 5 月的缩表计划不变。

会后鲍威尔新闻发布会要点: 一、埋下 7 月再加息 75bp 的伏笔, “预计加息 75 个基点的举措不会成为常态, 下次会议最有可能是加息 50 个基点或 75 个基点”; 二、控制通胀措辞较为坚决, “坚定地致力于让通胀回落, 劳动力市场极度紧张, 再次强调通货膨胀太高”; 三、年内的紧缩判断低于市场计价, “希望在年底前将利率维持在 3%-3.5% 的紧缩性水平”, 截至 6 月 16 日利率衍生品已经计价年内基准利率再加息 7.7 个 25bp 接近 3.5%-3.75%。

加息落地后, 风险资产有所反弹。道指结束了连续 5 天的下跌, 录得上涨 1%, 标普 500 上涨 1.46%, 纳指上涨 2.5%; 10Y 美债利率从一度逼近 3.5% 回落至 3.3% 附近, 美元指数从 105.8 的高点回落至 104.8 左右, 原油价格录得调整。

■ 美联储陷入进退维谷的境地

美国 5 月通胀再度超预期。美国 5 月 CPI 同比上涨 8.6%, 创 1981 年 12 月以来新高。能源相关物价的抬升是造成 CPI 超预期的主要原因, 能源价格指数同比上涨了 34.6%。核心 CPI 几乎所有分项全面上涨, 其中贡献最大的是大宗商品、新车和二手车价格分别环比上涨 1.0%、1.8%、0.7%; 核心服务也非常强劲, 环比增长了 0.6%。CPI 的各个分项全面上涨显示能源价格的持续走高已经向各个领域深入传导, 居高不下的通胀也将给美联储施加了更强的紧缩压力。

当前美国通胀压力或许比 CPI 数值所显示的要更严峻。根据美国国家经济研究局

(NBER) 的一篇论文显示, 根据美国劳工部数据, 目前 5 月的 CPI 同步增长 8.6%, 尽管远低于 1980 年 3 月 14.8% 的峰值。但问题是, 当前美国 CPI 在房地产分项上的统计方式和 1983 年前有很重要的区别, 1983 年以前统计方法是综合考虑住房的房贷利

率、房产税、保险还有维护成本，该统计方案下房贷利率对住房成本的影响非常大。1983 年以后劳工部推出了新的统计方案——所有者等价租金（OER）。这使得住房 CPI 权重大幅下降，且和租金 CPI 的相关性大幅提高。若采用 1962 年的统计方案，2022 年 3 月的 CPI 为 9.4%，而 1980 年 3 月的峰值为 10.6%，两者仅相差 1.2 个百分点。

部分前瞻指标显示目前境外经济下行甚至经济衰退的风险有所上升。6 月 13 日美债 10Y-2Y 利率自 4 月以来再度倒挂，前瞻的美国制造业 PMI 乃至美国信贷数据均显示后续经济将面临下行压力。更为重要的是，作为美国经济重要引擎的消费也出现了一定颓势，美国 5 月零售销售环比录得-0.3%，前值为增长 0.9%。在美国失业救济补贴到期，以及美联储的持续紧缩背景下，美国经济下行压力正逐渐加大。

美联储陷入进退维谷的境地。随着美国 CPI 始终居高不下，且美国中期选举临近，美联储正面临着越来越大的通胀调控压力。5 月通胀数据公布后，美国总统拜登迅速“甩锅”，他发表声明称“今天的报告强调了我为什么把抗击通货膨胀作为我的首要经济任务”，表示将给予美联储调控通胀的空间，早在 5 月底，拜登就将表示美联储“肩负控制通胀的主要责任”。因此后续美联储或将面临通胀或衰退的进退维谷境地，持续收紧货币政策将给经济带来严峻的下行压力，而保护经济软着陆又势必将放任通胀维持高位甚至继续走高。

■ 来自美联储紧缩的风险

6 月美联储正式开启缩表路径，我们复盘上轮缩表对资产价格的影响。上一轮缩表发生在 2017 年 10 月，距离 2015 年 12 月正式加息后约 2 年时间，其中美联储于 2017 年 4 月的会议纪要上释放了缩表信号，并于 2017 年 6 月议息会议上披露 QE 方案，最终于 2017 年 9 月议息会议正式宣布启动缩表。长周期看，缩表对资产价格的影响相对直接，美联储资产负债表和金融资产相关性显著，和美股显著正相关性高达 0.9，和美债利率负相关性高达 -0.849，和沪深 300 录得 0.68 的一定正相关。回溯最近一轮缩表，在 2017 年-2019 年缩表阶段，商品指数和美联储资产负债表的相关性为 -0.29，商品板块中相关性较高的是谷物（-0.81）、农副产品（-0.68）、软商品（0.82）。

目前市场较为担心重演七十年代大滞胀阶段。当时的背景是需求强劲叠加供给冲击共振下，控制通胀成为影响总统支持率的重要因素，1979 年 7 月时任总统卡特任命了沃尔克为美联储主席来打压高通胀。沃尔克在其上任初期（1979 年-1980 年）将联邦基金利率由约 10%上调至 20%，并在 1980 年 5-8 月短暂调降基准利率后于 1981 年两度将基准利率调高至约 22%，可以看见当时的货币政策环境是超级鹰派的。

通过复盘当时的资产价格表现来看，一、股指面临调整压力，但并非金融危机式下跌，道指下跌了 5.7%，但在短暂降息期间美股又再度大涨超 20%，道指上涨 21.8%，纳指上涨 28.5%，至 1980 年第二轮加息后股指则表现坚挺；二、商品中的原油和黄金表

现突出，沃尔克第一轮加息中原油和黄金分别录得上涨 60.9%和 90.8%，表现突出，家禽、食品、油脂等价格受到加息冲击。三、美元指数和美债利率跟随政策利率同涨。

■ 行情分析

综合来看，会议整体符合预期，超预期的部分在于鲍威尔表示下次会议还可能会加息 75bp。考虑美债 10Y 利率已经一度逼近 3.5%，截至 6 月 16 日利率衍生品已经计价年内基准利率再加息 7.7 个 25bp 接近 3.5%-3.75%，我们认为至少在 6 月 CPI 前，紧缩预期进一步升温的空间已经很小。

短期境外紧缩冲击告一段落后，A 股在国内经济预期改善、货币边际宽松的支撑下可以继续保持乐观；此外，紧缩计价见顶回落，叠加美国经济下行压力增大，有望推动 10Y 美债利率见顶回落，贵金属将再度受益；而美元指数还需要看到欧洲央行如何应对意大利、西班牙等国家国债利率过快上升风险，若美元指数同样见顶回落，对整体商品指数也将提供一定支撑。

表1: 近几次重要 FOMC 议息会议摘要

	2022 年 6 月会议	2022 年 5 月会议	2022 年 3 月会议	2022 年 1 月会议
经济活动	经济活动在第一季小幅下降后似乎已有所回升。最近几个月就业增长强劲, 且失业率保持在低位。	今年一季度有所下滑, 但家庭支出和企业固定投资仍然表现强劲。近几个月来, 就业岗位增长扎实, 失业率已经大幅下降。	经济活动和就业指标保持强劲	受大流行影响最严重的行业在最近几个月有所改善, 但受到了最近新冠病例急剧上升的影响。
通胀	通胀仍然高企, 反映出与疫情有关的供需失衡、能源价格上涨和更广泛的物价压力。	通货膨胀水平仍然处于高位, 反映了与疫情有关的供需失衡、能源价格上涨以及更为广泛的价格压力。	通货膨胀仍然居高不下, 反映出与大流行、能源涨价及更广泛的涨价压力相关的供需失衡。	供需失衡导致通胀高企。与新冠肺炎疫情相关的供需失衡和经济的重新开放继续导致通胀水平上升。近几个月就业增长强劲, 失业率大幅下降。
对后续经济和通胀的观点	俄乌冲突正在造成巨大的民生和经济困难。冲突和相关事件正在给通胀制造额外的上行压力, 并正在拖累全球经济活动。此外, 供应链断裂可能会加剧。委员会高度关注通胀风险。	俄罗斯对乌克兰的入侵正在造成巨大的人道与经济困难。这对美国的经济影响是非常不确定的。入侵和相关事件正在对通货膨胀造成额外的上升压力, 对可能对经济活动产生影响。此外, 中国的疫情封控可能会加剧供应链的破坏。委员会高度关注着通胀风险。	俄乌冲突对美国经济的影响高度不确定, 或对通胀造成额外的上行压力。	疫苗接种进展、供应紧张的缓和将支撑增长、就业、降低通胀。
利率和购债规模	委员会决定将联邦基金利率的目标区间上调至 1.5% 至 1.75%, 并预计继续上调该目标区间将是合适之举。此外, 如 5 月份发布的《缩减美联储资产负债表规模的计划》所述, 委员会将继续减持美国国债、机构债券和机构抵押贷款支持证券。	委员会决定将联邦基金利率的目标区间提高到 0.75%-1%。并预计利率目标区间的持续提高将是适当的。此外, 委员会决定在 6 月 1 日开始减少其持有的国债、机构债务以及 MBS, 正如与本声明同时发布的《缩减美联储资产负债表规模的计划》中所述。	FOMC 的委员会后投票决定, 将政策利率联邦基金利率的目标区间上调 25 个基点, 升至 0.25% 到 0.50%。	美联储将基准利率维持在 0%-0.25% 不变, 符合市场预期。每月资产购买规模将减少 300 亿美元 (维持不变)。资产购买将在 3 月初结束。美联储强调很快就会适当地提高联邦基金利率, 并表示将在加息后开始缩减资产负债表。

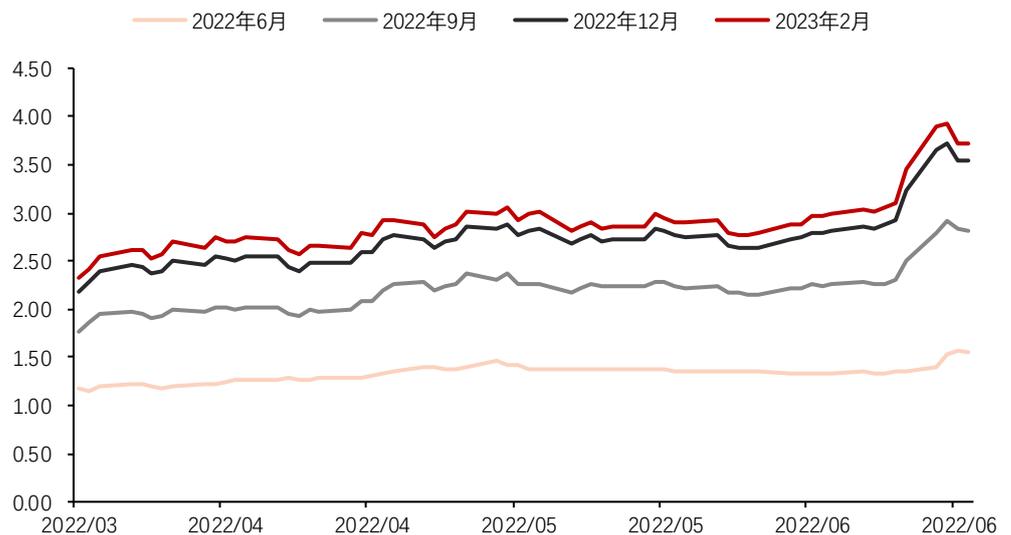
资料来源: Wind 华泰期货研究院

图1： 不同核算方案下的美国 CPI 数据存在差异¹ | 单位：%



数据来源：NBER 华泰期货研究院

图2： 美国联邦利率期货隐含政策利率 | 单位：%



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

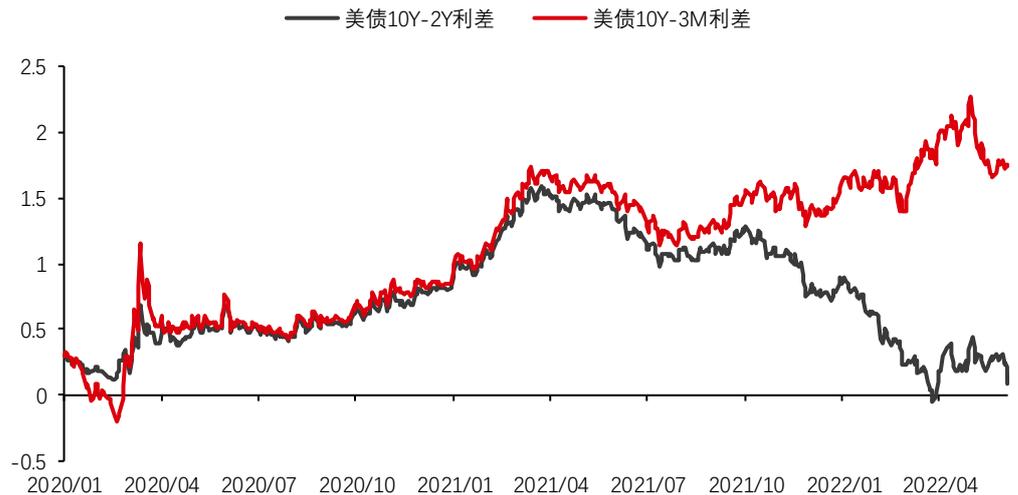
¹ 《COMPARING PAST AND PRESENT INFLATION》，作者 Marijn A. Bolhuis, Judd N. L. Cramer, Lawrence H. Summers

图3: 美国经济月度热力图 | 单位: %

	指标名称	单位	2022/05	2022/04	2022/03	2022/02	2022/01	2021/12	2021/11	2021/10	2021/09	2021/08	2021/07	2021/06	2021/05
	GDP:不变价:同比	%			3.5695		5.5334		4.95		12.23				
投资	ISM制造业PMI		56.10	55.40	57.10	58.60	57.60	58.80	61.10	60.80	61.10	59.90	59.50	60.6	61.2
	全部制造业:新增订单:当月同比	%		9.39	8.88	8.50	6.86	8.13	9.17	8.54	8.64	9.54	9.12	15.49	21.11
	成屋+新建住房销售	万套		1152	1284	1385	1480	1448	1389	1290	1350	1285	1329	1311	1332
就业	新增非农就业人数	千人	390.00	428.00	431.00	678.00	467.00	199.00	210.00	531.00	194.00	235.00	943.00	850	559
	失业率	%	3.60	3.60	3.60	3.80	4.00	3.90	4.20	4.60	4.70	5.20	5.40	5.9	5.8
	非农职位空缺数	万人		1140	1154.9	1134.4	1128.3	1144.8	1092.2	1109.4	1067.3	1062.9	1078.3	985.2	963.9
消费	CPI:当月同比	%	8.60	8.30	8.50	7.90	7.50	7.00	6.80	6.20	5.40	5.30	5.40	5.4	5
	零售和食品服务销售额:同比	%		8.70	7.32	18.04	13.44	16.05	19.92	15.00	14.53	15.93	15.85	19.86	27.86
	个人可支配收入:同比	%		-0.27	-15.51	4.02	-5.03	6.12	6.04	4.22	3.25	5.35	1.48	1.1	-0.24
	个人消费支出:同比	%		9.22	9.37	13.45	11.56	12.88	13.30	12.12	11.10	12.06	11.93	13.77	19.65
财政	财政收入:同比	%	-16.12	96.65	17.77	16.73	20.91	40.63	28.08	19.45	23.14	20.23	-53.50	86.52	166.73
	财政支出:同比	%	-23.58	-16.45	-45.23	-9.44	-36.73	3.75	29.53	-13.95	4.69	3.73	-9.97	-43.58	4.03
贸易	出口金额:同比	%		21.66	17.72	20.34	15.31	19.80	21.53	23.00	16.82	23.07	24.85	32.83	43.54
	进口金额:同比	%		24.26	27.71	24.03	20.81	21.32	20.85	18.38	20.14	20.59	22.21	35.17	37.8

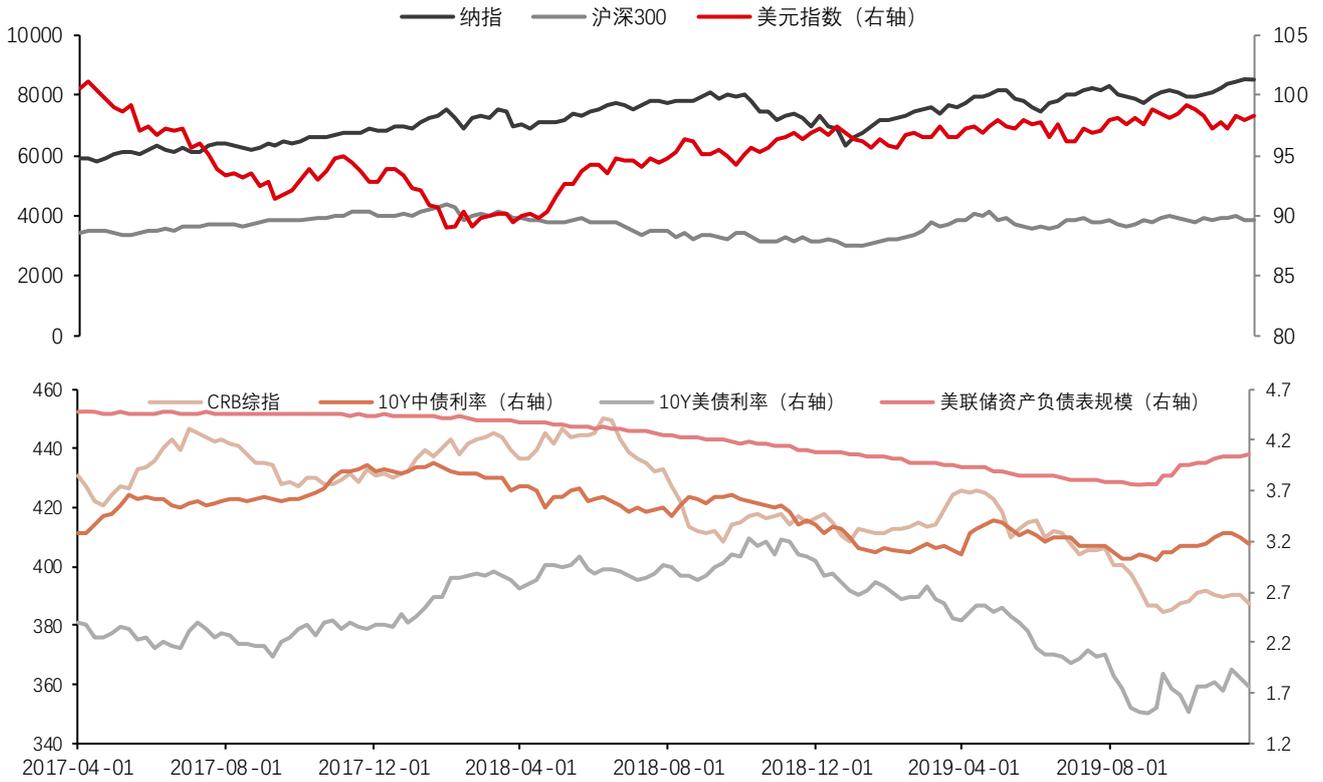
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图4: 6月14日 10Y-2Y美债利率再度倒挂 | 单位: %



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图5： 上轮缩表下的大类资产表现 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

表2： 2007 年至今美联储资产负债表和各类资产的相关性 | 单位：%

	美元指数	纳指	沪深 300	CRB 综指	10Y 中债利率	10Y 美债利率
纳指	0.503864	1				
沪深 300	0.155775	0.697077	1			
CRB 综指	-0.32079	0.426803	0.593739	1		
10Y 中债利率	-0.67326	-0.47028	-0.33303	0.332823	1	
10Y 美债利率	-0.3375	-0.6707	-0.56828	-0.52562	0.618534	1
美联储资产负债规模	0.434983	0.903195	0.684515	0.567008	-0.49639	-0.84967

资料来源：Wind 华泰期货研究院

图6： 沃尔克时期美联储将政策目标利率抬升至 20%以上 | 单位：%



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

表3： 1979-1981年期间沃尔克超级鹰派下的资产表现 | 单位：%

时间	美国: 联邦基金利率	美元指数	道指	纳指	原油	美国 10Y 国债利率	CRB 现货指数: 综合	CRB: 纺织品	CRB: 工业原料	CRB: 家畜	CRB: 金属	CRB: 食品	CRB: 油脂	黄金
1979/6/18-1980/4/11	8.33%	1.54%	-5.70%	1.40%	60.96%	2.84%	1.15%	34.29%	6.31%	-29.7%	-0.06%	-2.79%	-17.3%	90.83%
1980/8/11-1981/1/5	10.20%	3.71%	2.96%	15.28%	9.63%	1.12%	0.53%	-0.08%	3.20%	-3.57%	6.15%	0.29%	-4.3%	-3.16%

资料来源：Wind 华泰期货研究院 备注：利率均为绝对值变化

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com