

2022年06月16日

华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

# 进退维谷：爆表的通胀和渐近的衰退

## 事件

分析师：谭倩

执业证书编号：S1050521120005

邮箱：tanqian@cfsc.com.cn

联系人：纪翔

执业证书编号：S1050521110004

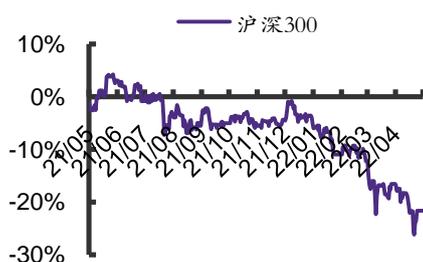
邮箱：jixiang@cfsc.com.cn

联系人：杨芹芹

执业证书编号：S1050121110002

邮箱：yangqq@cfsc.com.cn

### 最近一年大盘表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

### 相关研究

《社融塌陷的远虑与近忧》20220514

《4月非农数据点评：喜忧参半，会有

75BP加息吗》20220510

《5月美联储议息会议点评：如期的加息

缩表，罕见的鹰中带鸽》20220505

北京时间6月16日凌晨两点半，美联储召开了6月份的议息会议，决定6月份加息75BP，并将2022年经济全年经济增长从2.8%下调至1.7%，全年通胀预期从4.3%上调至5.2%，全年中性利率目标为3.4%。

## 投资要点

### 核心观点

- 1、5月通胀数据再度爆表，倒逼美联储激进加息。6月加息75BP，为1994年以来的最大加息幅度。
- 2、点阵图显示美联储在2022年还有175BP左右的加息空间，2023年小幅加息，2024年开始宽松。
- 3、大幅上调通胀预期，抗通胀仍是第一要务。将2022年通胀预期从4.3%上调至5.2%，考虑到俄乌冲突和供应链影响，通胀将继续保持8%的水平一段时间，在三季度中下旬震荡回落。
- 4、大幅下调全年的经济预测，经济下行压力凸显。将2022年经济中枢从3月的2.8%大幅下调至1.7%，加息将进一步冲击需求，经济“软着陆”难度加大。
- 5、市场是看预期的，短期喘息，挑战犹存。预期引导带来的短期情绪乐观是不能盖住强硬加息带来的实际流动性和对经济运行的挑战。
- 6、中美经济货币双周期背离，内松外紧。A股以我为主，但仍需注意外部扰动。

### 风险提示

- (1) 通胀上涨超预期
- (2) 俄乌局势超预期
- (3) 消费加速下滑

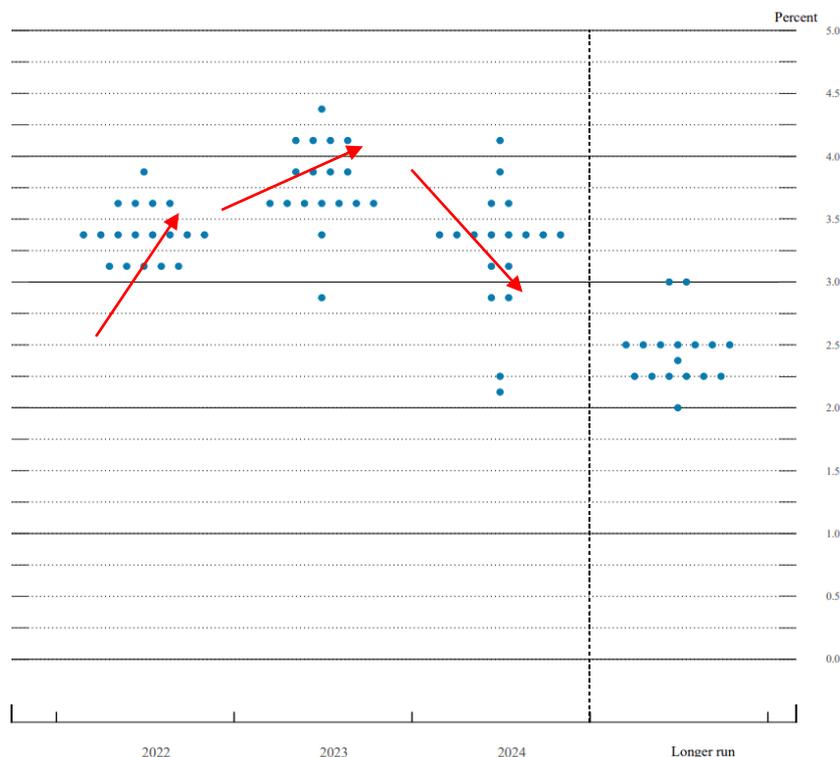
## 1、超鹰派的加息

由于5月份通胀数据的超预期回升，美联储正式开始在6月份加息75BP，这是1994年以来的最大加息幅度。除了通胀之外，促成美国75BP加息的还有劳动力市场因素，虽然美联储在FOMC声明中删除了就业市场依旧强劲的表达，但不管是历史低位的失业率还是增速放缓的工资（未形成工资通胀螺旋）都给予了美联储更多的加息条件。鲍威尔这次并没有就7月份的加息目标进行明确的说明，强调美联储会视数据情况进行变动。7月份的议息会议前将会公布美国第二季度的经济数据，6月份的通胀以及就业数据，都会成为影响美联储决定的因素，要是6月份的通胀数据出现了通胀的走平甚至走低，预计美联储不会连续强硬加息75BP。

## 2、加息进程加快且前置

点阵图显示美联储接下来还会有175BP左右的加息空间，2023年小幅加息，2024年开始宽松。根据新公布的点阵图来看，今年的利率中枢是3.25%-3.5%，6月加息后年内还有175bp的加息空间，年内还剩4次加息，大概率是75+50+25+25或者50+50+50+25的组合，进度取决于通胀的韧性。2023年小幅加息至3.5%-3.75%，同时在2024年开始进行紧缩政策的转向，将利率目标回调至2.5%附近。不仅显示2022年加息的提速，还看到加息节奏的前置：3月份的点阵图中美联储预计2024年将维持在2023年的利率水平范围内。鲍威尔强调点阵图当前参考的意义不大，美联储会根据实际的情况和数据更新灵活的调整加息的范围和全年目标。我们认为当前美联储连续加息75BP的空间并不大，后续大概率还有一次，可能更多通过50BP和25BP来降低通胀。CME也在会后降低了对于75BP加息的概率，50BP加息概率开始回升，加息目标的范围进一步扩大，显示出了市场的不确定性，CME将全年的加息目标从会议前的375-400BP改为350-425BP。

图表1：6月份点阵图显示美联储加息速度加快，节奏前置



资料来源：wind资讯，华鑫证券研究

### 3、通胀预期上升

大幅上调通胀预期，抗通胀仍是第一要务。将2022年通胀预期从4.3%上调至5.2%，考虑到俄乌冲突和供应链影响，通胀将继续保持8%的水平一段时间，在三季度中下旬震荡回落。根据PCE和CPI的差值，预计CPI将保持在6.5%左右的全年水平。5月份出现了各主要价格的普涨，导致了超预期的通胀，从后续通胀动力来说，核心通胀中的汽车以及房屋价格将会在供应链恢复和房贷利率上行的影响下开始逐渐摆脱高通胀粘性，开始进入到下行通道；食品和能源则受制于当前的地区冲突局势，我们预计总体呈现走高回落的态势；石油供需不平衡的局面预计会伴随着下半年俄乌冲突的缓解和需求的逐步减少有所缓解。考虑到价格的粘性，我们认为美国将会继续保持8%的高通胀水平一段时间，预计通胀会在三季度中下旬开始进入到下行通道。

### 4、下调经济预期，加息打压需求

大幅下调全年的经济预测，经济下行压力凸显。将2022年经济中枢从3月的2.8%大

幅下调至1.7%，加息将进一步冲击需求，经济“软着陆”难度加大。美联储对当前的美国经济依旧比较乐观，虽然消费方面有所放缓，但经济仍健康可以承受住货币政策的紧缩。与之对应的是FOMC会议之前美国商务部公布了5月份的零售数据。零售数据衡量一个月内零售商品和服务销售的情况。零售数据因为发布频率比消费数据更加频繁，所以可以作为消费的先行指标来观察美国消费的运行情况。从增速上来看，5月份零售出现了环比的首次负增长，远远低于市场预期的环比增长0.2%。主要是受到了汽车消费下降带来的影响。5月份汽车销售额下降4%，扣除汽车的零售销售环比增长0.5%，仍然低于预期的0.8%，结合消费者信心指数创新低（领先一个季度），预计美国消费将开始进入到下行通道。美联储多次强调加息作为货币政策工具并不能解决当前通胀供给冲击的主要矛盾，但是可以通过紧缩金融条件的方式来做到降低需求，使得供需不平衡的现象有所缓和，进而达到抑制通胀的目的，是一把双刃剑。我们预计美国的消费数据将在需求收缩、收入减少、价格上升的共同作用下，三季度（通胀延续，消费下滑）将迎来经济下行压力的最大时刻。

## 5、情绪乐观，挑战犹存

市场是看预期的，短期喘息，挑战犹存。预期引导带来的短期情绪乐观是不能盖住强硬加息带来的实际流动性和对经济运行的挑战。在FOMC会议召开前，市场对于美联储加息幅度有多种猜测，从6月7月加息75BP到直接加息200BP到3%，市场出现了一定的恐慌并将其消化，所以在鲍威尔宣布加息75BP的时候，同时表示后续连续加息75BP可能性不大，美股在这种相对较“鸽”的影响下收涨，标普500指数收涨1.46%，纳斯达克收涨2.5%。这与3月份和5月份FOMC会议时美股的表现类似，但从绝对值来看，75BP的加息是1994年以来的最大幅度加息，对市场的流动性影响是实实在在的，只是被相对较鸽的态度所掩盖。从后续来看，美联储通过降低需求的方式来抑制通胀，本身就进一步抑制美国的消费，加强经济下行的压力。预期引导带来的短期情绪乐观是不能盖住强硬加息带来的实际流动性和经济压力影响的。

## 6、中美周期切换，A股以我为主

中美经济货币双周期背离，内松外紧。A股以我为主，但仍需注意外部扰动。从通胀来看，美国5月份通胀超预期回升，而中国5月份CPI则走平；从经济来看，美国5月份零售数据出现了2022年以来首次的环比负增长，而中国5月份经济数据则显示出微弱的复苏态势。国内政策和市场的开始以我为主的主线，内资的占比和定价权将有所提升，但同时也要关注美联储加息带来的外部扰动，当前中美利差已经开始倒挂，在美联储预计最高425BP的加息路径下，中美利差将进一步走阔；同时美国经济下行压力加大，消

费需求收缩，将进一步影响到国内的制造和出口行业，从而对市场形成扰动。

## 7、风险提示

- (1) 通胀上涨超预期
- (2) 俄乌局势超预期
- (3) 消费加速下滑

## ■ 宏观策略组简介

谭倩：11年研究经验，研究所所长、首席分析师。

杨芹芹：经济学硕士，2021年11月加盟华鑫证券研究所，对宏观策略和政策研究有长期跟踪经验。

纪翔：中科院大学硕士，2021年11月加盟华鑫研究所，长期从事宏观策略和政策研究。

李刘魁：金融学硕士，2021年11月加盟华鑫研究所，从事中观行业研究。

## ■ 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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

## ■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深300指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-) 5%--- (+) 5%
4	减持	(-) 15%--- (-) 5%
5	回避	<(-) 15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

行业投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深300指数涨幅
1	增持	明显强于沪深300指数
2	中性	基本与沪深300指数持平
3	减持	明显弱于沪深300指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

## ■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫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。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。