

2022年06月16日

## 2022年6月美联储加息决议点评

## 事件点评

### 投资要点

- ◆ **一、美联储6月加息75bp符合市场预期，股债双涨。**五月份美国通胀数据持续上涨，当月同比增长8.6%、较前值高0.3个百分点，创下近40年高点；核心CPI同比6.0%、较上月回落0.1个百分点。当月环比上涨1%、较上月上升0.7个百分点，均超出市场预期。
- ◆ **二、美联储加息将带来哪些变化。主要影响包括：加息透支美国未来经济的增长空间，引发滞涨担忧。**从利率工具的直接作用看，央行持续抬升基准利率能够从多个角度推高经济的投融资成本：（1）债务融资成本持续上升，提高投资条件，压制投资意愿；（2）投资机会成本上升，以及由此推升风险投资的收益要求，限制投资意愿；同时，基准利率的上升，还会通过债务杠杆率的方式挤占高债务主体的未来收益；（3）消费需求收缩，终端消费的强劲主要表现为居民对长期大额耐用品支出加大。居民加杠杆扩表的行为有助于跑赢通胀，但更依赖于扣除负债成本后的现金流的稳定性。美联储加息在提供负债成本的同时，还会限制收入上涨空间，对居民资产负债表造成实质伤害，从而引发消费需求收缩。
- ◆ **中美生产合作有望重获支持。**美国通胀的直接表现是物价上涨，但我们认为通胀的主要原因在于供给不足，也就是原料、库存和人均出现了不同程度的短缺。国内的需求旺盛、产能不足和海外持续上涨的大宗价格，相互叠加形成了罕见的通胀局面。而货币政策主要是通过加息压制国内需求的方式影响通胀，显然难以取得理想效果。对于后两个问题点，经验上的应对策略是向全球释放需求，由全球供应链来共同分担通胀压力。那么，美方为缓解国内生产短缺，可能与中方缓和贸易关系并在高通胀持续阶段保持持续的合作。
- ◆ **低增长、高通胀、高利率的环境难以出现美元大幅升值。**通常来看，美联储加息会提高美元体系的利率水平，从而提高货币相对于其他货币的吸引力，使得美元进一步升值。在美元为代表的货币体系中，基本都不同程度的实施了货币宽松和财政补贴，才得以度过疫情冲击经济的危机阶段，但都普遍面临着如何回收流动性和弥补财政赤字的难题。本次加息后，美联储的基准利率仍大幅低于长期通胀目标。按预期，今年末美国实际GDP增长自2.8%下调至1.7%、核心PCE通胀自4.1%上调至4.3%、基准利率3-3.5%。这意味着，美元资产将面临经济增幅放缓、通胀长期持续的双重压力。
- ◆ **人民币汇率或将受益于全球贸易合作关系回暖。**人民币体系尚未充分自由兑换，这极大限制了资本市场的利率传导效率，因此人民币汇率较难充分体现美联储加息的直接影响。事实上，人民币对外币的交换场景还是集中在经常项目中。从这个角度看，人民币汇率可能更多反映了我国作为全球最大生产工厂的供应链价值。在西方普遍遭遇双重通胀（内部需求推动和外部输入推动）的情况下，尽快对外输出需求，并通过生产国的生产配套能力和资源协调能力分摊通胀压力，将会成为各国从根本上缓解通胀的可行策略，因此，下半年有望看到中国对外贸易关系缓和，从而有助于人民币汇率稳定。
- ◆ **风险提示：**海外央行政策加息力度超预期，对外贸易环境大幅变动

### 分析师

崔晓雁

SAC 执业证书编号：S0910519020001  
021-20377098

### 相关报告

2022年5月物价数据点评 2022-06-15

2022年5月PMI数据点评 2022-06-02

疫情缓解后，宏观经济恢复路径 2022-06-02

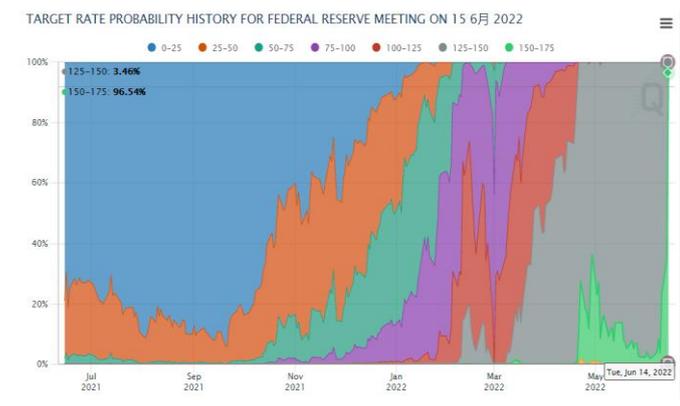
央行信贷形势分析会要求加大信贷投放，央行定向工具扩容 2022-05-25

5年期LPR降15bp至4.45%、1年期LPR维持3.7% 2022-05-24

## 一、美联储 6 月加息 75bp 符合市场预期，股债双涨

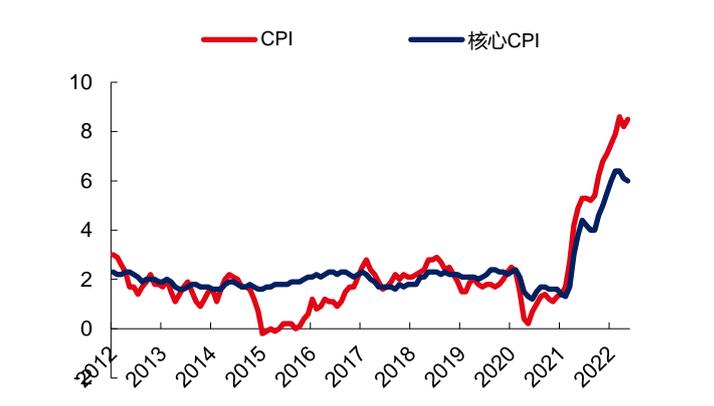
五月份美国通胀数据持续上涨，当月同比增长 8.6%、较前值高 0.3 个百分点，创下近 40 年高点；核心 CPI 同比 6.0%、较上月回落 0.1 个百分点。当月环比上涨 1%、较上月上升 0.7 个百分点，均超出市场预期。受此影响，市场普遍上调 6 月美联储加息的力度，从 50bp 调整到 75bp。根据芝加哥商品交易所 FedWatch 工具显示，市场认为美联储有 96.5% 的概率会加息 75bp、3.4% 的概率加息 50bp。

图 1：6 月 14 日 FedWatch 反映的市场加息预期



资料来源：同花顺 iFind，华金证券研究所

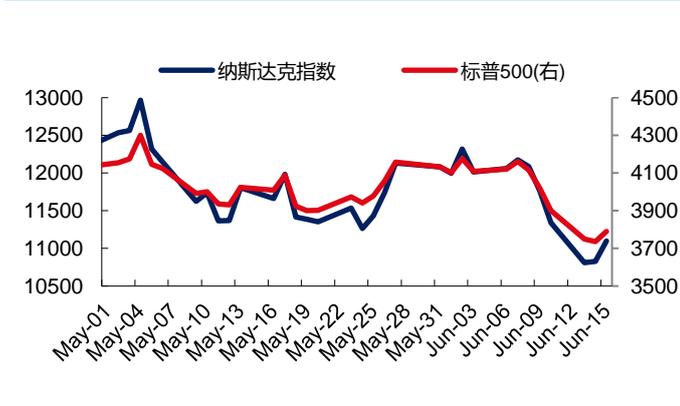
图 2：美国 CPI 和核心 CPI 同比



资料来源：同花顺 iFind，华金证券研究所

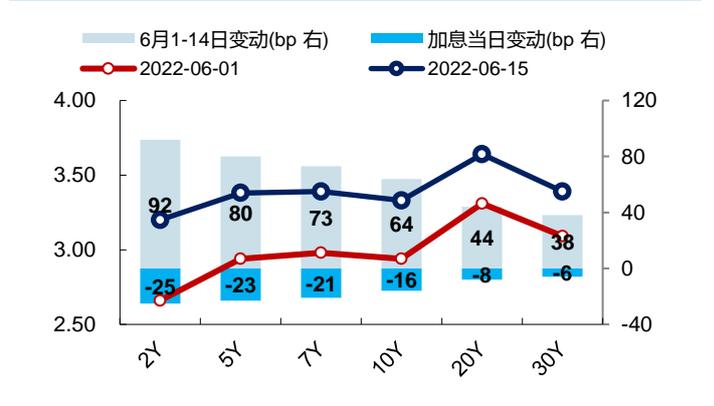
6 月 16 日凌晨 2 点，美联储决议加息 75bp，美国股债表现小幅回落。此后美联储主席鲍威尔在新闻发布会措辞较为温和，表示“国内通胀程度超过此前预期”，“加息 75bp 不是常态”、“经济已不稳定，美联储不应成为新的不稳定来源”等系列表态，让市场情绪快速好转。具体来看，美股主要指数迅速转跌为涨，SP500 指数日内收涨 1.46%、纳斯达克指数涨 2.5。同期，主要期限的美国国债收益率也出现不同程度的回调，30 年美国国债收益率 3.39%、较前-6bp，10 年 3.33%、较前-16bp，7 年 3.39%、较前-21bp，5 年 3.38%、较前-23bp、2 年 3.2%、较前-25bp。

图 3：美国主要股票市场指数



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 4：美国国债主要期限收益率



资料来源：Wind，华金证券研究所

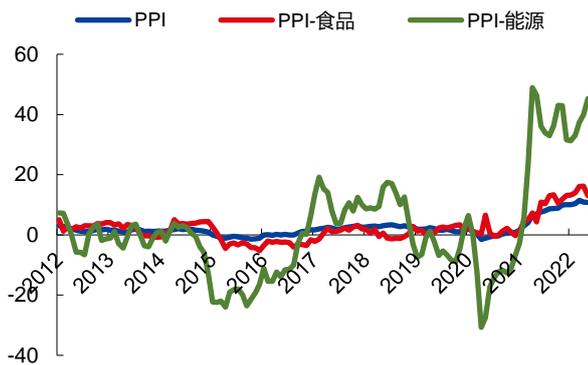
## 二、加息如何压制通胀

理论上，经济活动中的价格行为都可以通过利率调节的方式来实现供求的平衡，但在多重目标的权衡中，具体措施在实施中则要有所取舍和权衡。但若仅从压制通胀的单一目标来说，美联储完全可以通过加息操作解决，利率到经济的传导方式主要包括：

**供给端降温：提高企业成本，使生产边际收益递减。**企业涨价的原因在于生产要素的价格上涨，目前看以能源为代表的资源品涨幅较大、劳动力成本涨幅则维持稳定、融资成本尚处于低位。考虑到下游/终端消费需求的旺盛，企业可以很容易的将成本涨价向下传导，并且仍然能维持稳定的营业收入和现金流。同时，如果加息力度持续上升并压缩企业利润，直至企业生产函数进入边际盈利下降的区间，从而达到降温效果。

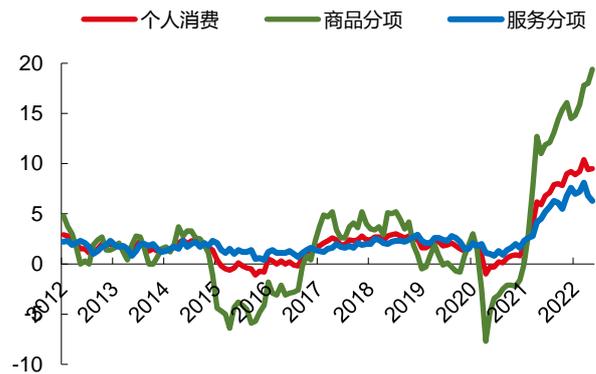
PPI 显示出主要涨价因素来自能源，而面向终端消费的商品涨幅较大。数据层面，5 月美国 PPI 同比 10.8%，其中能源分项 45.3%、食品 13%，从终端消费的分类看，终端个人消费分项的当月同比涨幅 9.5%、终端消费商品 19.4%、终端消费服务 6.3%。

图 5：美国 PPI 和食品分项、能源分项



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 6：PPI 指数的分项（个人消费、商品、服务）

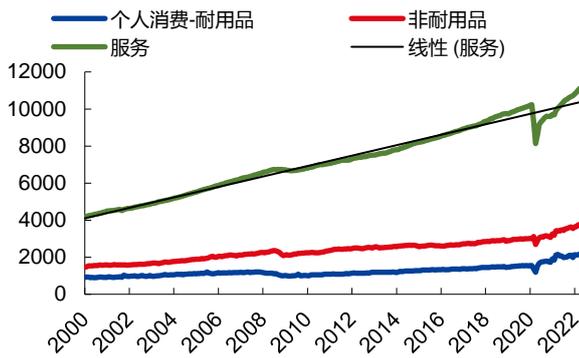


资料来源：Wind，华金证券研究所

**需求端降温：提高居民端存量负债存续成本，压缩居民现金流。**在美联储持续加息下，居民端扩表行为会受到压制，扩表后的现金流状况也将持续恶化，压制住居民对大额和长期耐用品支出的意愿，从而实现需求降温。

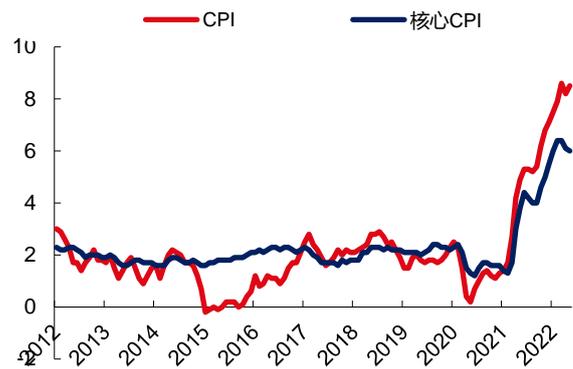
居民消费增速较为稳定。数据上看，支出规模稳定增长、消费贷增幅有所加快。其中服务支出增幅较为明显，2022 年 4 月 11.1 万亿美元、同比增加 11%，较上月增加 1040 亿美元；耐用品和非耐用品保持稳定，2022 年 4 月耐用品支出 2.2 万亿、同比 2%，较上月增加 510 亿美元，同期非耐用品支出 3.75 万亿、同比-1%，较上月减少 23 亿美元。

图 7：美国个人消费支出金额（折年 十亿美元）



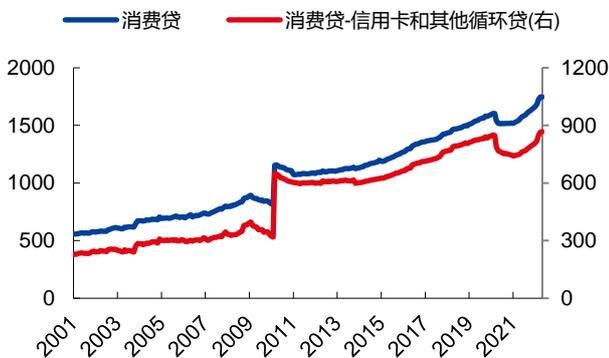
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 8：美国 CPI 和核心 CPI 同比指标



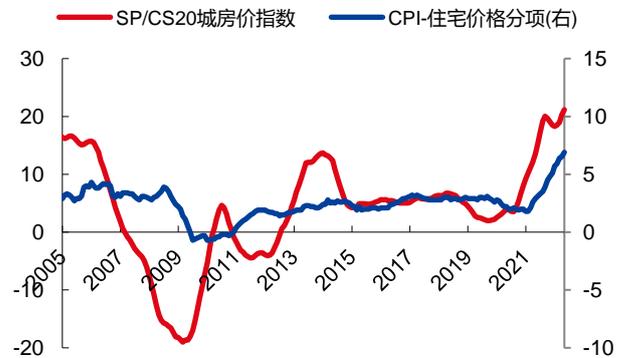
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 9：居民消费贷余额（十亿美元）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 10：SP/CS20 城房价指数和 CPI 住宅分项



资料来源：Wind，华金证券研究所

通过资本市场的财富效应缩减降低投融资活动的热度。美国资本市场与实体经济关系密切，股票市场和债券市场是企业融资的主要渠道，也是居民资产的重要配置领域。美联储加息操作对投资端和融资端都会产生不利影响：（1）缩减存量资产的估值，通过贴现模型来压缩权益投资中对未来现金流的估值，也可以通过提高贴现率的方式来要求更高的收益，表现为对已发行债券要求更大的折价（表现为债券到期收益率上行）；（2）提高投资门槛、压缩融资需求。随着投资者对上市公司提出更高业绩要求或对新发债券要求更高的票面利率以弥补加息损失。

此外，市场沟通能维持市场稳定。回顾今年以来的美联储加息操作，尽管对通胀的持续时间出现了较为明显的判断失误，但美联储与市场的信息沟通较为顺畅，因此数次加息操作并未引起市场出现大幅波动。但经济的通胀表现强劲并呈现出长期化的趋势，这一客观情况促成了美联储通过加息打压通胀的强势态度，从而形成了较明显的市场预期调整节奏。也即，在加息决议前，具有投票权的委员从不同角度对经济发表较强硬或激进的即时评价，以促进市场在正式操作之前调整到位，从而在加息决议公布时市场反而平淡。

### 三、美联储加息有哪些影响

美联储本轮加息的主要目的是压制国内通胀和维持国内经济增长。但美国是全球最大经济体，美元也作为最重要的国际货币，美元的加息行为势必要通过经济、贸易、汇率等途径对其他国家，特别是人民币产生扩散性的影响，主要影响包括：

**加息透支美国未来经济的增长空间，引发滞涨担忧。**从利率工具的直接作用看，央行持续抬升基准利率能够从多个角度推高经济的投融资成本：**(1) 债务融资成本持续上升**，提高投资条件，压制投资意愿；**(2) 投资机会成本上升**，以及由此推升风险投资的收益要求，限制投资意愿；同时，基准利率的上升，还会通过债务杠杆率的方式挤占高债务主体的未来收益；**(3) 消费需求收缩**，终端消费的强劲主要表现为居民对长期大额耐用品支出加大。居民加杠杆扩表的行为有助于跑赢通胀，但更依赖于扣除负债成本后的现金流的稳定性。美联储加息在提供负债成本的同时，还会限制收入上涨空间，对居民资产负债表造成实质伤害，从而引发消费需求收缩。

**中美生产合作有望重获支持。**美国通胀的直接表现是物价上涨，但我们认为通胀的主要原因在于供给不足，也就是原料、库存和人手均出现了不同程度的短缺。国内的需求旺盛、产能不足和海外持续上涨的大宗价格，相互叠加形成了罕见的通胀局面。而货币政策主要是通过加息压制国内需求的方式影响通胀，显然难以取得理想效果。对于后两个问题点，经验上的应对策略是向全球释放需求，由全球供应链来共同分担通胀压力。那么，美方为缓解国内生产短缺，可能与中方缓和贸易关系并在高通胀持续阶段保持持续的合作。

**低增长、高通胀、高利率的环境难以出现美元大幅升值。**通常来看，美联储加息会提高美元体系的利率水平，从而提高货币相对于其他货币的吸引力，使得美元进一步升值。在美元为代表的货币体系中，基本都不同程度的实施了货币宽松和财政补贴，才得以度过疫情冲击经济的危机阶段，但都普遍面临着如何回收流动性和弥补财政赤字的难题。本次加息后，美联储的基准利率仍大幅低于长期通胀目标。按预期，今年末美国实际 GDP 增长自 2.8% 下调至 1.7%、核心 PCE 通胀自 4.1% 上调至 4.3%、基准利率 3-3.5%。这意味着，美元资产将面临经济增幅放缓、通胀长期持续的双重压力。

**人民币汇率或将受益于全球贸易合作关系回暖。**人民币体系尚未充分自由兑换，这极大限制了资本市场的利率传导效率，因此人民币汇率较难充分体现美联储加息的直接影响。事实上，人民币对外币的交换场景还是集中在经常项目中。从这个角度看，人民币汇率可能更多反映了我国作为全球最大生产工厂的供应链价值。在西方普遍遭遇双重通胀（内部需求推动和外部输入推动）的情况下，尽快对外输出需求，并通过生产国的生产配套能力和资源协调能力分摊通胀压力，将会成为各国从根本上缓解通胀的可行策略，因此，下半年有望看到中国对外贸易关系缓和，从而有助于人民币汇率稳定。

◆ **风险提示：**海外央行政策加息力度超预期，对外贸易环境大幅变动

## 分析师声明

崔晓雁声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

## 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn