

宏观点评

2022年6月17日

## 美联储加息 75bps，意料之中的“超预期”

美联储 6 月加息点评

### 核心内容：

- **本次提高加息幅度不仅为直接遏制通胀，更是为稳定公众的长期通胀预期：**在 5 月份 FOMC 会议后，美联储对市场的前瞻性引导曾一度排除 6 月份加息 75bps 的可能，但静默期时传出可能加息 75bps 的消息使市场迅速上修了加息预期，并造成美股美债均出现较大跌幅。有质疑这样的举动会动摇前瞻性指引的可靠性。6 月不得以而为之的加息决定也是为了向更关心整体而非核心 CPI 走势的公众表明其遏制通胀的决心，从而稳定长期通胀预期，防止其持续走高而进入上世纪七八十年代通胀预期“自我实现”的螺旋。
- **美联储对经济乐观程度明显减弱：**美联储认为整体经济活动在一季度环比下滑后再次加速，需求和消费仍然强悍，但是二季度的商业固定资产投资开始放缓，房地产业活动也由于大幅上行的固定房贷利率有所缓和。从全年来看，通胀的粘性和对实际工资的侵蚀终将导致消费走弱，而抬升的借贷成本也会使利率敏感部门的活动放缓。在整体滞胀的环境下，美联储将 3 月份预测的 2022 年 GDP 增速由 2.8% 大幅下调至 6 月的 1.7%，PCE 从 4.3% 上修至 5.2%，失业率则从 3.5% 上修至 3.7%。
- **美联储加息预期终于接近市场预期：**美联储的年末加息中位数预期从 3 月份的 1.9% 上升至 3.4%，和圣路易斯联储布拉德提出的 3.5% 比较接近。市场预期也在 6 月出现了显著调整，从五月末的 2.50%-2.75% 变为 3.50%-3.75%。可以说美联储终于比较贴近市场预期，进一步降低了定价中的利率风险。
- **市场预期可能接近了“利率的尽头”：**如果通胀数据不超预期变化，市场预期当前可能接近了“利率的尽头”，即美联储预测给出的 3.50%-4.00% 的区间。同时比起 3 月，美联储更新的预测暗示了 2024 年降息的可能。总体来看，美联储再次超预期紧缩的可能性不大。首先，核心数据恐难继续走高；其次，经济未来的下行和对劳动市场的冲击对美联储超预期加息形成限制；美联储的加息计划已经和市场预期较为接近，也大致在年底达到了较为合适的目标利率水平。
- **美债进入值得配置的区间，美股仍面临风险：**一方面通胀和加息预期难以大幅上升，另一方面美联储紧缩使经济预期转弱，这些因素都有利于国债的转好。而美股更可能处于底部徘徊的状态，虽然对利率风险可能已经进行了较充分的定价，但是经济下行后企业产生的信用风险仍可能发酵，风险溢价也大概率下行，造成美股震荡和下跌。外汇方面，美元指数仍处于 105 以上，但是未来下行可能较大

### 分析师

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515030003

特别感谢：

于金潼

6月15日美联储FOMC会议在5月CPI超预期后加息75bps，为1994年以来首次，联邦目标基金利率达到1.50%-1.75%。2022、23和24年预测利率中位数分别上升为3.4%、3.8%和3.4%，同时经济增速和就业相关预期下调。缩表计划如期执行，暂时没有变化。本次会议公布的内容基本符合本周市场调整后的预期，会后美国股债齐涨，但是加息超过了此前前瞻性引导的幅度。鲍威尔对未来指引相对模糊，并在发布会中强调美联储会根据数据“灵活”调整政策。重点内容如下：

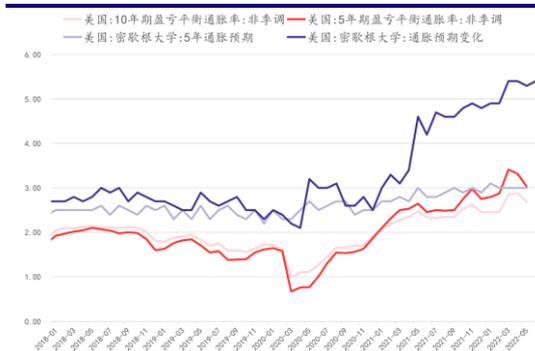
### 一、本次加息75bps不仅为了直接遏制通胀，更为稳定公众的长期通胀预期

在5月份FOMC会议后，美联储对市场的前瞻性引导曾一度排除6月份加息75bps的可能，指向6、7月份各加息50bps。而在美联储FOMC会议前静默期出现的超预期CPI增速（8.6%）是美联储背离其指引的直接导火索。本周美联储静默期时传出可能加息75bps的消息使市场迅速上修了加息预期，并造成美股美债均出现较大跌幅，因此也有记者质疑美联储可能会破坏未来前瞻引导控制经济金融波动的有效性。

加息幅度的再次上调显然是在5月通胀增速下的不得已而为之，新闻发布会中鲍威尔再次表明控制通胀已经上升到最首要（overarching）的位置。同时除了PCE通胀外，总体CPI通胀近期首次被提及，这也体现美联储对公众情绪与长期统治预期的关切。尽管维持了环比增长，5月核心CPI同比增速从上月的6.2%回落至6.0%，而带动CPI上行的能源价格、粮食价格与居住成本在短期实际上并不受联邦政策利率的左右，所以加息目前很难只通过冷却对居住以外其他服务项目的需求使通胀快速降温，鲍威尔在发布会上也表示经济是否能软着陆有很多不受货币政策控制的外因。那么为什么本次冒着破坏前瞻引导有效性的风险仍要加息75bps呢？

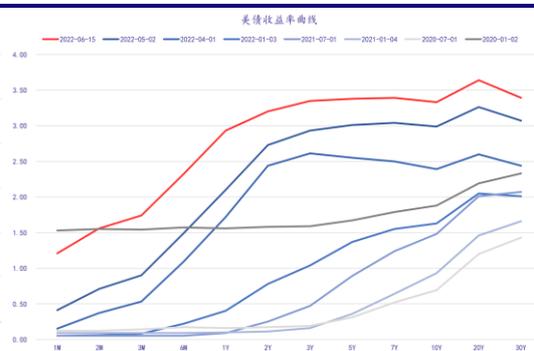
首先，不争的事实是通胀确实过高了，超出了在静默期的美联储预期。其次，结合鲍威尔答记者问中的说法，6月的加息决定也是为了向更关心整体而非核心CPI走势的公众表明其遏制通胀的决心，从而稳定长期通胀预期，防止其持续走高而进入上世纪七八十年代通胀预期“自我实现”的螺旋。当前来看，不论是市场还是社会指标都仍然对通胀长期的回落显示出信心。密歇根大学调查的1年期通胀预期变化仍然显著低于5年期，5期breakeven通胀预期在CPI公布后上升至3.13%，FOMC会后也回落至3.00%。通过上调加息力度，美联储对长期通胀预期仍然维持了较好的控制，这也是防止大滞胀卷土重来的举措。对公众预期的注意不代表美联储会更加关注整体通胀，核心仍是调整后货币政策的重点。

图1：长期通胀预期较为稳定（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图2：美债收益率曲线（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

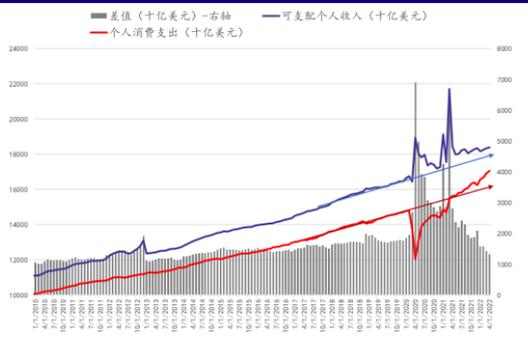
**二、美联储对经济乐观程度减弱，加息预期较 5 月显著上行并追赶市场**

虽然美联储认为整体经济活动在一季度环比下滑后再次加速，需求和消费仍然强悍，但是二季度的商业固定资产投资开始放缓，房地产业活动也由于大幅上行的固定房贷利率有所缓和。从全年来看，通胀的粘性和对实际工资的侵蚀终将导致消费走弱，而抬升的借贷成本也会使利率敏感部门的活动放缓。在整体滞胀的环境下，美联储将 3 月份预测的 2022 年 GDP 增速由 2.8% 大幅下调至 6 月的 1.7%，PCE 从 4.3% 上修至 5.2%，失业率则从 3.5% 上修至 3.7%。在软着陆问题上，鲍威尔认为俄乌冲突和中国对供应链的影响都是完全不受美联储控制的，信心明显变差。

图 3：美联储 5 月经济预测 (%)

Variable	2022				2023				2024			
	2022	2023	2024	Longer run	2022	2023	2024	Longer run	2022	2023	2024	Longer run
Change in real GDP												
March projection	1.7	1.7	1.9	1.8	1.5-1.9	1.3-2.0	1.5-2.0	1.8-2.0	1.0-2.0	0.8-2.5	1.0-2.2	1.6-2.2
Unemployment rate												
March projection	2.8	2.2	2	1.8	2.5-3.0	2.1-2.5	1.8-2.0	1.8-2.0	2.1-3.3	2.0-2.9	1.5-2.5	1.6-2.2
PCE inflation												
March projection	3.7	3.9	4.1	4	3.6-3.8	3.8-4.1	3.9-4.1	3.5-4.2	3.2-4.0	3.2-4.5	3.2-4.3	3.5-4.3
Core PCE inflation												
March projection	3.5	3.5	3.6	4	3.4-3.6	3.3-3.6	3.2-3.7	3.5-4.2	3.1-4.0	3.1-4.0	3.1-4.0	3.5-4.3
Federal funds rate												
March projection	5.2	2.8	2.2	2	5.0-5.3	2.4-3.0	2.0-2.5	2	4.8-6.2	2.3-4.0	2.0-3.0	2
Core PCE inflation												
March projection	4.3	2.7	2.3	2	4.1-4.7	2.3-3.0	2.1-2.4	2	3.7-5.5	2.2-3.5	2.0-3.0	2
Federal funds rate												
March projection	4.1	2.6	2.3	3.9-4.4	2.4-3.0	2.1-2.4	3.6-4.5	2.1-3.5	2.0-3.0			
Projected appropriate policy path												
March projection	4.1	2.6	2.3	3.9-4.4	2.4-3.0	2.1-2.4	3.6-4.5	2.1-3.5	2.0-3.0			

图 4：美国居民超额储蓄逐渐耗尽 (%)



资料来源：Fed，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

当前的经济动力主要来源于货币宽松背景下财政政策较为精准的刺激了居民资产负债表，形成超额储蓄鼓励消费、带动投资，不过这一主要动力很快可能就会消耗殆尽。无论是消费、房地产还是生产的边际放缓都支持美联储对“硬着陆”概率上升的默许。FOMC 会议同日公布的零售数据初值同比增速为 8.23%，环比-0.3%<sup>1</sup>，略低于预期，分项内容更不容乐观。零售上升的主要动力是能源品和疫情中受到压制的餐饮服务，其他零售项目同比增速基本都进一步下滑，这也印证了超额储蓄消耗后随即消费下行的观察。消费者信心随着能源价格高企达到 21 世纪以来的最低点。房地产方面，新房的库销比已经开始显著抬升，2022 年 4 月份达到 8.87 个月，高于疫情前 6 个月以下正常水平。待售新建住房的数量一直在积累，已经达到 2008 到 2009 年的水平。代表需求的新房销售一般又领先于投资，因此房地产投资的同比增速也已经出现下滑，一季度增速已经回落到 10% 以下。工业生产方面，制造业 PMI 虽然处于景气区间，但复苏高点已过，新订单开始低于近年均值。这些下行的经济因素都可能对美联储再次超预期加息形成制约。

图 5：零售增速并不乐观 (%)

图 6：新建住房销售增速下滑 (%)

<sup>1</sup> Hypothesis test 结果不显著



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

尽管经济前景更加暗淡, 美联储的年末加息中位数预期从 1.9% 上升至 3.4%, 和圣路易斯联储布拉德提出的 3.5% 比较接近。市场预期也在 6 月出现了显著调整, 从五月末的 2.50%-2.75% 变为 3.50%-3.75%。可以说美联储终于比较贴近市场预期, 进一步降低了定价中的利率风险。

图 7: 6 月 15 日 CME 反映的市场加息概率

MEETING DATE	150-175	175-200	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	475-500
2022/6/15	95.60%	4.40%												
2022/7/27	0.00%	0.00%	95.20%	4.80%	0.00%	0.00%	0.00%							
2022/9/21	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	62.80%	35.50%	1.60%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
2022/11/2	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	17.40%	55.20%	26.10%	1.20%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
2022/12/14	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	12.40%	44.40%	34.50%	8.40%	0.30%	0.00%	0.00%	0.00%
2023/2/1	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	3.70%	21.90%	41.40%	26.70%	6.00%	0.20%	0.00%	0.00%
2023/3/15	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	1.90%	13.00%	31.90%	33.90%	16.10%	3.00%	0.10%	0.00%
2023/5/3	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	1.70%	11.90%	30.00%	33.70%	17.90%	4.30%	0.40%	0.40%

资料来源: CME FedWatch, 中国银河证券研究院整理

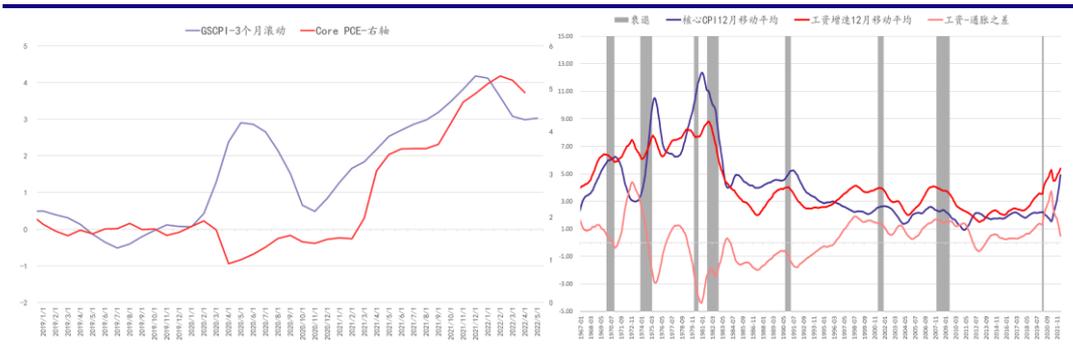
### 三、未来紧缩预期如何演化?

由于 5 月份前瞻性指引对 6 月加息 50bps 表述过分明确, 导致本次加息 75 个基点在 FOMC 会议前就冲击了市场, 鲍威尔在发布会上对下次加息 50、75 甚至 100bps 的相关问题都特别含糊其辞, 多次强调美联储政策灵活性取决于市场数据的变化。我们认为, 如果通胀数据不超预期变化, 市场预期当前可能接近了“利率的尽头”, 即美联储预测给出的 3.50%-4.00% 的区间。同时比起 3 月, 美联储更新的预测暗示了 2024 年降息的可能。总体来看, 美联储再次超预期紧缩的可能性不大, 主要理由如下:

首先, 虽然通胀粘性较大, 但是随着供应链的逐渐改善和部分商品价格压力的下行, 核心 CPI 和 PCE 很难超预期走高, 更可能会延续当前缓慢下行的态势。纽约联储的全球供应链压力指数下行领先于核心 PCE 的下行, 同时前文分析的超额储蓄耗尽和利率抬升也将使部分消费放缓, 从供需两端缓解核心通胀压力。

图 8: 供应链压力指数指向通胀回落 (%)

图 9: 通胀开始侵蚀实际工资增速 (%)



资料来源: NY Fed, Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

其次, 美联储有两大使命: 物价稳定和就业最大化。当前美联储已经在经济下滑和控制通胀中做出选择, 未来经济下行周期, 就业势必会受到影响。随着消费、生产和房地产的下滑, 当前空前紧凑的就业市场难以维持。并且, 通胀早已开始侵蚀实际工资增速, 核心 CPI 和非农工资增速近期已经大致持平, 如果考虑能源粮食, 则实际非农工资增速已经开始负增长。因此经济在未来滞胀与紧缩中的下行叠加就业市场可能产生的民生问题也会限制美联储再次超预期紧缩。因此就业市场数据可能将成为重要性不亚于通胀指标的新线索。

再者, 和之前不同的是美联储的加息计划已经和市场预期较为接近, 也大致在年底达到了较为合适的目标利率水平, 所以只要通胀不超预期上行, 委员们很难找到理由再次“惊吓”市场并引发动荡。

不过需要注意, “灵活性”是鲍威尔此次发布会对政策表述的中心, 因此通胀数据仍然处于举足轻重的位置。包括俄乌冲突和供应链扰动在内的问题都不受美联储的控制, 故而不能排除突发事件和能源粮食问题阻止通胀按美联储可以接受的速度回落; 居住成本和其它服务项目贡献的通胀粘性也可能超过美联储预期。未来紧缩仍然处于走一步看一步的状态, 不宜因加息预期已经处于高位就放松对通胀的警惕。缩表正在稳步进行, 但是还未达到每月 950 亿美元的全速, 短期内不会造成流动性紧张。

#### 四、相关资产未来的表现?

鉴于会议前市场已经根据上周五的 CPI 数据和本周流出的加息 75bps 的风声做出了调整, 股债在会议前提前下行对本次加息做出了定价, 因此在靴子落地后无论是股市还是债市都找到了反弹的逻辑。

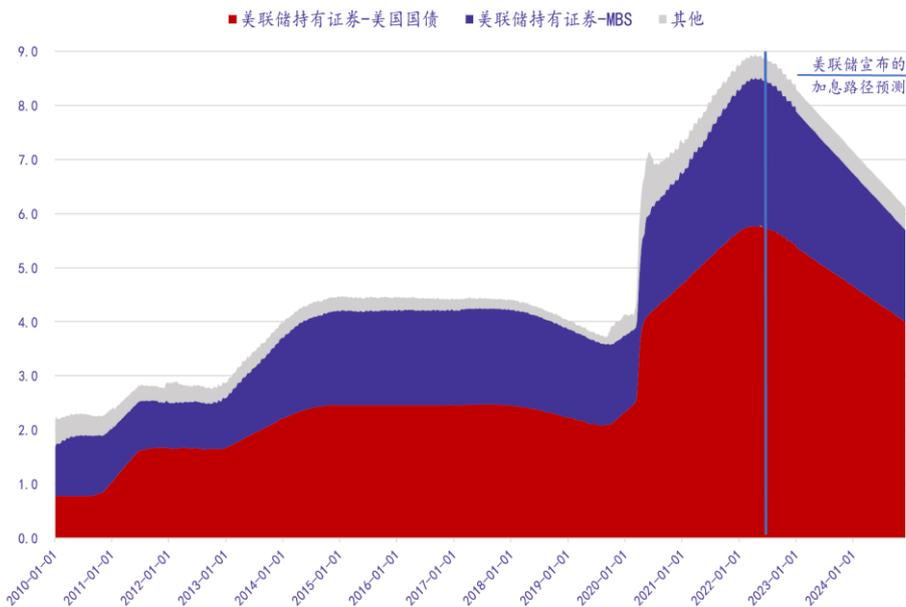
美国国债可能已经进入值得配置区间, 一方面通胀和加息预期难以大幅上升, 另一方面美联储紧缩使经济预期转弱, 这些因素都有利于国债的转好。而美股更可能处于底部徘徊的状态, 虽然对利率风险可能已经进行了较充分的定价, 但是经济下行后企业产生的信用风险仍可能发酵, 风险溢价也大概率下行, 造成美股震荡和下跌。外汇方面, 美元指数仍处于 105 以上, 但是未来下行可能较大: 欧元区经济状况相对较好所以加息开启偏慢, 但是加息确定性很高; 其次, 美元指数一揽子货币中除了日本基本都或已经加息, 或将要加息追赶美国, 美元汇率未来可能下行。

#### 五、与会者观点变化

表 1: 美联储 FOMC 会议重点:

	2022-05 FOMC会议重点	2022-06 FOMC会议重点
经济和就业状况	<ol style="list-style-type: none"> <li>虽然一季度整体经济活动因进出口和库存下滑而小幅下行, 家庭消费和企业固定资产投资保持强劲; 新增岗位近几个月保持强势, 失业率显著下降, 劳动市场当前供给不足</li> <li>中国由于疫情进行的局部封锁可能会加剧供给侧问题</li> <li>俄乌冲突为美国经济前景带来巨大不确定性, 主要包括加剧通胀上行压力和拖累经济活动</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>整体经济活动在一季度环比下滑后再次加速, <u>消费仍然旺盛, 但是二季度商业固定资产投资开始放缓, 房地产业活动也由于大幅上行的固定房贷利率而有所缓和</u>; 劳动市场十分紧凑, 新增就业强势, 失业率保持低位; <u>PCE通胀和失业率预期上调</u></li> <li>中国疫情封锁的影响仍可能使供应链进一步恶化</li> <li>俄乌冲突将加大通胀压力并对全球经济造成影响</li> </ol>
通胀	<ol style="list-style-type: none"> <li>通胀已经过高 (much too high), 维持强劲的就业市场首先需要控制通胀</li> <li>供给端的干扰比预计的影响更大、时间更久; 俄乌冲突导致的原油和商品涨价以及中国因疫情进行的封锁将加剧通胀压力</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li><u>通胀已经过高, 控制通胀是最首要的 (overarching) 目标</u>, 维持强劲并使所有人受益的就业市场需要控制通胀</li> <li>今年来<u>首次提及CPI增速</u></li> <li>俄乌冲突造成的汽油和粮食涨价以及中国疫情相关的封锁正加大通胀压力</li> </ol>
货币政策	<ol style="list-style-type: none"> <li>联邦基金利率增加50bps至0.75%-1%, 目标区间内继续上调利率是合适的</li> <li>6月1日起开始缩表, 起始规模为300亿国债+175亿MBS, 并将在三个月后(9月)增加到600亿国债+300亿MBS</li> <li>一次性加息75bps暂时不在考虑范围内, 未来几次会议更可能考虑50bps的加息, 货币政策仍取决于相关数据</li> <li>美联储当前首要注意力集中在将通胀重新带回2%的目标</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>联邦基金利率增加75bps至1.50%-1.75%</li> <li><u>FOMC预测的2022年底利率中位数是3.4%; 对未来两年利率的预测中位数为3.8%和3.4%</u></li> <li>缩表按照之前公布的计划进行</li> <li><u>未来货币政策取决于相关数据的变化</u></li> <li>美联储的双重目标仍是物价稳定和就业最大化</li> </ol>

图 10: 美联储资产和缩表预期 (万亿美元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

### 分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

许冬石：宏观经济分析师，英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券研究部，主要从事数据预测工作。2014年获得第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年获得第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

### 评级标准

#### 行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

#### 公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

### 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

### 联系

#### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

#### 机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn

崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru\_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling\_bj@chinastock.com.cn