

2022年07月14日

华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

7月美联储将加息100BP？

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

7月13日，美国劳工局公布了6月份的CPI。美国6月份CPI同比涨幅9.1%，远超8.8%的市场预期，其中核心通胀上涨5.9%。CPI环比涨幅0.7%，增速较上月上升0.1个百分点。

投资要点

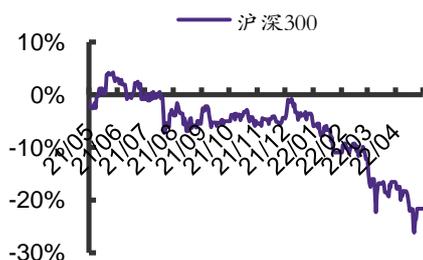
核心观点

- 1、能源，食品和住房依然是通胀的主要推动项，分别贡献了40%，15%和20%的通胀同比涨幅。
- 2、从结构上看，商品价格指数延续了下跌的趋势，服务价格上行，居民消费开始转向服务。
- 3、从后续的能源、农产品和汽车的价格趋势来看，美国后续通胀破10的可能性不大。但暂时的高房价和火热的租房市场将使得住房CPI成为短期美国通胀的主要支撑。
- 4、高通胀使得7月加息100BP预期明显升温，CME显示7月加息100BP概率82%，中性利率4%，美元指数再创新高。
- 5、加息100BP将加速美国衰退的到来，将对市场造成直接冲击，预计美股会在激进加息和衰退的预期反复中走出震荡下行的行情。而美债美债逐步从激进加息预期，转向了衰退逻辑，美国资产从美股转向美债。

风险提示

- (1) 美联储加息超预期
- (2) 衰退预期加速实现
- (3) 俄乌冲突再次升级

最近一年大盘表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

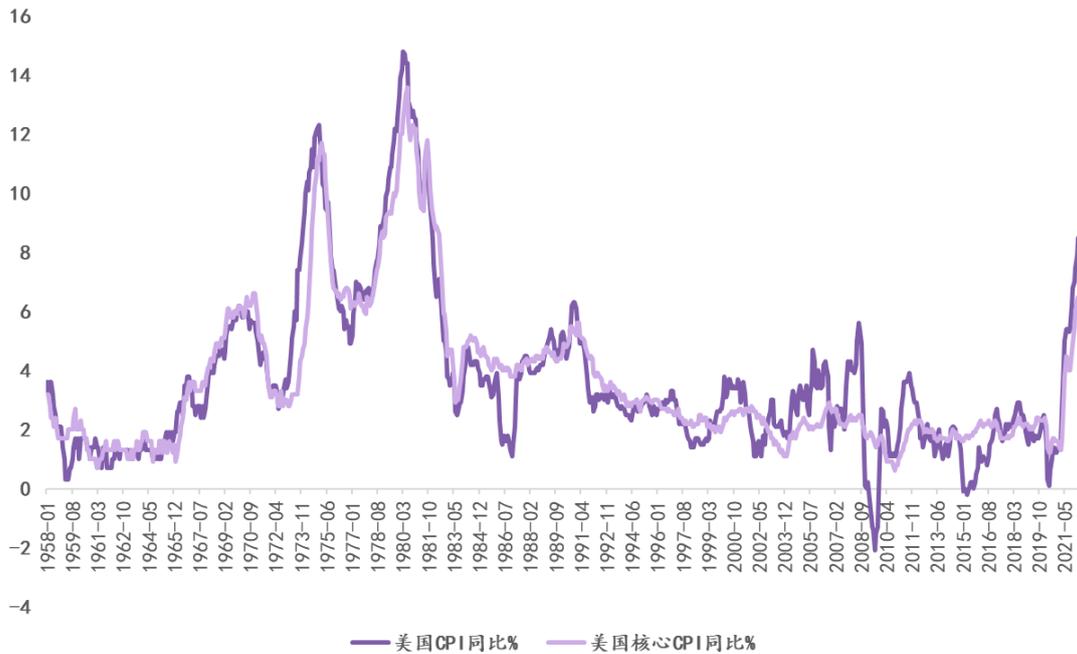
- 《A股跌破3000点的冷思考》20220425
- 《本轮疫情：形势推演、冲击测算、政策展望》20220416
- 《当稳增长遇上高通胀：中国版“FAANG”配置价值几何》20220408

6月份美国CPI同比涨幅9.1%，再次刷新了40年以来的新高。其中核心通胀同比涨幅5.9%，高于市场预期的5.7%。CPI环比增速0.7%，较上月0.6%的环比增速略有上行。后续来看，通胀在主要推动项价格下降的趋势下将不会破10。创新高的通胀使得市场开始预判美联储会进行100BP的加息，资本市场继续进行股债切换。

1、能源食品住宅贡献主要通胀

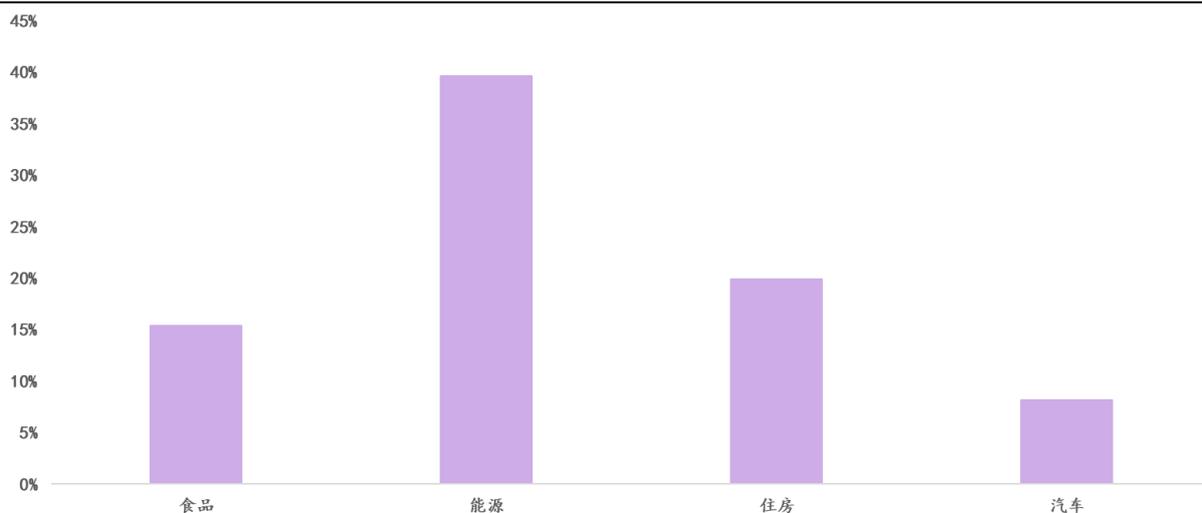
能源，食品和住房依然是主要的通胀推动项，分别贡献了40%，15%和20%的通胀同比涨幅。分项来看，能源同比涨幅41.6%，这是自1980年4月以来最大的同比涨幅。其中汽油价格同比上涨98.5%，同比已经近乎翻倍。食品指数上涨10.4%，再次刷新40多年以来的新高，从分项来看，主要的食品项目中，肉类、家禽、鱼、蛋类以及蔬菜水果等食品项目都出现了价格的下降，而谷物烘焙和乳制品的价格则继续上行。房屋价格指数同比涨幅已经连续17个月上涨，其中业主等价租金作为主要的房屋价格指数构成项，同比上涨5.5%，贡献了14.3%的通胀涨幅。

图表 1：美国 CPI 再次刷新历史新高



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

图表 2: 食品能源和住房是主要的通胀推动项

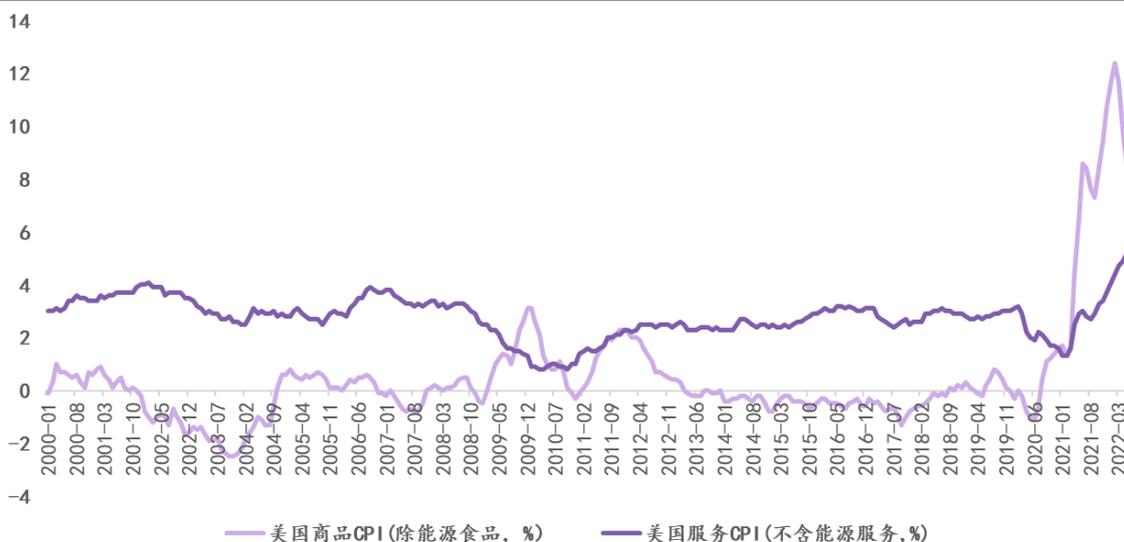


资料来源: BLS, 华鑫证券研究

2、商品通胀下行，服务通胀上行

结构上来看，商品价格指数延续了下跌的趋势，服务价格上行，居民消费开始转向服务。6月份除了食品能源以外的商品价格同比涨幅7.1%，其中汽车作为占总商品价格比重超过三分一的分项，推动了商品价格的整体下行。新交通工具同比上涨11.4，较上月涨幅下滑1.2个百分点；二手车和卡车价格同比涨幅7.1%，较上月同比涨幅下降9个百分点。服务消费价格已经创了历史新高，6月份除能源以外的服务同比上涨5.5%，创1991年以来的新高。从价格趋势上可以看出美国消费正在从商品消费转向服务消费。

图表 3: 商品价格下行，服务价格上行

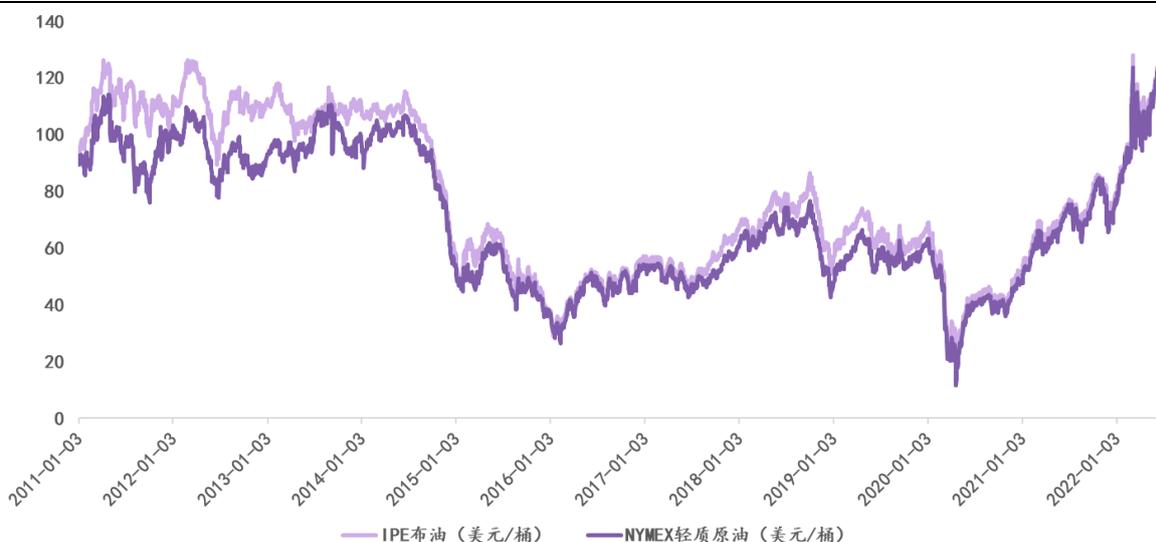


资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

3、过去通胀动力缓解

从后续的能源、农产品和汽车的价格趋势来看，美国后续通胀破10的可能性不大。首先国际能源价格已经呈现了冲高回落的态势，预计下半年将延续震荡下行，能源通胀在过去高基数的影响下，后续也并不会给CPI带来太多上行的动力。国际农产品近期经历了大幅的调整，衰退交易带来的商品清算以及对于俄乌局势缓解的预期是主要原因：小麦、玉米、大豆等主要的农作物均已回吐战后涨幅。从基本面来看，目前国际粮后续的价格影响因素依然是气候和战争两部分，其中7-8月是玉米和大豆种植的关键时期，预计在后续俄乌冲突持续和极端气候影响下，国际农产品价格仍有再次冲高的可能，但不会在成为通胀的主要贡献项之一。同样汽车作为过去通胀的主要动力之一，但在需求收缩和供应链缓解下，对于CPI的贡献度逐渐的减少。

图表 4：国际石油价格近期跌破 100 美元



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

图表 5：国际农产品价格基本吐回了战后涨幅

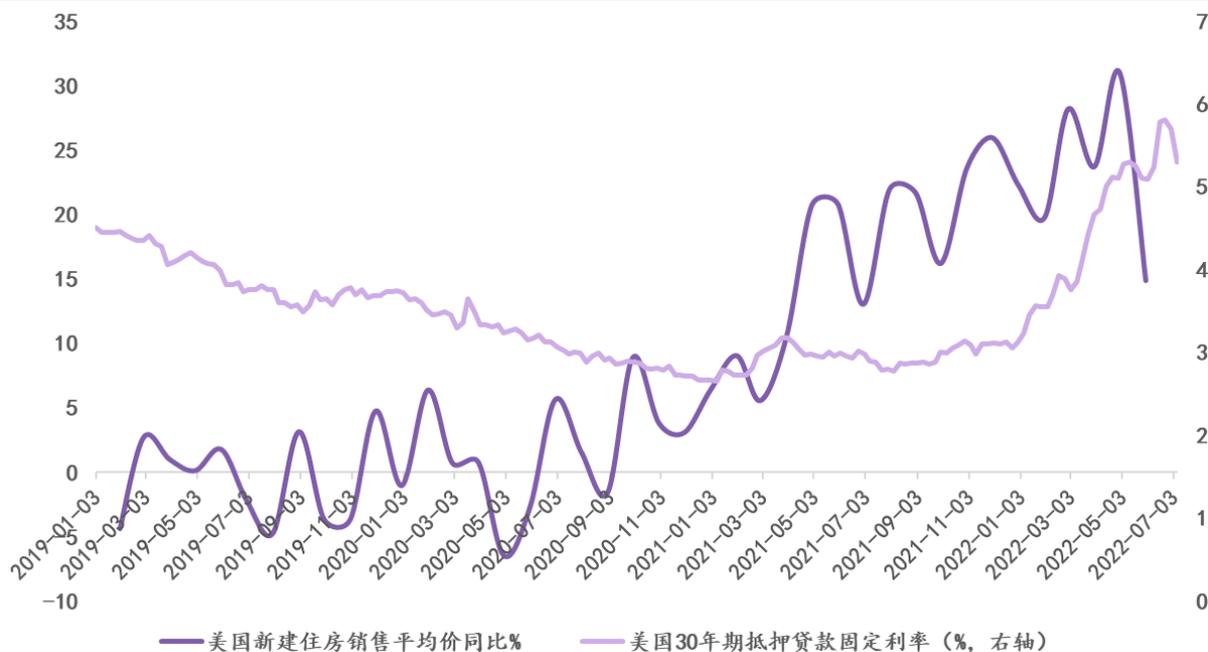


资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

4、核心通胀粘性

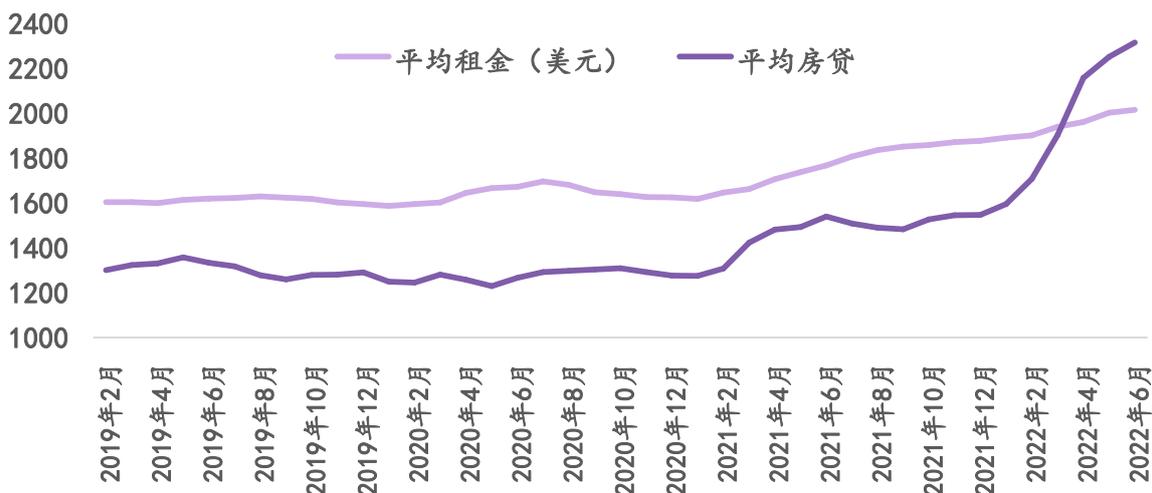
暂时的高房价和火热的租房市场将使得住房CPI成为短期美国通胀的主要支撑。住宅价格在6月份环比上涨1个百分点，是自2008年6月以来的最大涨幅。住宅价格主要由OER和租金组成，其中OER是主要的组成部分，占整个CPI的25%左右，也占据PCE指数的12%，对整体通胀有着举足轻重的作用。OER衡量业主房屋在当前市场条件下的租金，从而反应出总体的住房成本，其变化趋势一般跟利率（联邦基金利率和抵押利率）相关。联邦基金利率所影响的美国30年抵押贷款利率将会决定美国房地产的价格，进而影响到OER。美国房地产市场在疫情期间的财政撒钱和低利率的双重组合下出现了价格的新高：2021年1月至2022年4月，美国房屋平均价格涨幅36%。使得美国住宅CPI连续多月上涨。虽然美联储已经进入到加息进程中，且美国30年抵押贷款利率已经开始上行，但也间接的导致了租房市场的火热，使得OER的上涨具有一定的粘性。在最新公布的美联储褐皮书中，多个联储银行地区都表示居民对于负担能力的担忧减弱了总体的住房需求。根据美国房产网站RedFin的统计，6月份的成屋销售毁约率达到了14.9%，是2020年4月份以来的新高，居民从购房市场转向了租房市场，带动了房租价格的上行，短期来看，住宅价格仍是CPI的强力支撑，也是我们观察通胀是否会破10的关键。

图表 6：房价在抵押利率上升压力下出现下行



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

图表 7: 房贷压力带动 OER 的上行



资料来源: RedFin, 华鑫证券研究

5、加速快跑的100BP

高通胀使得100BP加息可能开始升温。6月份的议息会议后, 多名美联储官员都在公开讲话中表示美联储当前要尽快让联邦基金利率回到中性利率附近。而这次创新高的通胀数据和相对强劲的非农数据都将支撑美联储再次向中性利率提速。在数据公布后, CME预测美联储在7月份加息100BP的概率为82%, 而加息75BP概率为17%, 9月份加息75BP概率过半, 同时在11月和12月加息25BP后完成加息进程, 维持在3.75%-4%的联邦基金利率目标范围, 同时预计最快在2023年一季度开始降息。

图表 8: 市场预期今年完成加息

| MEETING DATE | 225-250 | 250-275 | 275-300 | 300-325 | 325-350 | 350-375 | 375-400 | 400-425 | 425-450 |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 2022/7/27 | 17.3% | 82.7% | 0.0% | | | | | | |
| 2022/9/21 | 0.0% | 0.0% | 1.4% | 22.5% | 76.1% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | |
| 2022/11/2 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.9% | 14.9% | 56.9% | 27.3% | 0.0% | 0.0% |
| 2022/12/14 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.4% | 7.9% | 35.9% | 42.1% | 13.7% | 0.0% |
| 2023/2/1 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.4% | 7.7% | 35.1% | 42.0% | 14.4% | 0.4% |
| 2023/3/15 | 0.0% | 0.0% | 0.2% | 3.2% | 18.0% | 37.7% | 31.6% | 9.1% | 0.2% |
| 2023/5/3 | 0.0% | 0.1% | 1.3% | 8.6% | 25.2% | 35.5% | 23.3% | 5.9% | 0.1% |
| 2023/6/14 | 0.0% | 0.7% | 4.9% | 16.9% | 30.3% | 29.4% | 14.6% | 3.0% | 0.1% |
| 2023/7/26 | 0.3% | 2.5% | 10.1% | 22.7% | 29.9% | 23.0% | 9.6% | 1.7% | 0.0% |

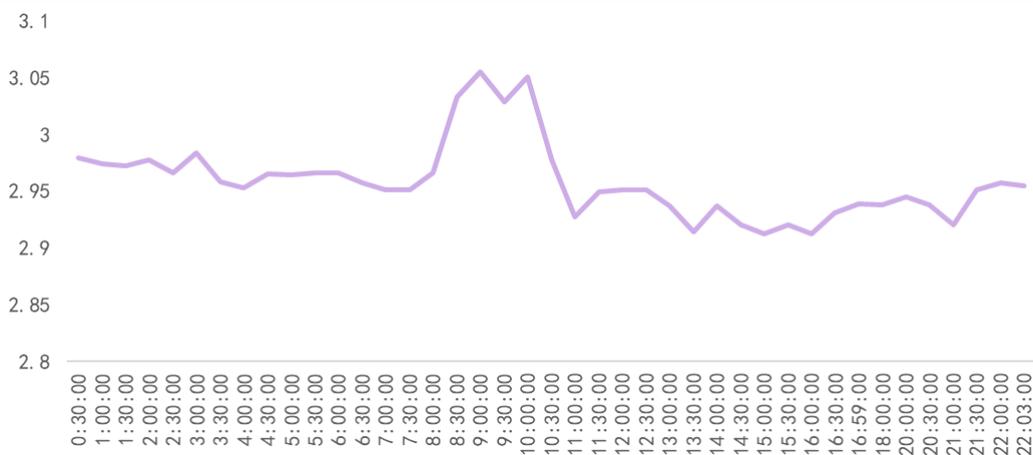
资料来源: CME, 华鑫证券研究

6、加息100BP意味着什么

100BP加速美国衰退的到来。CPI数据公布后，2S10Y利差倒挂来到了2000年11月以来的最高值，3M10Y美债利差在通胀数据公布后也一路走低，已经来到了48BP的范围，是一年以来的最窄利差。我们曾在6月份推算3m10y利差最快会在8月中旬倒挂，但如果加息100BP，市场会提前消化加息预期，或将在美联储加息前或加息时提前一个月实现倒挂，加速了衰退到来的预期。同时100BP将进一步压缩居民的需求，降低消费者的信心。美联储褐皮书中也说到虽然总体美国经济活动以温和的速度（Modest）扩张，但同时也有纽约，克利夫兰等联储银行报道了地区经济活动的放缓，增加了地区衰退的风险。

市场其实已经预期到了通胀的再次走高，所以通胀破9对于市场的影响比较钝化，而后续通胀上行空间的减少也让交易员们不再买单高通胀的逻辑。在CPI数据公布后，大宗商品和美股均有不同程度的下跌，而在7月底加息靴子落地之前，预计美股会在衰退和激进加息的预期中走出震荡下行的行情。美国10年期国债突破了3.05%后一路下跌到了2.9%左右的范围，债市已经不再为激进加息买单，转而提前交易衰退担忧，美国资产从美股转向美债。

图表 9：10 年期美债的冲高回落象征着交易逻辑的变化



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

7、风险提示

- (1) 复工复产不及预期
- (2) 衰退预期加速实现
- (3) 俄乌冲突再次升级

■ 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。