

宏观点评 20220727

再加 75bp，美联储年内会加到 4%吗？

2022 年 07 月 27 日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

研究助理 邵翔

执业证书：S0600120120023

shaox@dwzq.com.cn

研究助理 段萌

执业证书：S0600121030024

duanm@dwzq.com.cn

相关研究

《下半年财政刺激还有多大空间？》

2022-07-25

《开局 50bp，欧洲央行的鹰派立场能维持多久？》

2022-07-21

《中国资产如何定价美国衰退？》

2022-07-21

■ 美联储 7 月议息会议上，加息 75bp 大概率兑现。在我们看来，本次会议主要有两大看点：

■ 一是 CPI 持续超市场预期背景下，加息幅度为何没有扩大至 100bp？中期通胀预期仍旧稳定或是主要原因。如图 1 所示，7 月密歇根大学消费者调查中，5-10 年期通胀预期较 6 月的 3.3% 降至 2.8%。而 80 年代，此数值一度升至 9.7%，均值也高达 5.3%，相比之下，当前的情况要稳定的多，控制通胀的成本也较温和。此外，尽管美联储官员将加息 100bp 列入考虑范围，但是并未对此达成共识。

■ 二是 75bp 兑现后，美联储何时会释放加息进入下半场的信号，放缓甚至暂停加息？这也是当前市场最关注的问题。在我们看来，2022 年内暂停加息的可能性不大。不过，近几个月来 50bp、75bp 的大幅加息显然也非常态，至于加息幅度何时回归 25bp，取决于通胀和经济的组合情况。我们认为可以参考如下标准：

经济连续两个季度负增长 + 核心通胀接近 4% = 放缓加息至 25bp。经济连续两个季度负增长基本已板上钉钉，而 28 日发布的二季度 GDP 数据将对此进行验证。通胀方面，我们认为 CPI 至少要持续下降三个月，美联储才会认可通胀上升模式的转变，这意味着对于 25bp 的讨论最早要到 11 月的议息会议。

经济连续三个季度负增长 + 核心通胀回落至 4% 以内 = 暂停加息。这意味着广泛的需求放缓，三季度实际 GDP 依然较弱。但在住房租金持续跳升、薪资增速仍破 5% 的背景下，我们认为年内通胀回落至 4% 以内面临很大挑战，美联储要到 2023 年才能暂停加息。

■ 根据我们对核心通胀的预测，年内上述两种情况均难以成立，美联储持续大幅加息的步伐难以停下（图 2）。那么，美联储本轮加息周期的空间还有多大？

参考上一轮加息的情况，我们认为只有当实际的政策利率接近零时，美联储本轮加息才会收手。如图 3 所示，7 月加息 75bp 后，名义政策利率已经达到了上一轮加息周期（2015-2018 年）的峰值，但实际政策利率仍然比上一轮加息周期的峰值低 340bp。由于美联储本轮加息致力于尽快提高实际政策利率，因此参考当前中性利率的估计（0.3%）和上一轮加息周期的经验，我们认为只有当实际政策利率回归到零附近时，本轮加息周期才会结束。

■ 这就意味着如果年内核心通胀回落至 4% 附近，美联储仍需加息至少 150bp，才能将实际政策利率引导至零。因此，美联储年内加息至 4% 并非不合理，尤其是本轮加息至今，美国的实际政策利率依然没有摆脱 1970 年以来的低位。

■ 4% 的政策利率对于大类资产意味着什么？一言以蔽之，美国股债调整均未结束，美元指数将比市场预期的更坚挺：

■ 美债：6 月以来美债收益率触顶回落的主要宏观逻辑是预期美国经济衰退和 2023 年的降息，我们认为这一定价过度了。市场尚未预期 2022 年内美联储加息超过 4% 的可能性，而这一纠偏过程无疑会带来政策利率预期和长端美债收益率的上行。类似的情形在 2018 年也出现过，在经济下行压力上升的情况下，当年 10 月初美联储主席鲍威尔一句“当前离中性利率仍有一段长路”（we're ‘a long way’ from neutral on interest rates）的言论令 10 年期美债收益率二次触顶（图 5 和 6）。

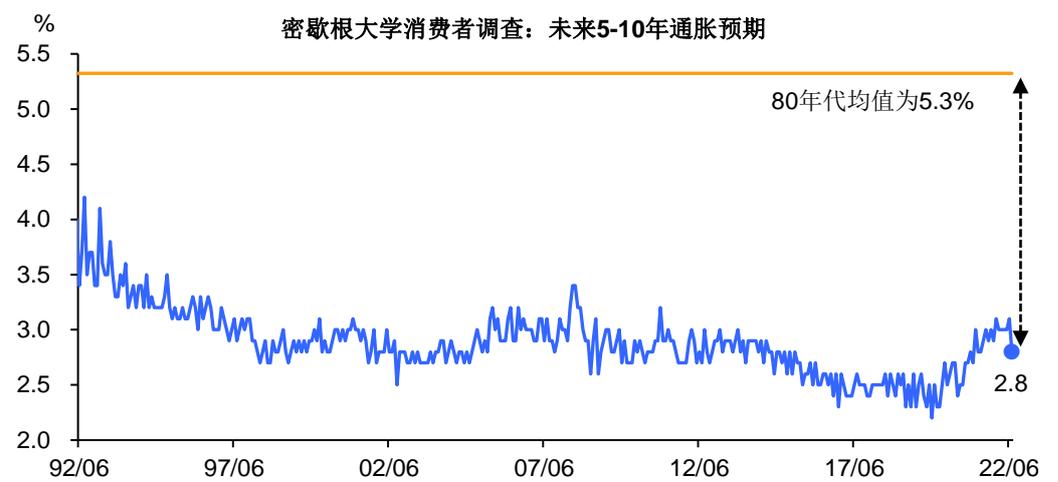
■ 而且值得注意的是，从历史上看，在美联储以利率作为政策目标的时期，10 年期美债收益率的高点往往不低于联邦基金利率的高点（图 7）。

■ 美股：需要警惕的是下半年出现估值和业绩双杀的风险。当前美股估值和美债收益率（无风险利率）调整基本相当，“经济下行压力上升+利率

纠偏”将会阶段性导致无风险利率和风险溢价上升，而企业盈利增速继续下滑的局面（图 8 和 9）。

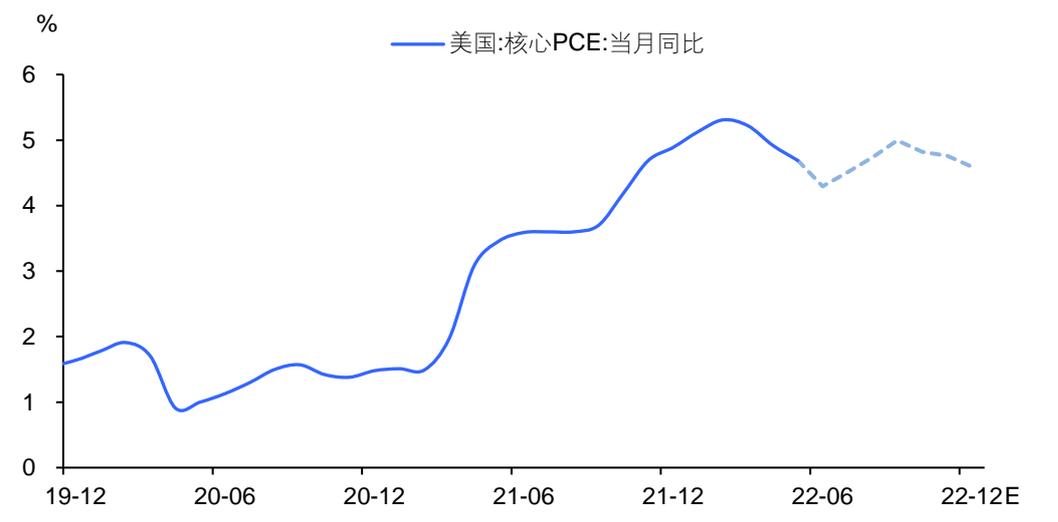
- **美元：风险资产的压力和欧元区的“躺平”是美元的动力源泉。**疫情以来美元和美股一直呈现负相关性，我们认为这一关系在短期内不会扭转，风险资产的调整压力会继续支撑美元。而欧洲央行顶着滞胀加息的举措将使得美欧经济差距扩大，从历史上看当货币政策进入相同周期时，美欧基本面的相对变化对于美元的影响会上升（图 10 和 11）。
- **风险提示：**新冠病毒变异导致疫苗失效，确诊病例大爆发导致美国经济重回封锁；俄乌局势失控造成大宗商品价格剧烈波动

图1: 2022年, 中期通胀预期相对于80年代仍然稳定



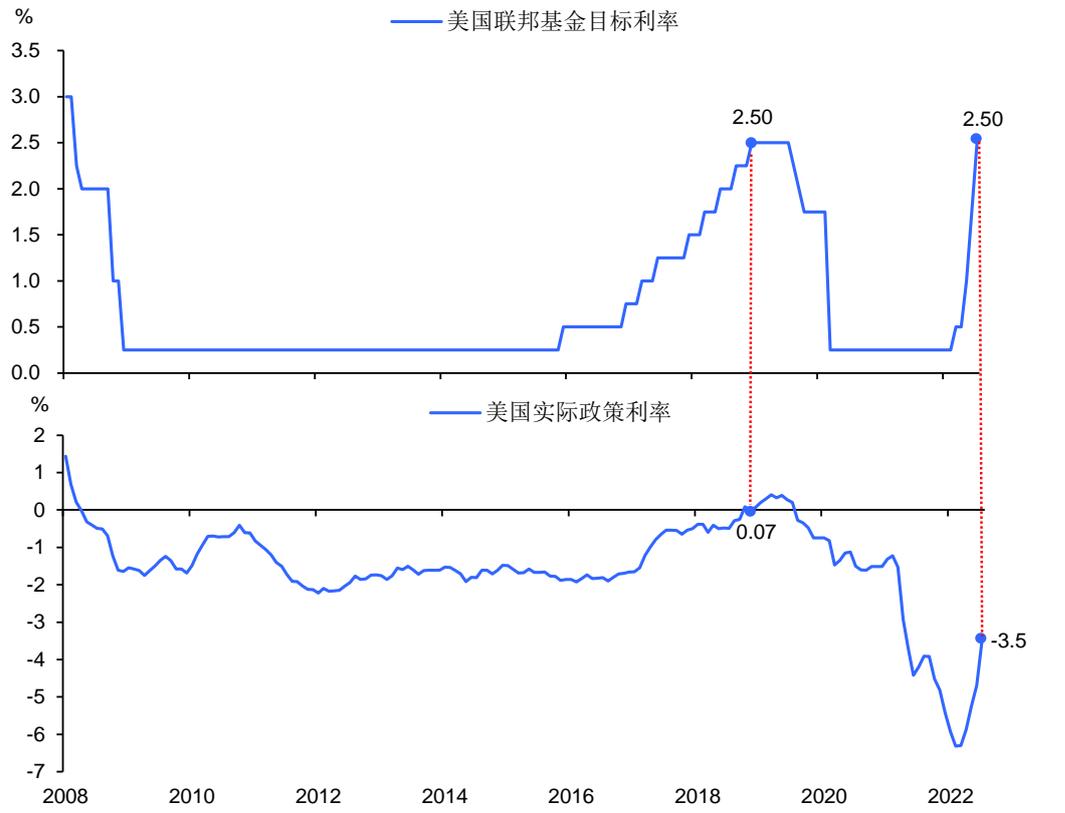
数据来源: 密歇根大学, 东吴证券研究所

图2: 我们对2022年核心PCE的预测



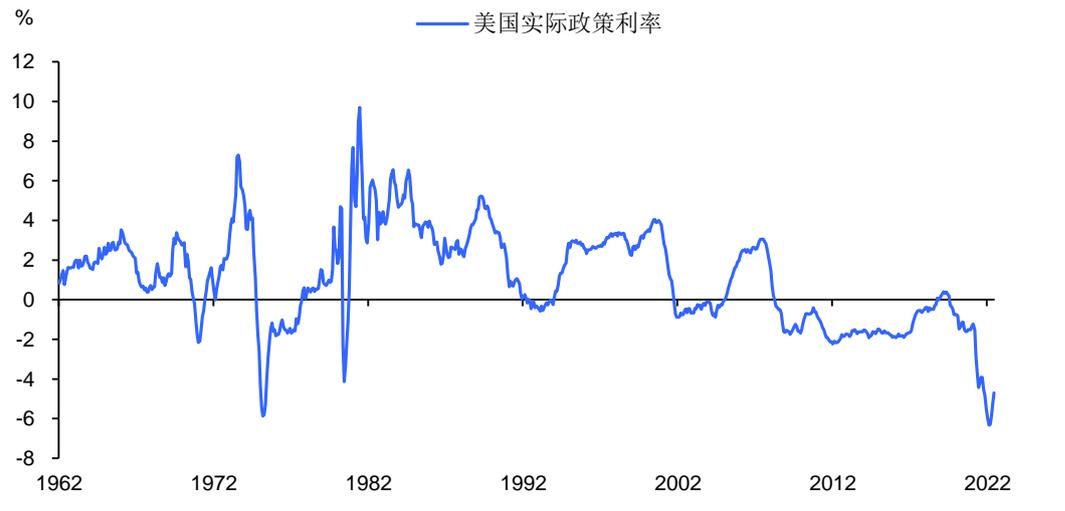
数据来源: Wind, 东吴证券研究所测算

图3: 名义政府利率虽然达到上一轮加息的峰值, 但实际政策利率明显偏低



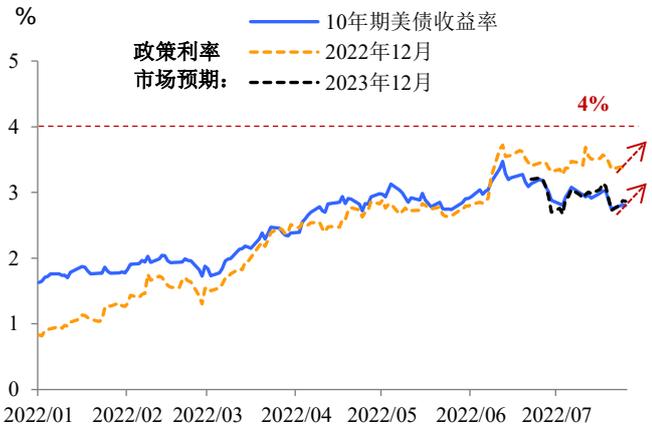
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图4: 本轮加息至今, 美国实际的政策利率仍然处于半个世纪来的低点



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图5：2022年10年期美债和政策利率市场预期



数据来源：Bloomberg, 东吴证券研究所

图6：2018年10年期美债和政策利率市场预期



数据来源：Bloomberg, 东吴证券研究所

图7：1980s末以来每一轮加息周期中10年期美债收益率的高点基本高于政策利率高点



注：不选择1988年之前的时间段是因为80年代沃尔克执掌美联储时期，美联储的政策目标是货币供应量而非政策利率。

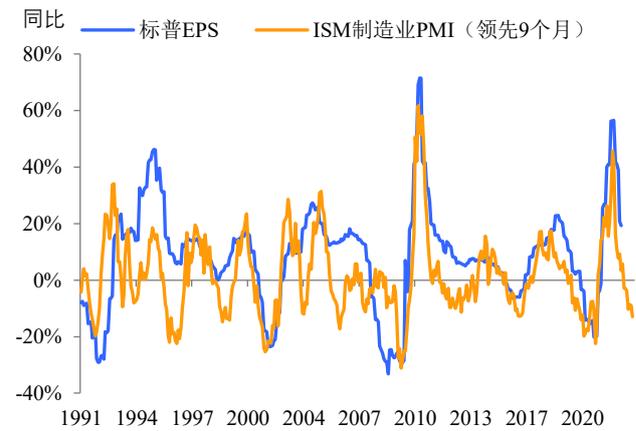
数据来源：Bloomberg, 东吴证券研究所

图8: 利率未来的调整意味着美股 PE 仍可能下跌



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图9: 美股 EPS 进入增速下行通道



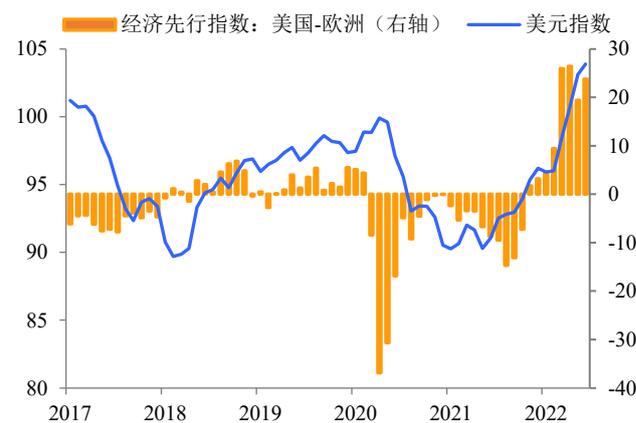
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图10: 美元指数和美股的负相关性将继续保持



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图11: 当前欧美进入相同的货币政策周期后, 基本面差异对美元的影响会上升



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

