



华泰期货
HUATAI FUTURES

期货研究报告 | 宏观大类点评 2022-07-28

加息幅度符合预期， 风险资产再迎反弹窗口

研究院

侯峻

从业资格号: F3024428

投资咨询号: Z0013950

联系人

彭鑫 FICC 组

☎ 010-64405663

✉ pengxin@htfc.com

从业资格号: F3066607

蔡劭立 FICC 组

☎ 0755-23887993

✉ caishaoli@htfc.com

从业资格号: F3056198

投资咨询号: Z0015616

高聪 FICC 组

☎ 021-60828524

✉ gaocong@htfc.com

从业资格号: F3063338

投资咨询号: Z0016648

孙玉龙 FICC 组

☎ 0755-23887993

✉ sunyulong@htfc.com

从业资格号: F3083038

投资咨询号: Z0016257

投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1289号

策略摘要

我们认为，虽然美国经济下行压力增加，但美联储仍以抑制通胀为核心目标，至少在三季度，通胀仍具韧性以及就业强劲的支撑下，美联储的加息节奏难以显著放缓。

短期而言，加息兑现后，风险资产迎来反弹窗口期；中期而言，衰退交易或仍是市场主旋律。

核心内容

■ 事件

北京时间7月27日周四，在美联储FOMC货币政策会议上，美联储宣布了2022年的第四次加息，加息75bp至2.25%-2.5%。

■ 会议要点

会议声明要点如下：一、将基准利率上调至2.25%-2.5%区间，为连续两次加息75bp，同时，将贴现率从1.75%上调至2.5%，储备余额利率从1.65%上调至2.4%；二、重申高度关注通胀风险，并认为持续加息是合适的，坚定致力于让通胀回落至2%的目标；三、将按计划于9月加速缩表，MBS和国债每月缩减上限均提升一倍。

会后鲍威尔新闻发布会要点：一、强烈承诺将压低美国通胀，“有必要”将通胀压低至2.0%。将针对通胀回落寻找令人信服的证据；二、认为美国经济增速虽然放缓，但并未进入经济衰退；三、就业市场紧俏，劳动力需求依然强劲，劳动力供给受到抑制；四、缩表工作运行良好，预计将耗费2-2.5年时间达到均衡状态；五、必要时将毫不迟疑地采取更大幅度的行动，美联储在利率行动方面将不再提供那么清晰的前瞻指引。

■ 会议点评

通胀屡超预期，并续创新高是导致美联储连续两次加息75bp的核心因素。美国6月CPI同比上涨9.1%，预期8.8%，前值8.6%，续创1981年12月以来新高。能源价格的持续攀升，且对CPI能源项的滞后传导是造成CPI迟迟未见顶并持续超预期的主要原因，6月能源项环比上涨7.5%，为上涨幅度最大的分项，其他分项均有不同程度的提速，反映能源价格大幅走高已渗透各个领域，居高不下的通胀为美联储施加了更强的紧缩压力。

抑制通胀仍为核心目标，三季度加息步伐难以显著放缓。一方面，通胀居高不下，就业强劲促使美联储难以放缓加息步伐；另一方面，持续收紧的货币政策加剧经济下行压力，为保护经济软着陆，美联储亦不能加快加息步伐。我们判断，虽然美国经济下行压力增加，但美联储仍以抑制通胀为核心目标，至少在三季度，通胀仍具韧性以及就业强劲的

请仔细阅读本报告最后一页的免责声明

支撑下，美联储的加息节奏难以显著放缓。

■ 行情分析

加息落地后，风险资产加速反弹。道指上涨 1.37%，标普 500 上涨 2.62%，纳指上涨 4.06%；10Y 美债利率小幅回落至 2.791%；美元指数下跌 0.69%；布伦特原油期货结算价上涨 2.1%，美国原油期货结算价上涨 2.4%，美国期金上涨 0.1%。

CME“美联储观察”显示市场对未来加息幅度仍存分歧。FOMC 声明后据 CME“美联储观察”显示，美联储加息至 2.75%-3.0% 的概率由 48.8% 降至 45.7%，加息至 3.0%-3.25% 的概率由 43.1% 升至 47.2%。11 加息至 3.0%-3.25% 的概率由 37.5% 降至 36.9%，加息至 3.25%-3.5% 的概率由 44.4% 升至 46.2%。美联储 OIS 掉期交易显示，12 月联邦基金利率将达到 3.4%，2022 年剩余时间将累计加息 107 个基点。与 FOMC 声明前基本一致。

6 月以来，市场从交易滞胀转为交易衰退。美国制造业 PMI 的下滑和 10y-3m 利差的倒挂均加剧了市场对于未来经济步入衰退的担忧，即使在就业如此强劲、PMI 仍处于荣枯线上方的情形下，市场亦提前交易美国经济衰退，使得三季度以来，呈现出 CPI 虽然再创新高，但大宗商品持续下行，美债通胀预期部分加速回落的局面。

我们判断，**短期而言，加息兑现后，风险资产迎来反弹窗口期；中期而言，衰退交易或仍是市场主旋律。**通过复盘衰退时期的资产价格表现来看，一、**股指表现较为中性，并非必然下跌**，纳指上涨概率为 57%，道指上涨概率为 43%；二、**商品下行概率较大，黄金相对抗跌**，原油及其他主要商品上涨概率仅 14%，黄金上涨概率超 50%；三、**美元指数易涨难跌，美债利率易跌难涨**，美元上涨概率超 70%，美债利率上涨概率仅 14%。

表 1： 近几次重要 FOMC 议息会议摘要

	2022 年 7 月会议	2022 年 6 月会议	2022 年 5 月会议	2022 年 3 月会议
经济活动	没有迹象表明经济步入衰退, 劳动力依然强劲, 劳动力供给受到抑制, 部分证据表明, 劳动力需求可能略微放缓。	经济活动在第一季小幅下降后似乎已有所回升。最近几个月就业增长强劲, 且失业率保持在低位。	今年一季度有所下滑, 但家庭支出和企业固定投资仍然表现强劲。近几个月来, 就业岗位增长扎实, 失业率已经大幅下降。	经济活动和就业指标保持强劲
通胀	通胀仍然居高不下, 反映出与疫情有关的供需失衡、能源价格上涨和更广泛的物价压力。	通胀仍然高企, 反映出与疫情有关的供需失衡、能源价格上涨和更广泛的物价压力。	通货膨胀水平仍然处于高位, 反映了与疫情有关的供需失衡、能源价格上涨以及更为广泛的价格压力。	通货膨胀仍然居高不下, 反映出与大流行、能源涨价及更广泛的涨价压力相关的供需失衡。
对后续经济和通胀的观点	俄乌冲突正在造成巨大的民生和经济困难。冲突和相关事件正在给通胀制造额外的上行压力, 并正在拖累全球经济活动。此外, 供应链断裂可能会加剧。委员会高度关注通胀风险。	俄乌冲突正在造成巨大的民生和经济困难。冲突和相关事件正在给通胀制造额外的上行压力, 并正在拖累全球经济活动。此外, 供应链断裂可能会加剧。委员会高度关注通胀风险。	俄罗斯对乌克兰的入侵正在造成巨大的人道与经济困难。这对美国的经济影响是非常不确定的。入侵和相关事件正在对通货膨胀造成额外的上升压力, 对可能对经济活动产生影响。 此外, 中国的疫情封控可能会加剧供应链的破坏。委员会高度关注着通胀风险。	俄乌冲突对美国经济的影响高度不确定, 或对通胀造成额外的上行压力。
利率和购债规模	委员会决定将联邦基金利率的目标区间上调至 2.25% 至 2.5%, 并预计继续上调该目标区间将是合适之举。 此外, 如 5 月份发布的《 缩减美联储资产负债表规模的计划 》所述, 将按计划在 9 月加速缩表, MBS 和国债每月缩减上限均提升一倍。	委员会决定将联邦基金利率的目标区间上调至 1.5% 至 1.75%, 并预计继续上调该目标区间将是合适之举。此外, 如 5 月份发布的《 缩减美联储资产负债表规模的计划 》所述, 委员会将继续减持美国国债、机构债券和机构抵押贷款支持证券。	委员会决定将联邦基金利率的目标区间提高到 0.75%-1%。并预计利率目标区间的持续提高将是适当的。此外, 委员会决定在 6 月 1 日开始减少其持有的国债、机构债务以及 MBS, 正如与本声明同时发布的《 缩减美联储资产负债表规模的计划 》所述。	FOMC 的委员会后投票决定, 将政策利率联邦基金利率的目标区间上调 25 个基点, 升至 0.25% 到 0.50%。

资料来源: Wind 华泰期货研究院

图 1： 美国 CPI 各分项环比热力图 | 单位： %

指标名称	2022-06	2022-05	2022-04	2022-03	2022-02	2022-01	2021-12	2021-11	2021-10	2021-09	2021-08	2021-07	2021-06
CPI	1.30	1.00	0.30	1.20	0.80	0.60	0.60	0.70	0.90	0.40	0.30	0.50	0.90
核心CPI	0.70	0.60	0.60	0.30	0.50	0.60	0.60	0.50	0.60	0.30	0.20	0.30	0.80
能源	7.50	3.90	-2.70	11.00	3.50	0.90	0.90	2.40	3.70	1.20	1.90	1.60	2.10
食品与饮料	1.00	1.10	0.80	1.00	1.00	0.80	0.50	0.70	0.80	0.80	0.40	0.60	0.70
住宅	0.80	0.80	0.60	0.70	0.50	0.70	0.50	0.50	0.70	0.60	0.40	0.40	0.40
服装	0.80	0.70	-0.80	0.60	0.70	1.10	1.10	0.70	0.60	-0.70	0.30	0.10	0.50
交通运输	3.80	2.00	-0.40	3.90	1.90	0.40	1.40	2.00	2.00	0.10	0.30	0.70	3.50
医疗保健	0.70	0.40	0.40	0.50	0.20	0.70	0.30	0.30	0.40	0.20	0.20	0.20	-0.10
娱乐	0.30	0.40	0.40	0.20	0.70	0.90	-0.10	-0.20	0.70	0.10	0.50	0.60	0.20
教育与通信	0.20	-0.10	-0.20	-0.20	0.00	0.10	0.10	0.00	0.10	0.40	0.20	0.10	0.10
其他商品与服务	0.50	0.50	0.40	0.50	1.10	0.80	0.50	0.20	0.80	0.10	0.40	0.70	0.10

数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 2： CME 美联储观察隐含加息概率

MEETING PROBABILITIES											
MEETING DATE	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2022/9/21	65.0%	35.0%	0.0%	0.0%							
2022/11/2	0.0%	53.4%	40.4%	6.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%		
2022/12/14	0.0%	33.0%	45.3%	19.3%	2.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2023/2/1	0.0%	25.7%	42.6%	25.0%	6.1%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2023/3/15	10.8%	32.8%	35.2%	17.1%	3.8%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2023/5/3	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	10.8%	32.8%	35.2%	17.1%	3.8%	0.3%
2023/6/14	10.8%	32.8%	35.2%	17.1%	3.8%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2023/7/26	10.0%	31.2%	35.0%	18.4%	4.7%	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

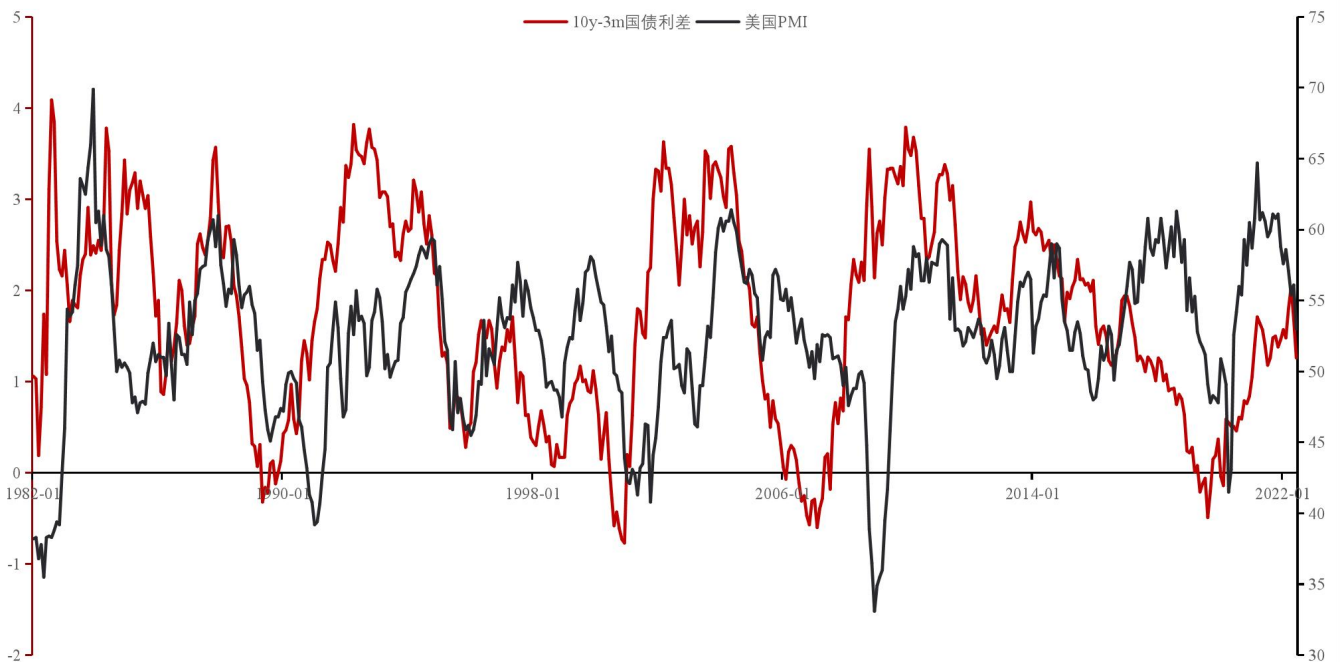
数据来源：CME 华泰期货研究院

图3： 美国经济月度热力图 | 单位：%

	指标名称	单位	2022-07	2022-06	2022-05	2022-04	2022-03	2022-02	2022-01	2021-12	2021-11	2021-10	2021-09	2021-08	2021-07
	GDP:不变价:同比	%					3.5695			5.5334			4.95		
投资	Markit制造业PMI	%	52.30	52.70	57.00	59.20	58.80	57.30	55.50	57.70	58.30	58.40	60.70	61.10	63.40
	全部制造业:新增订单:当月同比	%			8.98	9.39	8.88	8.50	6.86	8.13	9.17	8.54	8.64	9.54	9.12
	成屋+新建住房销售	万套			1237	1152	1284	1385	1480	1448	1389	1290	1350	1285	1329
就业	新增非农就业人数	千人		372.00	390.00	428.00	431.00	678.00	467.00	199.00	210.00	531.00	194.00	235.00	943.00
	失业率	%		3.60	3.60	3.60	3.60	3.80	4.00	3.90	4.20	4.60	4.70	5.20	5.40
	非农职位空缺数	万人			1125.4	1140	1154.9	1134.4	1128.3	1144.8	1092.2	1109.4	1067.3	1062.9	1078.3
消费	CPI:当月同比	%		9.10	8.60	8.30	8.50	7.90	7.50	7.00	6.80	6.20	5.40	5.30	5.40
	零售和食品服务销售额:同比	%		8.94	8.23	8.70	7.32	18.04	13.44	16.05	19.92	15.00	14.53	15.93	15.85
	个人可支配收入:同比	%			2.78	-0.27	-15.51	4.02	-5.03	6.12	6.04	4.22	3.25	5.35	1.48
	个人消费支出:同比	%			8.53	9.22	9.37	13.45	11.56	12.88	13.30	12.12	11.10	12.06	11.93
财政	财政收入:同比	%		2.57	-16.12	96.65	17.77	16.73	20.91	40.63	28.08	19.45	23.14	20.23	-53.50
	财政支出:同比	%		-11.83	-23.58	-16.45	-45.23	-9.44	-36.73	3.75	29.53	-13.95	4.69	3.73	-9.97
贸易	出口金额:同比	%			21.69	21.66	17.72	20.34	15.31	19.80	21.53	23.00	16.82	23.07	24.85
	进口金额:同比	%			23.30	24.26	27.71	24.03	20.81	21.32	20.85	18.38	20.14	20.59	22.21

数据来源: Wind 华泰期货研究院

图4： 美债期限利差对PMI的领先性 | 单位：%



数据来源: Wind 华泰期货研究院

表 2： 2007 年至今美联储资产负债表和各类资产的相关性 | 单位： %

	美元指数	纳指	沪深 300	CRB 综指	10Y 中债利率	10Y 美债利率
纳指	0.503864	1				
沪深 300	0.155775	0.697077	1			
CRB 综指	-0.32079	0.426803	0.593739	1		
10Y 中债利率	-0.67326	-0.47028	-0.33303	0.332823	1	
10Y 美债利率	-0.3375	-0.6707	-0.56828	-0.52562	0.618534	1
美联储资产负债表规模	0.434983	0.903195	0.684515	0.567008	-0.49639	-0.84967

资料来源：Wind 华泰期货研究院

表 3： 美国往轮衰退周期下大类资产表现 | 单位： %

	美元指数	纳指	道指	10Y 美债利率绝对变化	CRB 综合	CRB 食品	CRB 油脂	CRB 家畜	CRB 金属	CRB 工业原料	CRB 纺织品	黄金	原油
2020/1-2020/4	1.70%	-13.84%	-2.86%	-0.87	-12.60%	-15.97%	-13.36%	-17.38%	-15.37%	-10.20%	-3.56%	7.48%	-56.41%
2014/10-2015/3	13.22%	2.22%	5.83%	-0.41	-9.57%	-12.85%	-17.31%	-19.06%	-17.21%	-7.23%	0.90%	1.95%	-35.71%
2011/12-2012/7	3.23%	7.00%	13.08%	-0.36	0.09%	5.58%	2.46%	6.49%	-5.92%	-3.54%	-7.29%	2.75%	-1.60%
2008/7-2008/12	10.89%	-22.87%	-32.19%	-1.74	-31.47%	-29.33%	-47.33%	-43.46%	-49.27%	-32.80%	-9.29%	-5.77%	-52.90%
1997/10-1998/12	-1.54%	23.37%	37.59%	-1.19	-21.05%	-21.29%	-21.17%	-34.52%	-25.57%	-20.87%	-12.05%	-7.69%	-47.40%
1989/5-1991/1	-20.45%	10.33%	-7.17%	-0.57	-8.72%	-8.29%	-9.78%	1.31%	-21.36%	-10.74%	1.39%	1.16%	13.72%
1980/11-1982/2	24.35%	-17.01%	-13.80%	1.31	-16.49%	-16.66%	-14.35%	-5.55%	-18.71%	-15.88%	-14.73%	-41.49%	-1.61%
平均涨跌幅	4.49%	-1.54%	0.07%	-0.55	-14.26%	-14.12%	-17.26%	-16.02%	-21.92%	-14.47%	-6.37%	-5.94%	-25.99%
上涨概率	71.43%	57.14%	42.86%	14.29%	14.29%	14.29%	14.29%	28.57%	0.00%	0.00%	28.57%	57.14%	14.29%

资料来源：Wind 华泰期货研究院

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com