

2022年02月28日

固定收益研究

研究所

证券分析师: 靳毅 S0350517100001
021-61981375 jiny01@ghzq.com.cn
联系人: 周子凡 S0350121010075
021-61981375 zhouzf@ghzq.com.cn

俄乌冲突，美联储加息会否有变？

——美国宏观经济月报

相关报告

《 大类资产周报：海外股市普涨，债市利率下行 *靳毅，吕剑宇》——2022-01-04

《 ——美国宏观经济月报：美联储可能加息的两条“暗线” *靳毅》——2021-12-28

《 大类资产周报：多数国家股市下跌，债市表现较好 *靳毅，吕剑宇》——2021-12-20

《 再融资债需求摸底，城投债怎么看？ *靳毅，姜雅芯》——2021-12-20

《 大类资产周报：海内外股市回暖，大宗商品分化 *靳毅，吕剑宇》——2021-12-13

■ 俄乌冲突，美联储加息会否有变？

本轮俄乌冲突对美国的影响体现在两大层面：①经济层面上，由于中美贸易依赖程度较低，美国受到的经济直接冲击相对可控，未来更多可能反映在以输入通胀为代表的间接冲击上；②金融层面上，中短期风险偏好的下降可能是一个相对确定的事件。

我们对此的观点是：

(1) 由于本轮俄乌冲突对美国经济的直接影响有限，因此，3月份美联储很难因此而停止开启加息的步伐；

(2) 从目前俄美欧的表态来看，初步制裁不涉及能源，能源方面还没有出现明显的供给下降因素，短期内，对美国通胀的压力相对温和。与此同时，历史上美联储从来没有在第一次加息中选择直接提高50BP，并且本轮美联储加息属于“逆周期紧缩”，有防止“硬着陆”的诉求，我们倾向认为美联储第一次加息会稍显谨慎。大概率只加息25BP。

就美债利率而言，目前的利率水平可能已接近阶段高位，主要原因有三：①历史上来看，10年期美债利率中长期顶点与联邦基金利率阶段顶点水平相当；②历轮加息周期开启前，美债利率的阶段性上行就已经基本到位；③“五因子”模型显示，今年年中美债利率高点或将在2.30%左右。

结合美股来看，本次“俄乌冲突”后美股出现一定程度的回调，导致估值下降，使得目前美股“风险溢价”更显从容，也将“钝化”未来美债利率继续上行对股市的“挤压”。

■ 风险提示 俄乌冲突升级，美联储超预期宽松，新冠疫情传播超预期。

内容目录

1、 俄乌冲突，美联储加息会否有变？	4
1.1、 冲突升级，加息预期有变？	4
1.2、 对美国有何影响？	4
1.3、 对资本市场有何影响？	9
2、 关注 2022 年 3 月美联储议息会议	11
3、 附录：美国宏观经济指标	13
3.1、 通胀：核心通胀再创新高	13
3.2、 就业市场：劳动力供给偏紧，整体有所改善	14
3.3、 消费：服务消费在改善，整体需求在减速	15
3.4、 工业生产：生产持续恢复，但略有降温	16
3.5、 地产投资：利率上行，购房需求边际衰退	17
3.6、 国际贸易：港口拥挤略有改善	18
风险提示	18

图表目录

图 1: 俄乌冲突下, 全球避险情绪上升	4
图 2: 联邦基金利率期货隐含美联储加息路径	4
图 3: 美国与俄罗斯的贸易依赖程度较弱	5
图 4: 美国向俄罗斯主要进口商品 (2019 年)	5
图 5: 欧洲天然气库存处于 5 年来最低	7
图 6: 乌克兰和俄罗斯粮食产量占欧洲产量 60% 以上	7
图 7: 地缘风险指数	8
图 8: 美国原油开工钻头数较疫情前仍有差距	9
图 9: 美联储历史加息路径	9
图 10: 历轮美联储加息与 10 年期美债利率	10
图 11: 历轮首次加息前, 10 年期美债利率上行到位	10
图 12: 美债利率的五因子模型	11
图 13: 美股回调使得“风险溢价”更为从容	11
图 14: 核心 PCE 继续上行	13
图 15: 远端通胀预期有所降温	13
图 16: 房租价格为通胀“添砖加瓦”	13
图 17: 二手车价格指数领先 CPI 二手车价格 2 个月	13
图 18: 1 月劳动力参与率有较大幅度改善	14
图 19: 劳动参与率带来的就业缺口改善显著	14
图 20: 服务业就业有比较显著的改善	14
图 21: 就业市场供给依旧偏紧	14
图 22: 个人储蓄率已基本与疫情前水平相当	15
图 23: 服务消费占比回升	15
图 24: 外出就餐人数已较 2021 年同期有显著改善	15
图 25: 消费者信心指数继续回落	15
图 26: 美国工业产能持续恢复	16
图 27: 11 月制造商实际库存仍处于低位	16
图 28: Zillow 待售房源持续下降	17
图 29: 在线房屋挂牌成交时间有所回升	17
图 30: 长期抵押贷款利率迅速上行	17
图 31: 房价增速“高位磨顶”	17
图 32: 贸易逆差维持疫情以来高位	18
图 33: 港口拥挤现象略有改善	18
表 1: 美国 CPI 子项贡献热力图	6
表 2: 美联储官员近期表态	8
表 3: 2022 年 3 月份美国重要经济数据披露时间	12
表 4: PMI 子项热力图: 工业生产整体仍在恢复, 但有所降温	16

1、俄乌冲突，美联储加息会否有变？

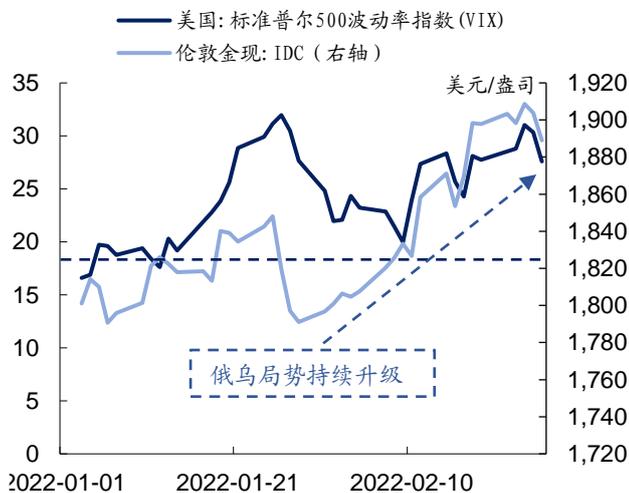
1.1、冲突升级，加息预期有变？

酝酿许久的俄乌争端突然升级，在俄罗斯总统普京签署承认“顿涅茨克人民共和国”和“卢甘斯克人民共和国”后，两国战事全线爆发。一时间，全球风险偏好骤降，各大资本市场均出现不同程度下跌，避险情绪浓烈。

根据此前市场的一致预期，在即将到来的3月份议息会议上，美联储加息几乎已成“板上钉钉”。2月份美国通胀数据再创新高后，导致市场开始押注3月份美联储一次性加息50BP的可能性，突如其来的战争阴霾却让市场预期悄然发生转变。目前，市场对3月份加息的50BP的预期已较前期大幅下降。

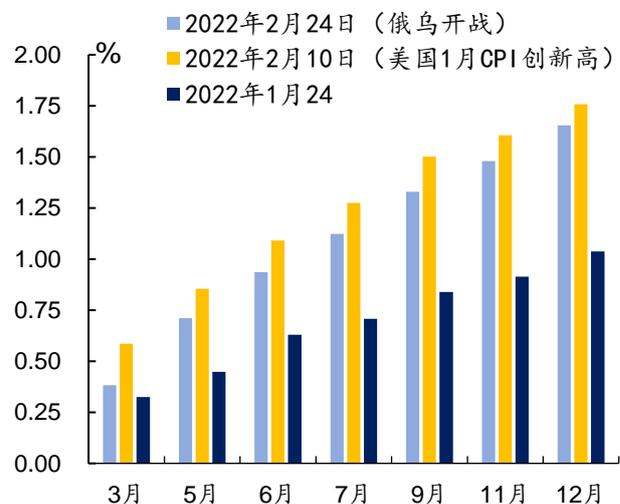
俄乌冲突究竟是否会阻碍美联储的“紧缩之路”，将是近期市场除了地缘冲突外最为关心的议题之一。我们对此的观点是：地缘冲突难改3月美联储开启加息，相较一次性加息50BP的激进预期，对于美联储而言首次加息25BP或许是权宜之计。

图 1：俄乌冲突下，全球避险情绪上升



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 2：联邦基金利率期货隐含美联储加息路径



资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

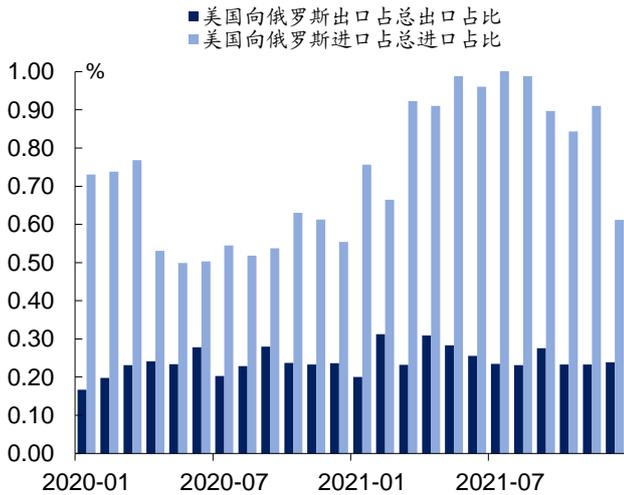
1.2、对美国有何影响？

站在美国的角度，俄乌冲突对美国的影响可以分为经济和金融两大层面：

(1) 经济层面上，本次冲突，对美国的直接冲击相对可控，更多可能反映在以输入通胀为代表的间接冲击上。从美国和俄罗斯的贸易结构上来看，俄罗斯并不是美国的主要进口国，常年对美出口占美国总进口不足1%，主要出口商品也以石油为主。

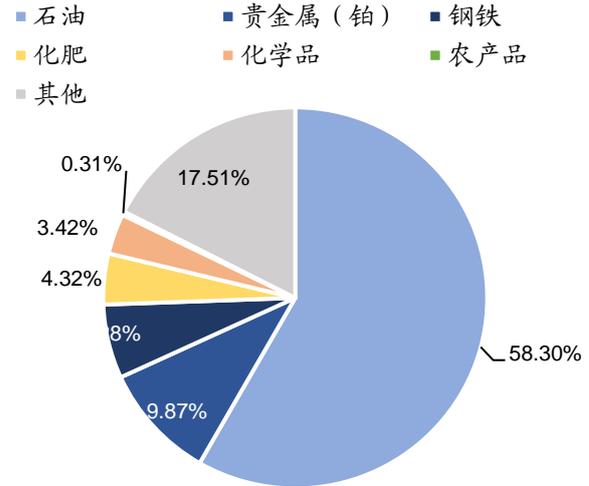
参照 2014 年克里米亚危机后，美国对俄罗斯的制裁手段来看，美国接下来对俄罗斯的制裁或许或将主要集中在金融层面和外交层面。因此，就经济的直接影响而言，美国受到的冲击相对较小。

图 3: 美国与俄罗斯的贸易依赖程度较弱



资料来源: Wind、国海证券研究所

图 4: 美国向俄罗斯主要进口商品 (2019 年)



资料来源: 美国贸易代表署、国海证券研究所

本次冲突对美国经济的间接影响，更大将来自于对美国国内通胀压力的推波助澜。美国 1 月份 CPI 同比增长 7.5%，几乎创下 40 年以来新高。

细分子项贡献来看，正如我们在《美国通胀“高烧”何时降温？》中所指出，房租项和二手车价格是目前美国通胀的主要贡献项，除此之外，“薪酬-物价”螺旋引起的“普涨”可能也是接下来美国通胀的主要隐患之一。

表 1: 美国 CPI 子项贡献热力图

分项名称	2022年1月	2021年12月	2021年11月	2021年10月	2021年9月	2021年8月	2021年7月	2021年6月	2021年5月	2021年4月	2021年3月	2021年2月
家庭食品												
谷物与烘焙食品	0.07%	0.05%	0.05%	0.03%	0.03%	0.02%	0.02%	0.00%	0.01%	0.00%	0.03%	0.03%
肉类、家禽、鱼类及蛋类	0.21%	0.22%	0.22%	0.21%	0.18%	0.14%	0.11%	0.01%	0.00%	0.03%	0.09%	0.09%
奶类及相关产品	0.02%	0.01%	0.01%	0.01%	0.00%	0.00%	0.01%	0.01%	0.00%	0.00%	0.01%	0.02%
水果和蔬菜	0.08%	0.07%	0.05%	0.04%	0.04%	0.03%	0.03%	0.04%	0.04%	0.05%	0.05%	0.04%
非酒精饮料与饮料原料	0.05%	0.05%	0.05%	0.04%	0.03%	0.02%	0.01%	0.00%	0.00%	0.00%	0.03%	0.04%
其他家庭食品	0.14%	0.11%	0.11%	0.08%	0.06%	0.03%	0.03%	0.01%	0.01%	0.01%	0.04%	0.05%
在外饮食												
全方位服务膳食与零食	0.22%	0.21%	0.19%	0.19%	0.16%	0.15%	0.14%	0.13%	0.13%	0.12%	0.10%	0.09%
有限服务膳食与零食	0.22%	0.22%	0.22%	0.20%	0.18%	0.19%	0.18%	0.17%	0.17%	0.17%	0.17%	0.17%
员工地点和学校的食品	-0.06%	-0.06%	-0.06%	-0.06%	-0.06%	-0.06%	-0.04%	-0.05%	-0.05%	-0.05%	-0.05%	-0.04%
自动售货机及流动供应商的食品	0.00%	0.00%	0.01%	0.00%	0.00%	0.01%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
其他在外饮食	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%	0.00%	0.01%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
能源商品												
燃油及其他燃料	0.06%	0.06%	0.07%	0.06%	0.05%	0.04%	0.04%	0.04%	0.04%	0.04%	0.03%	0.01%
发动机燃料	1.22%	1.42%	1.61%	1.42%	1.22%	1.23%	1.21%	1.24%	1.41%	1.25%	0.67%	0.04%
能源服务												
电力	0.26%	0.15%	0.16%	0.16%	0.13%	0.13%	0.10%	0.10%	0.10%	0.09%	0.06%	0.05%
公用事业(管道)天然气服务	0.17%	0.17%	0.18%	0.19%	0.14%	0.14%	0.13%	0.10%	0.09%	0.08%	0.07%	0.05%
商品减去食品与能源商品												
家居陈设与用品	0.35%	0.28%	0.23%	0.23%	0.18%	0.12%	0.11%	0.13%	0.14%	0.12%	0.11%	0.08%
服装	0.15%	0.15%	0.13%	0.12%	0.09%	0.11%	0.11%	0.13%	0.15%	0.05%	-0.07%	-0.10%
交通运输商品减去车用油	1.66%	1.56%	1.37%	1.18%	1.07%	1.22%	1.38%	1.40%	0.93%	0.64%	0.31%	0.29%
医疗保健商品	0.02%	0.01%	0.00%	-0.01%	-0.03%	-0.04%	-0.03%	-0.04%	-0.03%	-0.03%	-0.04%	-0.04%
休闲商品	0.08%	0.07%	0.08%	0.08%	0.07%	0.07%	0.06%	0.06%	0.07%	0.06%	0.02%	0.01%
教育与通讯商品	0.00%	0.00%	0.00%	0.01%	0.01%	0.00%	0.00%	-0.01%	-0.01%	-0.01%	-0.03%	-0.01%
含酒精饮料	0.03%	0.02%	0.02%	0.02%	0.03%	0.03%	0.03%	0.02%	0.02%	0.02%	0.02%	0.02%
其他商品	0.06%	0.07%	0.06%	0.07%	0.05%	0.05%	0.04%	0.04%	0.04%	0.03%	0.03%	0.03%
服务, 能源服务除外												
收容所	1.45%	1.38%	1.28%	1.16%	1.05%	0.95%	0.94%	0.86%	0.74%	0.71%	0.56%	0.49%
给排水与垃圾收集服务	0.04%	0.04%	0.04%	0.04%	0.04%	0.04%	0.04%	0.04%	0.04%	0.04%	0.04%	0.04%
家庭经营	0.07%	0.06%	0.06%	0.06%	0.06%	0.06%	0.07%	0.04%	0.04%	0.04%	0.04%	0.00%
医疗保健服务	0.20%	0.19%	0.15%	0.12%	0.07%	0.07%	0.06%	0.08%	0.11%	0.16%	0.20%	0.22%
运输服务	0.28%	0.22%	0.20%	0.23%	0.22%	0.23%	0.33%	0.52%	0.56%	0.29%	-0.09%	-0.24%
休闲服务	0.19%	0.12%	0.11%	0.14%	0.13%	0.13%	0.14%	0.07%	0.02%	0.07%	0.05%	0.04%
教育与通讯服务	0.11%	0.11%	0.11%	0.11%	0.10%	0.08%	0.08%	0.15%	0.14%	0.13%	0.13%	0.13%
其他个人服务	0.09%	0.07%	0.07%	0.07%	0.06%	0.06%	0.05%	0.04%	0.05%	0.05%	0.05%	0.04%

资料来源: Wind、国海证券研究所

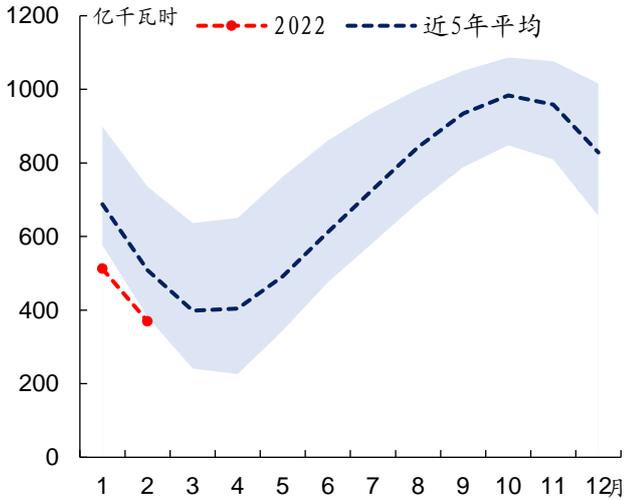
在美国通胀高企的格局下，俄乌冲突或将再次间接推升国际能源价格和粮食价格，从而进一步对美国国内通胀产生压力。

我们在去年 10 月份的报告《凛冬将至，能源通胀将再掀波澜？》中指出，欧洲的“能源革新”较为激进，在新能源相关基建完善前，供电比较依赖天气情况，这种格局下，欧洲对传统能源的依赖度反而会增加。

去年年中的“能源危机”很大程度上归因于欧洲的天然气库存不足。然而时过半年，欧洲能源库存并没有好转，目前欧洲天然气库存处于近 5 年来最低水平。俄罗斯作为能源出口大国，掌握着西欧的“经济命脉”。战争后，能源的供给隐忧可能会进一步推升国际原油价格，从而为美国的高通胀再添“一把火”。

除了能源以外，粮食价格也可能是未来通胀的关键推手。素有欧洲“面包篮”之称的乌克兰，与俄罗斯一同占据了整个欧洲近 60% 的粮食产量。而战争的破坏，可能已经直接影响到了粮食供给，进而推升全球粮价，对美国通胀也将产生相应支撑。

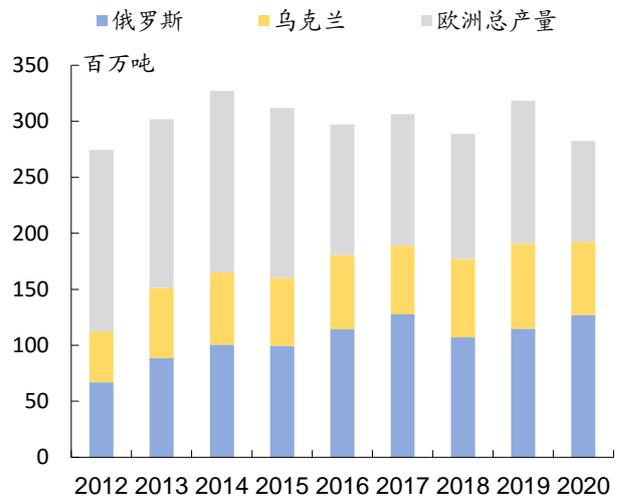
图 5: 欧洲天然气库存处于 5 年来最低



资料来源: ASGI+、国海证券研究所

注: 均值为 2016 至 2021 年月度天然气平均库存均值

图 6: 乌克兰和俄罗斯粮食产量占欧洲产量 60%以上



资料来源: IGC、国海证券研究所

(1) 金融层面上, 中短期风险偏好的下降可能是一个相对确定的事件。从地缘风险指数上来看, 本轮“危机”严重程度位列 2000 年以来第四, 与“伦敦爆炸案”、“巴黎恐袭”和“美军空袭伊朗”事件不同的是, 本次“俄乌冲突”前期铺垫较长, 因此影响力的演绎上可能并不会使短期脉冲式, 而会更加类似“911”事件以及“伊拉克战争”爆发后逐步退波的态势。

与此同时, 目前事件仍处于不断升级过程中, 这也意味着本次冲突需要消化的时间也会更久, 对于市场情绪的影响可能也不会如以往那样快速消散。因此, 在距离议息会议不到一个月的时间上, 本轮冲突的爆发会另美联储在“紧缩”货币政策推出上, 略显被动。

图 7: 地缘风险指数



资料来源: matteoiacoviello、国海证券研究所

注: 由 Dario Caldara 和 Matteo Iacoviello 根据新闻报道数量编制的地缘风险指数; 截至 2022 年 2 月 25 日

综合以上两点, 结合美联储官员最近的一系列表态, 我们认为, 首先, 由于本轮俄乌冲突对美国经济的直接影响有限, 因此, 3 月份美联储很难因此而停止开启加息的步伐。

表 2: 美联储官员近期表态

日期	美联储官员	表态内容
2022/2/25	Christopher Waller	如果未来几周的数据显示经济“火热”运行的话, 3 月份一次加息 50 个基点将较为合适。
2022/2/25	Loretta Mester	仍然支持在 3 月份启动一系列的加息, 并于不久后开始缩表, 除非经济出现“意外的转变”。
2022/2/25	Thomas Barkin	现在讨论加息是合乎时宜的, 但是认为俄乌冲突会转变美联储的加息进程可能还为时过早。
2022/2/24	Raphael Bostic	如果通胀数据比象限更为悲观, 那么将支持今年加息 4 次。
2022/2/24	Mary Daly	应该在 3 月份开始加息 25 个基点, 而现在要求加息 50 个基点还为时过早。
2022/2/22	Michelle Bowman	对于美联储是否应在 3 月以更大幅度加息 50 个百分点的幅度开始加息, 持开放态度。

预览已结束, 完整报告链接和二维码如下:

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_38602



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn