

加息预期或已过了最鹰的时候

证券研究报告

2022年05月06日

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

林彦 联系人
linyanyan@tfzq.com

相关报告

- 1 《宏观报告：长三角调查系列 2：哪些产业可能更快复工复产》 2022-05-05
- 2 《宏观报告：汇率和股市是什么关系？》 2022-04-30
- 3 《宏观报告：长三角调查系列 1：来自 456 份问卷的疫后涨价线索》 2022-04-30

去年 12 月以来联储不断提前加息预期的核心原因是从去年年底开始美国通胀数据就在高位不断攀升，并且这次联储落后通胀曲线过多，联储只能尽可能用鹰派信号打压通胀预期。近期公布的通胀数据正在发生变化，美国经济也进入明显减速的拐点，之后联储货币紧缩再超预期的可能性正在下降。我们预计本次加息将在 Q3 放缓，Q4 停止加息。

风险提示：新冠病毒致死率上升；出口回落速度超预期；美联储货币政策超预期

去年 12 月以来联储不断提前加息预期的核心原因是通胀

从去年 11 月开始美国通胀高涨，连续 5 个月 CPI 在 5% 以上，3 月 CPI 8.5%、PPI 11.2%，都位于历史高位。控制通胀是联储毫无推托的核心任务，特别是在中选前，压制通胀有强烈的政治动力，鸽派的联储官员也纷纷转鹰。因此从去年 12 月开始，联储不断提前加息缩表预期，趁着经济和市场还能承受，把坏话说到前头，尽可能用鹰派信号打压通胀预期。再加上联储对经济和就业预测的习惯性线性外推，在紧缩初期，往往会鹰派预期过强，结果是市场反应过度，美债利率超调。这是加息预期的第一阶段。（详见 2022 年 1 月发布的报告《加息预期过度，先紧后松》）

鹰派预期已经到了极致，按照市场预期今年加息到 2.50-2.75%，我们用 FRB/US 模型测算，加息对美国 GDP 增速有接近 1 个点的影响。再加上缩表 1.1 万亿美元，美国经济将出现“硬着陆”，当然市场会更早作出反应。所以到了某个时候联储需要改变加息态度，改变的依据首先是通胀数据同比回落，其次是经济数据出现衰退迹象。

加息预期或已过了最鹰的时候

虽然 5 月一次性加息 50bp 是 2000 年 5 月以来首见，但鲍威尔在新闻发布会上基本打消了之后一次性加息 75bp 的可能，而缩表规模也是从 475 亿美元逐渐上升到 950 亿美元，而不是一步到位。

近期公布的通胀数据正在发生变化，之后联储货币紧缩再超预期的可能性正在下降。3 月美国核心 PCE 同比增速较 2 月回落 0.1%，更早公布的 3 月核心 CPI 同比较 2 月上升 0.1% 但增幅也明显收窄，核心 CPI 环比连续 3 个月回落。核心通胀反映了居民实际可支配收入水平，核心通胀特别是其中核心消费品价格的疲弱，体现了油价高企正在蚕食居民实际消费能力。我们测算，油价每上升 20 美元/桶，实际可支配收入增速大约降低 0.66%，除食品能源外实际消费增速降低 1.04%，实际 GDP 增速降低 0.94%。（详见 2022 年 3 月发布的报告《油价 100 美元，离衰退有多远》）

非核心通胀部分的主要贡献来自于原油价格上涨。最近原油价格从 3 月初的高点 130 美元的峰值已经下跌了 30 美元左右，虽然不排除 7-8 月需求旺季时价格再次上升，但原油市场对俄乌战争的交易已经基本定价。供给方面，德国明确俄油进口禁令的时间表，但部分欧洲国家明确考虑将会使用卢布进行对俄的油气交易，俄乌战争带来的供给溢价有所下降。需求方面，油气进入能源品需求淡季，欧洲用电需求开始下降，在中国长三角地区的疫情封控的冲击下，中国原油消费需求也有所减少。原油的定价逻辑正在从供给扰动的滞胀预期，转向需求减弱的衰退预期。如果全球需求进一步减弱，油价仍会调整。（详见 2022 年 3 月发布的报告《海外市场对俄乌冲突定价的四个阶段》）

美国经济进入明显减速的拐点

1 季度 GDP 环比折年率转负 -1.4%，前值 6.9%，为 2020 年疫情后的首次转负。增速放缓的主要负贡献项是库存投资和净出口，其次是政府支出。尽管结构上看居民消费和企业资本开支相对较好，但对经济的描述是一个整体，库存投资下滑反映了高油价正在影响零售商和渠道对未来需求的预期，净出口增速的深度转负也是高油价加大贸易赤字的结果，财政支出对美国经济支撑大幅转弱在今年中选前已经难以逆转。（详见 2022 年 1 月发布的报告《最大的分歧在海外——2022 美国宏观展望》）

“软着陆”是联储对未来美国经济的最美好期望，但并不现实。1965 年和 1984 年两次加息周期中的经济软着陆，是在财政宽松的背景下避免了经济衰退，而货币财政双紧的 1994-1995 年加息周期，又对应了 90 年代的“金发女郎”经济。与那时相比，当前的美国经济面临财政支持趋弱、通胀蚕食居民收入和消费、住宅和工业投资回落三重压力，明年经济进入衰退的概率加大。如果外生条件进一步恶化（过快加息缩表或高油价持续时间超预期），衰退可能提前到今年年内。因此如果联储完全兑现加息预期，届时美国经济大概率会出现“硬着陆”，衰退正在渐行渐近，紧缩政策将面临“两难”下的转向。（详见 2022 年 3 月发布的报告《美国经济能在加息中“软着陆”吗？》）

预计加息将在 Q3 放缓，Q4 停止加息

通胀缓和的拐点出现，经济开始显现减速的迹象，加息预期开始进入第二阶段，这是加息的中期——紧缩预期回落，向现实靠拢，紧缩落地但符合预期。到了加息后期，通胀回落，经济明显减速，开始出现衰退迹象，紧缩预期可能出现转向，进入加息第三阶段，此时货币政策可能经历先紧后松的转变，类似 2018 年底-2019 年上半年的政策路径。

一般来说，联储开启加息周期后的 3-6 个月会有所谓的踩刹车，对经济情况、加息对经济的负面影响进行重新评估，决定下一阶段是否需要继续进行快速加息，缩表是否需要有所放缓。转向的时间，关键是通胀同比明显回落，其次是看到经济衰退迹象。目前看 6-7 月是核心通胀同比增速进一步确认拐点的时点，可能是俄乌战争和上海疫情等事件的拐点，也是美国二季度经济数据和美股二季报的密集披露期。这是一个关键的窗口期，如果通胀同比增速回落较快，可能是联储开始改变态度的时间。

1985 年以来 10 年与 3 个月美债倒挂之后，经济衰退的概率是 60%，倒挂后联储均不再加息。从历史看，10 年和 3 个月美债倒挂后联储快速降息是避免衰退的有效方法。按照当前联储 275bp 加息预期，到年底 3 个月美债收益率将位于 2.33%~2.58% 之间，与 FRB/US 模型预测加息后 3 个季度长端美债利率~2.5% 接近，10 年期美债和 3 个月美债收益率将发生倒挂。这意味着联储需要在今年 Q4 停止加息，更为稳妥的选择是在倒挂后即刻开始降息，以避免经济衰退。过往加息周期的历史规律，联储停止加息的时间一般在经济衰退开始前一年左右或一年以上，因此即使按照基准假设的加息模式，联储也需要最晚在今年 Q4 停止加息。（详见 2022 年 4 月发布的报告《美国经济能承受多少加息》）

3.0 是美债长端利率的阶段高点

年初以来，美债长端利率快速上行 150bp，固收市场的跌幅超过了 2013 年 Taper Tantrum，上一次固收市场有这么快的下跌还是 1994 年债灾。按照目前两年加息到 3.25-3.50% 的预期，短端利率最高到 3，如果市场开始定价衰退，那么长短端会发生倒挂，则 3.0 已经是美债长端收益率的阶段高点了。长端利率唯一可能超调的原因是即使经济硬着陆和市场暴跌联储也不停止加息，这种可能性存在但不属于基准情景。（详见 2022 年 4 月发布的报告《五问五答：美债利率倒挂意味着什么》）

从供需角度来看，年初美债被大幅抛售，不仅有联储加息缩表的预期，还有逆全球化带来的美元回流和俄乌战争引发的非西方央行减持美债。美债收益率是供需均衡的结果，近期拍卖数据显示 10 年期和 30 年期美债的需求重新变得旺盛，相比 1% 的欧债和 0% 的日债，3% 的美债还是有很强的配置性需求，这点从美元兑欧元和兑日元汇率的持续走强可以看出。

重要的美国经济数据均已回落（消费、投资、地产），随着衰退预期的上升，联储鹰派加息超预期的可能性已经在下降，美债利率超调的空间也已经充分定价，3% 是美债长端利率对紧缩充分定价的顶部中枢。虽然美债利率路径上比较动荡，如果看半年时间，加息预期和美债利率的方向依然是回落。

但是美股市场还没反应衰退情景

在美债利率快速上行的拖累下，美股风险溢价连续回落，但还未到极度悲观的时刻，标普 500 和纳斯达克的风险溢价分别位于 18% 和 20% 历史分位。美股对加息预期的利空定价时间较长也较充分，已经把分母端的悲观因素都计价进去了。

但是权益资产分子端的表现，更多取决于经济衰退的扩散性和持续性：譬如 2001 年全球经济共振下行，所有权益资产收益为负；1988 年和 2006 年新兴市场经济较好，带动美国市场取得正收益。而在亚洲金融危机引发的倒挂结束后，美股因其经济韧性较好，相对新兴市场有超额收益。

目前从情景假设来看，以 10 年期美债 3% 作为利率中枢，以当前风险溢价水平作为市场情绪中枢，美股总体也没有反映衰退的情景。纳斯达克年初至今已经下跌超过 20% 进入

技术性熊市了，中小盘成长股从去年 3 月开始下跌进入熊市一年多了。比如代表性中小盘成长 ETF 基金 ARKK，已经从峰值 160 美元跌到了 50 美元，下跌 60%-80%左右，回到了 2020 年疫情爆发前的水平。（详见 2022 年 1 月发布的报告《美股还能跌多少》）

但是美股大盘股指数主要是巨头盈利支撑，当前依然盈利预期较强，未来大盘指数对衰退预期定价，可能要看到巨头企业的盈利发生下滑之后。美股 Q1 已经看到像奈飞、亚马逊这样巨头企业的业绩下滑，Q2-Q3 是美国经济、高油价、加息缩表等因素共振的时间，美股业绩下滑可能更明显，届时可能还有第二波调整，对分子的衰退预期开始定价。美股下跌也是触发联储下半年放缓加息至转向宽松的前提之一。在衰退预期落地之前，滞胀环境下结构性机会依然只属于高股息防御的价值红利和跑赢通胀的资源周期股。衰退预期落地后，宽松预期将支持成长股的估值修复。

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_41301

