

宏观点评

2022年6月17日

美联储加息 75bps，意料之中的“超预期”

美联储 6 月加息点评

核心内容：

- **本次提高加息幅度不仅为直接遏制通胀，更是为稳定公众的长期通胀预期：**在 5 月份 FOMC 会议后，美联储对市场的前瞻性引导曾一度排除 6 月份加息 75bps 的可能，但静默期时传出可能加息 75bps 的消息使市场迅速上修了加息预期，并造成美股美债均出现较大跌幅。有质疑这样的举动会动摇前瞻性指引的可靠性。6 月不得以而为之的加息决定也是为了向更关心整体而非核心 CPI 走势的公众表明其遏制通胀的决心，从而稳定长期通胀预期，防止其持续走高而进入上世纪七八十年代通胀预期“自我实现”的螺旋。
- **美联储对经济乐观程度明显减弱：**美联储认为整体经济活动在一季度环比下滑后再次加速，需求和消费仍然强悍，但是二季度的商业固定资产投资开始放缓，房地产业活动也由于大幅上行的固定房贷利率有所缓和。从全年来看，通胀的粘性和对实际工资的侵蚀终将导致消费走弱，而抬升的借贷成本也会使利率敏感部门的活动放缓。在整体滞胀的环境下，美联储将 3 月份预测的 2022 年 GDP 增速由 2.8% 大幅下调至 6 月的 1.7%，PCE 从 4.3% 上修至 5.2%，失业率则从 3.5% 上修至 3.7%。
- **美联储加息预期终于接近市场预期：**美联储的年末加息中位数预期从 3 月份的 1.9% 上升至 3.4%，和圣路易斯联储布拉德提出的 3.5% 比较接近。市场预期也在 6 月出现了显著调整，从五月末的 2.50%-2.75% 变为 3.50%-3.75%。可以说美联储终于比较贴近市场预期，进一步降低了定价中的利率风险。
- **市场预期可能接近了“利率的尽头”：**如果通胀数据不超预期变化，市场预期当前可能接近了“利率的尽头”，即美联储预测给出的 3.50%-4.00% 的区间。同时比起 3 月，美联储更新的预测暗示了 2024 年降息的可能。总体来看，美联储再次超预期紧缩的可能性不大。首先，核心数据恐难继续走高；其次，经济未来的下行和对劳动市场的冲击对美联储超预期加息形成限制；美联储的加息计划已经和市场预期较为接近，也大致在年底达到了较为合适的目标利率水平。
- **美债进入值得配置的区间，美股仍面临风险：**一方面通胀和加息预期难以大幅上升，另一方面美联储紧缩使经济预期转弱，这些因素都有利于国债的转好。而美股更可能处于底部徘徊的状态，虽然对利率风险可能已经进行了较充分的定价，但是经济下行后企业产生的信用风险仍可能发酵，风险溢价也大概率下行，造成美股震荡和下跌。外汇方面，美元指数仍处于 105 以上，但是未来下行可能较大

分析师

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515030003

特别感谢：

于金潼

6月15日美联储FOMC会议在5月CPI超预期后加息75bps，为1994年以来首次，联邦目标基金利率达到1.50%-1.75%。2022、23和24年预测利率中位数分别上升为3.4%、3.8%和3.4%，同时经济增速和就业相关预期下调。缩表计划如期执行，暂时没有变化。本次会议公布的内容基本符合本周市场调整后的预期，会后美国股债齐涨，但是加息超过了此前前瞻性引导的幅度。鲍威尔对未来指引相对模糊，并在发布会中强调美联储会根据数据“灵活”调整政策。重点内容如下：

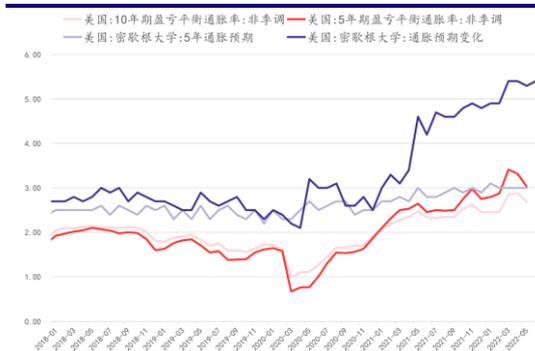
一、本次加息75bps不仅为了直接遏制通胀，更为稳定公众的长期通胀预期

在5月份FOMC会议后，美联储对市场的前瞻性引导曾一度排除6月份加息75bps的可能，指向6、7月份各加息50bps。而在美联储FOMC会议前静默期出现的超预期CPI增速（8.6%）是美联储背离其指引的直接导火索。本周美联储静默期时传出可能加息75bps的消息使市场迅速上修了加息预期，并造成美股美债均出现较大跌幅，因此也有记者质疑美联储可能会破坏未来前瞻引导控制经济金融波动的有效性。

加息幅度的再次上调显然是在5月通胀增速下的不得已而为之，新闻发布会中鲍威尔再次表明控制通胀已经上升到最首要（overarching）的位置。同时除了PCE通胀外，总体CPI通胀近期首次被提及，这也体现美联储对公众情绪与长期统治预期的关切。尽管维持了环比增长，5月核心CPI同比增速从上月的6.2%回落至6.0%，而带动CPI上行的能源价格、粮食价格与居住成本在短期实际上并不受联邦政策利率的左右，所以加息目前很难只通过冷却对居住以外其他服务项目的需求使通胀快速降温，鲍威尔在发布会上也表示经济是否能软着陆有很多不受货币政策控制的外因。那么为什么本次冒着破坏前瞻引导有效性的风险仍要加息75bps呢？

首先，不争的事实是通胀确实过高了，超出了在静默期的美联储预期。其次，结合鲍威尔答记者问中的说法，6月的加息决定也是为了向更关心整体而非核心CPI走势的公众表明其遏制通胀的决心，从而稳定长期通胀预期，防止其持续走高而进入上世纪七八十年代通胀预期“自我实现”的螺旋。当前来看，不论是市场还是社会指标都仍然对通胀长期的回落显示出信心。密歇根大学调查的1年期通胀预期变化仍然显著低于5年期，5期breakeven通胀预期在CPI公布后上升至3.13%，FOMC会后也回落至3.00%。通过上调加息力度，美联储对长期通胀预期仍然维持了较好的控制，这也是防止大滞胀卷土重来的举措。对公众预期的注意不代表美联储会更加关注整体通胀，核心仍是调整后货币政策的重点。

图1：长期通胀预期较为稳定（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图2：美债收益率曲线（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

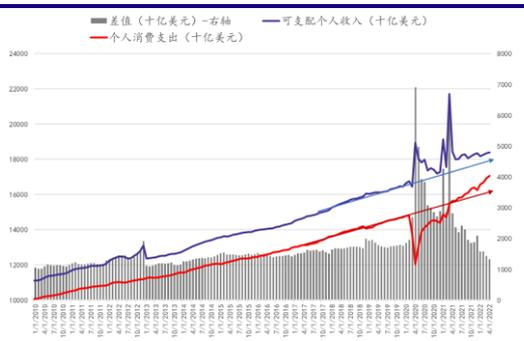
二、美联储对经济乐观程度减弱，加息预期较 5 月显著上行并追赶市场

虽然美联储认为整体经济活动在一季度环比下滑后再次加速，需求和消费仍然强悍，但是二季度的商业固定资产投资开始放缓，房地产业活动也由于大幅上行的固定房贷利率有所缓和。从全年来看，通胀的粘性和对实际工资的侵蚀终将导致消费走弱，而抬升的借贷成本也会使利率敏感部门的活动放缓。在整体滞胀的环境下，美联储将 3 月份预测的 2022 年 GDP 增速由 2.8% 大幅下调至 6 月的 1.7%，PCE 从 4.3% 上修至 5.2%，失业率则从 3.5% 上修至 3.7%。在软着陆问题上，鲍威尔认为俄乌冲突和中国对供应链的影响都是完全不受美联储控制的，信心明显变差。

图 3：美联储 5 月经济预测 (%)

Variable	2022				2023				2024			
	2022	2023	2024	Longer run	2022	2023	2024	Longer run	2022	2023	2024	Longer run
Change in real GDP												
March projection	1.7	1.7	1.9	1.8	1.5-1.9	1.3-2.0	1.5-2.0	1.8-2.0	1.0-2.0	0.8-2.5	1.0-2.2	1.6-2.2
Unemployment rate												
March projection	2.8	2.2	2	1.8	2.5-3.0	2.1-2.5	1.8-2.0	1.8-2.0	2.1-3.3	2.0-2.9	1.5-2.5	1.6-2.2
PCE inflation												
March projection	3.7	3.9	4.1	4	3.6-3.8	3.8-4.1	3.9-4.1	3.5-4.2	3.2-4.0	3.2-4.5	3.2-4.3	3.5-4.3
Core PCE inflation												
March projection	3.5	3.5	3.6	4	3.4-3.6	3.3-3.6	3.2-3.7	3.5-4.2	3.1-4.0	3.1-4.0	3.1-4.0	3.5-4.3
Federal funds rate												
March projection	5.2	2.8	2.2	2	5.0-5.3	2.4-3.0	2.0-2.5	2	4.8-6.2	2.3-4.0	2.0-3.0	2
Core PCE inflation												
March projection	4.3	2.7	2.3	2	4.1-4.7	2.3-3.0	2.1-2.4	2	3.7-5.5	2.2-3.5	2.0-3.0	2
Federal funds rate												
March projection	4.1	2.6	2.3	3.9-4.4	2.4-3.0	2.1-2.4	3.6-4.5	2.1-3.5	2.0-3.0			
Projected appropriate policy path												
March projection	4.1	2.6	2.3	3.9-4.4	2.4-3.0	2.1-2.4	3.6-4.5	2.1-3.5	2.0-3.0			

图 4：美国居民超额储蓄逐渐耗尽 (%)



资料来源：Fed，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

当前的经济动力主要来源于货币宽松背景下财政政策较为精准的刺激了居民资产负债表，形成超额储蓄鼓励消费、带动投资，不过这一主要动力很快可能就会消耗殆尽。无论是消费、房地产还是生产的边际放缓都支持美联储对“硬着陆”概率上升的默许。FOMC 会议同日公布的零售数据初值同比增速为 8.23%，环比-0.3%¹，略低于预期，分项内容更不容乐观。零售上升的主要动力是能源品和疫情中受到压制的餐饮服务，其他零售项目同比增速基本都进一步下滑，这也印证了超额储蓄消耗后随即消费下行的观察。消费者信心随着能源价格高企达到 21 世纪以来的最低点。房地产方面，新房的库销比已经开始显著抬升，2022 年 4 月份达到 8.87 个月，高于疫情前 6 个月以下正常水平。待售新建住房的数量一直在积累，已经达到 2008 到 2009 年的水平。代表需求的新房销售一般又领先于投资，因此房地产投资的同比增速也已经出现下滑，一季度增速已经回落到 10% 以下。工业生产方面，制造业 PMI 虽然处于景气区间，但复苏高点已过，新订单开始低于近年均值。这些下行的经济因素都可能对美联储再次超预期加息形成制约。

图 5：零售增速并不乐观 (%)

图 6：新建住房销售增速下滑 (%)

¹ Hypothesis test 结果不显著



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

尽管经济前景更加暗淡, 美联储的年末加息中位数预期从 1.9% 上升至 3.4%, 和圣路易斯联储布拉德提出的 3.5% 比较接近。市场预期也在 6 月出现了显著调整, 从五月末的 2.50%-2.75% 变为 3.50%-3.75%。可以说美联储终于比较贴近市场预期, 进一步降低了定价中的利率风险。

图 7: 6 月 15 日 CME 反映的市场加息概率

MEETING DATE	150-175	175-200	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	475-500
2022/6/15	95.60%	4.40%												
2022/7/27	0.00%	0.00%	95.20%	4.80%	0.00%	0.00%	0.00%							
2022/9/21	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	62.80%	35.50%	1.60%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
2022/11/2	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	17.40%	55.20%	26.10%	1.20%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
2022/12/14	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	12.40%	44.40%	34.50%	8.40%	0.30%	0.00%	0.00%	0.00%
2023/2/1	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	3.70%	21.90%	41.40%	26.70%	6.00%	0.20%	0.00%	0.00%
2023/3/15	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	1.90%	13.00%	31.90%	33.90%	16.10%	3.00%	0.10%	0.00%
2023/5/3	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	1.70%	11.90%	30.00%	33.70%	17.90%	4.30%	0.40%	0.40%

资料来源: CME FedWatch, 中国银河证券研究院整理

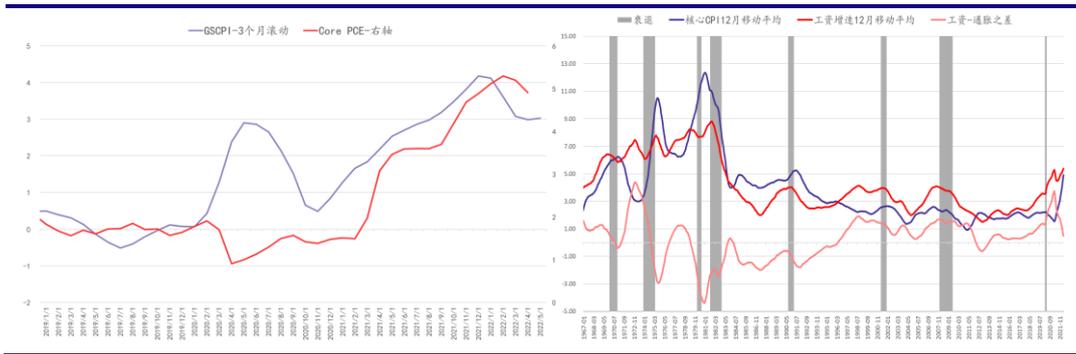
三、未来紧缩预期如何演化?

由于 5 月份前瞻性指引对 6 月加息 50bps 表述过分明确, 导致本次加息 75 个基点在 FOMC 会议前就冲击了市场, 鲍威尔在发布会上对下次加息 50、75 甚至 100bps 的相关问题都特别含糊其辞, 多次强调美联储政策灵活性取决于市场数据的变化。我们认为, 如果通胀数据不超预期变化, 市场预期当前可能接近了“利率的尽头”, 即美联储预测给出的 3.50%-4.00% 的区间。同时比起 3 月, 美联储更新的预测暗示了 2024 年降息的可能。总体来看, 美联储再次超预期紧缩的可能性不大, 主要理由如下:

首先, 虽然通胀粘性较大, 但是随着供应链的逐渐改善和部分商品价格压力的下行, 核心 CPI 和 PCE 很难超预期走高, 更可能会延续当前缓慢下行的态势。纽约联储的全球供应链压力指数下行领先于核心 PCE 的下行, 同时前文分析的超额储蓄耗尽和利率抬升也将使部分消费放缓, 从供需两端缓解核心通胀压力。

图 8: 供应链压力指数指向通胀回落 (%)

图 9: 通胀开始侵蚀实际工资增速 (%)



资料来源: NY Fed, Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

其次, 美联储有两大使命: 物价稳定和就业最大化。当前美联储已经在经济下滑和控制通胀中做出选择, 未来经济下行周期, 就业势必会受到影响。随着消费、生产和房地产的下滑, 当前空前紧凑的就业市场难以维持。并且, 通胀早已开始侵蚀实际工资增速, 核心 CPI 和非农工资增速近期已经大致持平, 如果考虑能源粮食, 则实际非农工资增速已经开始负增长。因此经济在未来滞胀与紧缩中的下行叠加就业市场可能产生的民生问题也会限制美联储再次超预期紧缩。因此就业市场数据可能将成为重要性不亚于通胀指标的新线索。

再者, 和之前不同的是美联储的加息计划已经和市场预期较为接近, 也大致在年底达到了较为合适的目标利率水平, 所以只要通胀不超预期上行, 委员们很难找到理由再次“惊吓”市场并引发动荡。

不过需要注意, “灵活性”是鲍威尔此次发布会对政策表述的中心, 因此通胀数据仍然处于举足轻重的位置。包括俄乌冲突和供应链扰动在内的问题都不受美联储的控制, 故而不能排除突发事件和能源粮食问题阻止通胀按美联储可以接受的速度回落; 居住成本和其它服务项目贡献的通胀粘性也可能超过美联储预期。未来紧缩仍然处于走一步看一步的状态, 不宜因加息预期已经处于高位就放松对通胀的警惕。缩表正在稳步进行, 但是还未达到每月 950 亿美元的全速, 短期内不会造成流动性紧张。

四、相关资产未来的表现?

鉴于会议前市场已经根据上周五的 CPI 数据和本周流出的加息 75bps 的风声做出了调整, 股债在会议前提前下行对本次加息做出了定价, 因此在靴子落地后无论是股市还是债市都找

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_43063



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>