

2022年07月28日

华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

美联储激进加息顶点确认？

事件

分析师：谭倩
执业证书编号：S1050521120005
邮箱：tanqian@cfsc.com.cn

联系人：纪翔
执业证书编号：S1050521110004
邮箱：jixiang@cfsc.com.cn

联系人：杨芹芹
执业证书编号：S1050121110002
邮箱：yangqq@cfsc.com.cn

北京时间7月28日，美联储公布了7月份的加息决议，将美国联邦基金利率上调75BP至2.25%-2.5%的范围。

投资要点

■ 核心观点

1、加息点评：7月美联储加息75BP，达到2.25-2.50%的中性利率区间，节奏上符合预期，但美联储放弃前瞻指引，鲍威尔虽然提到“后续加息速度可能放缓”，但也强调后续加息步骤仍要取决于数据，滞胀与衰退博弈，不确定性犹存。预计通胀三季度维持高位震荡，9月大概率加息50BP。年内还有100个基点的加息空间，但美联储最鹰的阶段或已过去。

2、表述变化：鲍威尔表述上略有调整，上个月更关注通胀，本月提到“支出和生产指标出现疲软”，开始关注经济放缓，但否认经济衰退，认为在就业市场的支撑下仍有软着陆的可能，预计全年经济正增长，也给市场打预防针，不建议过度解读周四GDP数据。

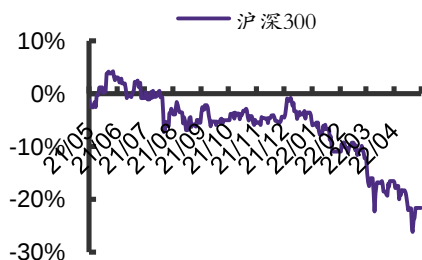
3、市场关注：从通胀转向衰退，先行指标铜油比和通胀失业差预期衰退最早会在四季度发生，3m10y利差预计会在8月上旬实现倒挂，预示美国最早在2023年1月份进入衰退周期。但由于就业市场较为坚挺、债务风险相对可控，本次衰退深度远不及2008年。

4、资产配置：议息会议后市场交易“软着陆”，股、债、汇均表现积极，纳斯达克涨幅超4%，但持续性有待观察。从后续来看，美股还有调整压力（从杀估值到杀业绩）、美债开始回落（从通胀担忧到交易衰退）、对A股影响减弱（从外部扰动到内部自驱，关注年中政治局会议定调）。

■ 风险提示

- (1) 失业率上升超预期
- (2) 衰退预期加速实现
- (3) 俄乌冲突再次升级

最近一年大盘表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

《A股跌破3000点的冷思考》20220425
《本轮疫情：形势推演、冲击测算、政策展望》20220416
《当稳增长遇上高通胀：中国版“FAANG”配置价值几何》20220408

1、7月加息75BP符合预期，后续不确定性犹存

从单次加息来看，美联储决定在7月份加息75BP，符合市场预期，但从总量的角度来说，鲍威尔表示会在2023年加息至4%的水平，远超市场预期。7月份加息75BP，这是美联储连续3次加息50BP以上，从加息力度来看上一次如此大力度连续加息还要追溯沃尔克时期。后续9月份的加息如何选择？CME的FED Watch工具曾预期美联储会在2022年达到3.5%的中性利率水平，并且在最早在2023年二季度实现货币政策的转向。此次新闻发布会上鲍威尔表示当前最可能的路径是在2022年加息至3.5%的范围后在2023年仍然继续加息50BP达到4%联邦基金目标水平，远超市场预期。但同时鲍威尔也表示会根据经济数据和指标的变化，更频繁的跟市场进行沟通来指定货币政策，并且承认后续降息的可能。由此可以体现出美联储工作重心的转移：由6月份的通胀为主到7月份的开始重视衰退风险。

2、通胀维持高位震荡，9月大概率加息50BP

美国通胀在三季度预计会继续维持高位震荡的局面，9月份大概率加息50BP。三季度美国通胀同时面临了两方面的推动，一方面是作为过去主要的通胀推动项的石油和食品将逐渐减少对于通胀的贡献：石油价格进入到震荡下行通胀，已经跌破了100的分界线；国际食品价格则在俄乌冲突缓解的预期下已经出现了一定的价格回吐。另一方面住宅价格为首的核心CPI开始出现上行，6月份在租金上涨的推动下，住宅CPI环比涨幅1%，是2008年6月份以来最大环比涨幅。最后从基数的角度来说，2021年6-9月份美国通胀维持在5.4%的位置，并不会从基数上给通胀带来明显的下行空间。因此我们认为美国三季度通胀将整体维持在震荡的局面，并不会进一步恶化并再次促使美联储进行超预期力度的加息，我们预计美联储9月份加息50BP。而四季度通胀预计会在俄乌冲突进一步缓解，供应链紧张问题进一步得到舒缓的情况下开始进入到下行通道。因此11月和12月预计都将是小幅加息25BP来达到3.5%的利率目标。虽然鲍威尔在会议上表示2023年仍会加息50BP，在2023年的1月和3月各加25BP，但2023年美国可能已经进入了衰退周期，将限制美联储加息的步伐。

3、鲍威尔否认衰退，强调就业支撑

鲍威尔否认了美国经济当前进入衰退的可能，对全年经济增长仍有信心，就业市场是美联储对经济信心的支柱。鲍威尔在会议上表示，虽然美国最近支出和生产指标出现疲软，但美联储仍有信心在维持较低失业率的同时将通胀降下来，软着陆的空间虽然有

所缩小但是机会犹存。就业数据一直是美联储的信心所在，从数据上来看，失业率已经连续多月保持在3.6%，劳动参与率也一直没有恢复到疫情前的水平。对此鲍威尔解释是一方面疫情已经永久的改变了就业市场：美国众议院听证会表示约有100万人因为新冠后遗症而永远的离开了劳动市场。另一方面则是就业市场确实出现了一定的放缓。因此就业将是我们观察美联储后续政策的另一个关键指标，美联储当前已经开始认识到衰退，态度转鸽，而失业率的上行可能是美联储承认衰退的重要拐点，也将作为预判美联储货币政策转向的重要依据。鲍威尔也在新闻会上给周四的经济数据提前打预防针，引导市场谨慎对待GDP数据的初值。

4、弱衰退最快出现在今年四季度

从市场的角度来看，衰退的压力正在逐步逼近。根据我们的测算，市场前瞻指标铜油比和通胀失业差均显示美国可能最早会在2022年四季度进入衰退。从利差的角度来看，目前利差背离的情况依然存在：2y10y和5y10y已经实现了倒挂，而3m10y利差仍处在29BP左右的位置。预计在经济数据初值的刺激下3m10y会在8月上旬实现倒挂，美国经济将最快在2023年1月进入官方定义的衰退周期。但从衰退的幅度来说，并不会出现2008年从银行到整个金融市场的传递。2008年之后的新巴塞尔协议进一步增加了银行的资本金要求，而近期美联储的银行压力测试显示，34家美国的主要银行在面对失业率上升到10%，房地产价格下跌40%和股票价值下跌55%的极端衰退情况下，仍能保持平均资本比率保持在9.7%左右较为充裕的范围，远高于4.5%的法定上限，因此此次衰退的影响预计相对较弱。

5、外部扰动减弱，关注内部经济修复

议息决议公布后，美国市场出现了股上债下的走势。美股指数均出现了不同程度的走高，特别是纳斯达克指数涨幅高达4.06%，市场交易“软着陆”，但持续性有待观察。目前来看，加息给美股带来的杀估值影响已经基本走到了尾声，但是经济下行带来的杀业绩仍在继续影响着美股：沃尔玛，塔吉特等零售巨头纷纷下调了盈利预期。后续步入衰退周期后，杀业绩压力凸显，美股仍有下调空间。债市则出现了不同程度的下跌，进一步显示出了交易逻辑从通胀担忧到衰退交易的切换。回归到A股来说，海外因素对于国内市场的影响开始减弱，国内市场的主要推动仍是内部经济恢复的动能，在7月份中央政治局会议之后，预计将对当前经济恢复的各项问题出台相应政策，进一步保驾护航经济，助力稳大盘，凸显A股价值高地。

6、风险提示

- (1) 失业率上升超预期
- (2) 衰退预期加速实现
- (3) 俄乌冲突再次升级

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_44561

