

如何看待美国股债大幅波动？

报告导读/核心观点

隔夜美股市场大幅回调和美债利率大幅上行主要源于市场对于联储紧缩预期的增强，市场定价未来加息 75BP 概率再次提升。紧缩预期强化与就业等经济数据无关，主要源于 5 月议息会议中提出两大通胀上行风险的变化：一是俄乌危机以及其衍生冲击，受美国补充储备以及欧洲对俄原油禁运等连锁反应影响恶化；二是“中国疫情管控措施导致的供应链不确定性”（源自 5 月美联储议息声明的原话引用），海外市场对于政治局常委会通稿理解不充分；两大因素隔夜均出现边际变化直接增强了市场的紧缩预期，美股回调的本质也是市场对联储核心关切点变化的定价。我们再次强调，虽然鲍威尔阶段性淡化紧缩预期，但在政策利率触及中性水平以前不能完全排除后续加息 75BP 的可能性；未来仍需紧盯油价以及全球供应链变化，通胀上行风险可能阶段性强化紧缩预期并对美股形成冲击。

□ 紧缩预期反复与就业数据无关，核心源自于美联储提出通胀风险的反复

隔夜美股市场出现大幅回调，对应 10 年期美债收益率一度大幅上行至 3.1% 附近，黄金隔夜同样收跌。我们认为隔夜美股的回调和美债利率上行主要源于市场对美联储紧缩预期定价的反复，6 月议息会议加息 75BP 的预期再度大幅增强，加剧了市场对于流动性紧缩的恐慌，各项大类资产均反映了一致性的逻辑：联储议息会议后鲍威尔淡化 6 月加息 75BP 的预期，期货定价 6 月加息 75BP 一度降至 74%，昨夜 6 月加息 75BP 的概率再次大幅跃升至 91%。从隔夜市场的边际变化来看，我们认为紧缩预期反复的主要原因是美联储 5 月议息会议声明中刚刚提及的两大通胀上行风险出现边际变化引发市场对于紧缩的担忧，与就业等经济数据关联性较弱，美股回调的本质也是市场对联储核心关切点变化的定价。

□ 俄乌危机和中国疫情两大美联储提出的通胀上行风险隔夜生变增强紧缩预期

5 月美联储议息会议的声明中，美联储明确提出当前通胀领域两大潜在的上行风险，一是俄乌危机以及其衍生事件对通胀产生的上行风险，二是“中国疫情管控措施导致的供应链不确定性”（源自 5 月美联储议息声明的原话引用）对通胀产生上行风险，两大因素隔夜均出现边际变化直接增强了市场的紧缩预期，

一方面是俄乌危机衍生影响增加供给的不确定性：一是欧盟委员会近日提案不再购买俄罗斯原油，欧盟委员会近日在第六轮对俄制裁的一揽子措施中提出希望在 6 个月内逐步淘汰俄罗斯原油的供应（匈牙利和斯洛伐克等对俄油依赖度较大的国家可能获得豁免，禁运的生效时间可以延长至 2023 年）。二是俄乌局势隔夜也出现反复，增强了俄乌危机常态化增加供应链不确定性的担忧。三是隔夜美国政府宣布计划在秋季购买 6000 万桶原油补充战略原油储备（SPR）增加油价供给端的不稳定预期，自拜登上任以来为应对油价上行压力连续多轮抛售原油储备，储备规模下降后拜登政府择机补充储备。布油在多重利多的刺激下连续两个交易日累计上涨 5% 以上。

另一方面是海外对中国疫情管控理念出现误读，隔夜中国发布政治局常委会会议通稿，会议声明中指出“毫不动摇坚持‘动态清零’总方针”，明确中国应对疫情的大政方针，也使得海外市场对中国疫情管控措施出现一定程度的误读。

□ 如未来通胀上行风险变化，政策利率触及中性水平前不能排除加息 75BP 概率

我们再次重申《触及中性利率前紧缩预期仍可能强化》以及《美联储是否进入了沃尔克时刻》中的观点：从 70 年代沃尔克应对滞胀的经验来看，美联储需要锚定通胀预期并且通过层层递进、加码且超预期的紧缩方能有效控制通胀预期。鲍威尔可能在今年效仿这一策略，虽然鲍威尔在 5 月议息会议中淡化后续加息 75BP 的预期，但如果通胀上行风险恶化导致通胀预期再次上行，美联储仍有可能进一步强化紧缩预期。我们认为联储后续政策的潜在路径为：6、7、9 月加息 50BP，从而使得联邦基金目标利率的区间上限在 Q3 触及 2.5% 并超过中性利率；如果未来俄乌冲突激化导致制裁升级，通胀预期回落速度可能不及预期，我们认为在政策利率触及中性水平以前不能完全排除后续议息会议加息 75BP 的可能性。触及中性利率后加息进程将渐进弱化甚至不加息，主要原因是中期选举投票（11 月）可能对加息形成扰动。缩表方面，缩表速度逐步提升至 950 亿美元之后将匀速持续至年底。

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

联系人：林成炜

执业证书编号：S1230120080050

邮箱：linchengwei@stocke.com.cn

相关报告

报告撰写人： 李超

□ 美股需紧盯通胀预期变化对紧缩预期影响，美债收益率和美元 Q3 仍可能上行
美股方面，未来仍需紧盯油价以及全球供应链变化，一旦相关因素恶化导致通胀预期上行，紧缩预期仍有可能进一步增强并对美股形成阶段性冲击。

美债方面，我们维持 10 年期美债收益率 Q3 可能进一步向 3.5% 上行的观点。相较我们前期观点虽然短期联储加息节奏小幅平坦化，但如果未来局部通胀上行风险点出现恶化，不排除紧缩预期进一步增强并推动利率向上的可能性（从去年末至今，伴随通胀持续升温，美联储对于历次会议后对于紧缩预期的引导也处于持续增强的过程），10 年美债收益率受紧缩预期驱动可能在 Q3 加息缩表的并行时期最高上行至 3.5%，其中实际利率可能进一步突破 0.5% 向 1% 迈进（实际利率在 2018 年的加息缩表并行时期最高曾突破 1%）以上，通胀预期可能逐步向 2% 的联储合意方向回落。

美元指数方面，预计短期仍可能进一步上行至 105 附近。

风险提示：由于美股对企业盈利多度担忧，导致美股崩盘，形成系统性风险担忧，诱发主权债务危机；中国经济超预期下行可能导致美联储加息缩表改变进程。

1. 重要图表

表 1：美联储官员近期关于中性利率的表述

	抛售规模	抛售节奏
2021.02.11	1010 万桶	拟于 2021 年 4 月和 5 月进行交付。
2021.04.16	900 万桶	拟于 2021 年 6 月进行交付。
2021.08.23	至多 2000 万桶	拟于 2021 年 10 月 1 日至 12 月 15 日之间交付。
2021.11.23	5000 万桶	最早将于 12 月中下旬开始投放市场。其中 1800 万桶直接销售，另外 3200 万桶属于短期交换。日本、印度、英国等石油消费大国也将协同释放储备。
2022.03.01	3000 万桶	IEA 成员国释放 6170 万桶，其中美国释放 3000 万桶
2022.03.31	合计释放 1.8 亿桶	在接下来的六个月里，平均每天在市场上增加释放 100 万桶战略石油储备。

资料来源：Wind，公开资料整理，浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

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_41153

