

2022年06月16日

2022年6月美联储加息决议点评

事件点评

投资要点

- ◆ **一、美联储6月加息75bp符合市场预期，股债双涨。**五月份美国通胀数据持续上涨，当月同比增长8.6%、较前值高0.3个百分点，创下近40年高点；核心CPI同比6.0%、较上月回落0.1个百分点。当月环比上涨1%、较上月上升0.7个百分点，均超出市场预期。
- ◆ **二、美联储加息将带来哪些变化。主要影响包括：加息透支美国未来经济的增长空间，引发滞涨担忧。**从利率工具的直接作用看，央行持续抬升基准利率能够从多个角度推高经济的投融资成本：（1）债务融资成本持续上升，提高投资条件，压制投资意愿；（2）投资机会成本上升，以及由此推升风险投资的收益要求，限制投资意愿；同时，基准利率的上升，还会通过债务杠杆率的方式挤占高债务主体的未来收益；（3）消费需求收缩，终端消费的强劲主要表现为居民对长期大额耐用品支出加大。居民加杠杆扩表的行为有助于跑赢通胀，但更依赖于扣除负债成本后的现金流的稳定性。美联储加息在提供负债成本的同时，还会限制收入上涨空间，对居民资产负债表造成实质伤害，从而引发消费需求收缩。
- ◆ **中美生产合作有望重获支持。**美国通胀的直接表现是物价上涨，但我们认为通胀的主要原因在于供给不足，也就是原料、库存和人均出现了不同程度的短缺。国内的需求旺盛、产能不足和海外持续上涨的大宗价格，相互叠加形成了罕见的通胀局面。而货币政策主要是通过加息压制国内需求的方式影响通胀，显然难以取得理想效果。对于后两个问题点，经验上的应对策略是向全球释放需求，由全球供应链来共同分担通胀压力。那么，美方为缓解国内生产短缺，可能与中方缓和贸易关系并在高通胀持续阶段保持持续的合作。
- ◆ **低增长、高通胀、高利率的环境难以出现美元大幅升值。**通常来看，美联储加息会提高美元体系的利率水平，从而提高货币相对于其他货币的吸引力，使得美元进一步升值。在美元为代表的货币体系中，基本都不同程度的实施了货币宽松和财政补贴，才得以度过疫情冲击经济的危机阶段，但都普遍面临着如何回收流动性和弥补财政赤字的难题。本次加息后，美联储的基准利率仍大幅低于长期通胀目标。按预期，今年末美国实际GDP增长自2.8%下调至1.7%、核心PCE通胀自4.1%上调至4.3%、基准利率3-3.5%。这意味着，美元资产将面临经济增幅放缓、通胀长期持续的双重压力。
- ◆ **人民币汇率或将受益于全球贸易合作关系回暖。**人民币体系尚未充分自由兑换，这极大限制了资本市场的利率传导效率，因此人民币汇率较难充分体现美联储加息的直接影响。事实上，人民币对外币的交换场景还是集中在经常项目中。从这个角度看，人民币汇率可能更多反映了我国作为全球最大生产工厂的供应链价值。在西方普遍遭遇双重通胀（内部需求推动和外部输入推动）的情况下，尽快对外输出需求，并通过生产国的生产配套能力和资源协调能力分摊通胀压力，将会成为各国从根本上缓解通胀的可行策略，因此，下半年有望看到中国对外贸易关系缓和，从而有助于人民币汇率稳定。
- ◆ **风险提示：**海外央行政策加息力度超预期，对外贸易环境大幅变动

分析师

崔晓雁

SAC 执业证书编号：S0910519020001
021-20377098

相关报告

2022年5月物价数据点评 2022-06-15

2022年5月PMI数据点评 2022-06-02

疫情缓解后，宏观经济恢复路径 2022-06-02

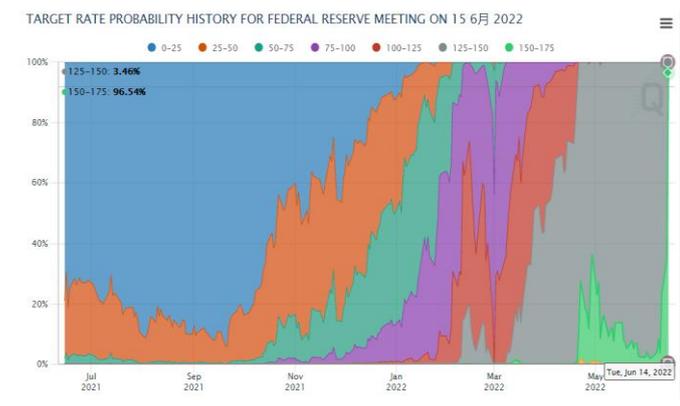
央行信贷形势分析会要求加大信贷投放，央行定向工具扩容 2022-05-25

5年期LPR降15bp至4.45%、1年期LPR维持3.7% 2022-05-24

一、美联储 6 月加息 75bp 符合市场预期，股债双涨

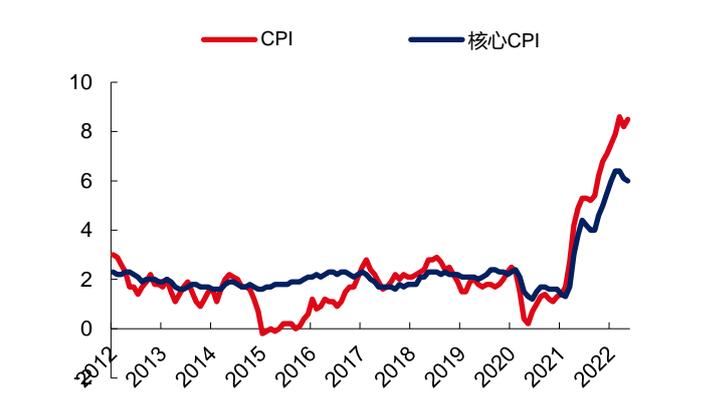
五月份美国通胀数据持续上涨，当月同比增长 8.6%、较前值高 0.3 个百分点，创下近 40 年高点；核心 CPI 同比 6.0%、较上月回落 0.1 个百分点。当月环比上涨 1%、较上月上升 0.7 个百分点，均超出市场预期。受此影响，市场普遍上调 6 月美联储加息的力度，从 50bp 调整到 75bp。根据芝加哥商品交易所 FedWatch 工具显示，市场认为美联储有 96.5% 的概率会加息 75bp、3.4% 的概率加息 50bp。

图 1：6 月 14 日 FedWatch 反映的市场加息预期



资料来源：同花顺 iFind，华金证券研究所

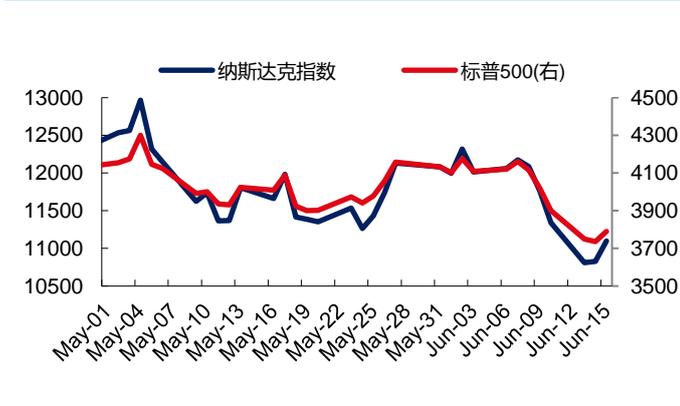
图 2：美国 CPI 和核心 CPI 同比



资料来源：同花顺 iFind，华金证券研究所

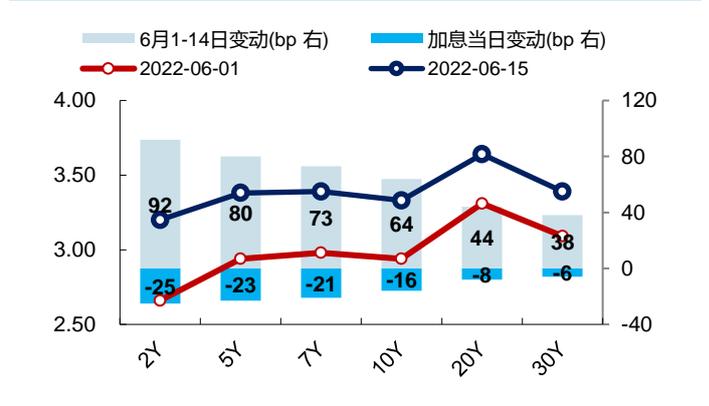
6 月 16 日凌晨 2 点，美联储决议加息 75bp，美国股债表现小幅回落。此后美联储主席鲍威尔在新闻发布会措辞较为温和，表示“国内通胀程度超过此前预期”，“加息 75bp 不是常态”、“经济已不稳定，美联储不应成为新的不稳定来源”等系列表态，让市场情绪快速好转。具体来看，美股主要指数迅速转跌为涨，SP500 指数日内收涨 1.46%、纳斯达克指数涨 2.5。同期，主要期限的美国国债收益率也出现不同程度的回调，30 年美国国债收益率 3.39%、较前-6bp，10 年 3.33%、较前-16bp，7 年 3.39%、较前-21bp，5 年 3.38%、较前-23bp、2 年 3.2%、较前-25bp。

图 3：美国主要股票市场指数



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 4：美国国债主要期限收益率



资料来源：Wind，华金证券研究所

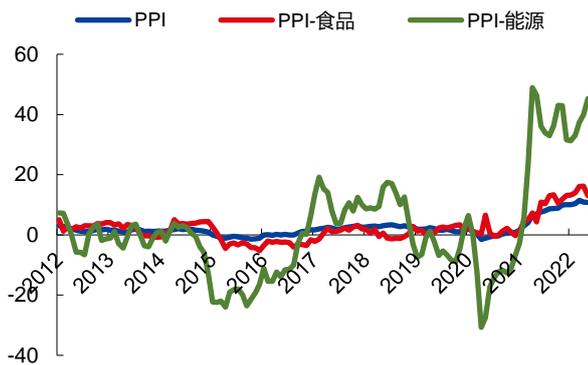
二、加息如何压制通胀

理论上，经济活动中的价格行为都可以通过利率调节的方式来实现供求的平衡，但在多重目标的权衡中，具体措施在实施中则要有所取舍和权衡。但若仅从压制通胀的单一目标来说，美联储完全可以通过加息操作解决，利率到经济的传导方式主要包括：

供给端降温：提高企业成本，使生产边际收益递减。企业涨价的原因在于生产要素的价格上涨，目前看以能源为代表的资源品涨幅较大、劳动力成本涨幅则维持稳定、融资成本尚处于低位。考虑到下游/终端消费需求的旺盛，企业可以很容易的将成本涨价向下传导，并且仍然能维持稳定的营业收入和现金流。同时，如果加息力度持续上升并压缩企业利润，直至企业生产函数进入边际盈利下降的区间，从而达到降温效果。

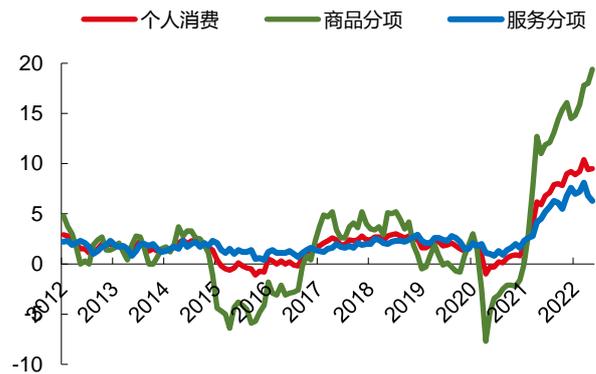
PPI 显示出主要涨价因素来自能源，而面向终端消费的商品涨幅较大。数据层面，5 月美国 PPI 同比 10.8%，其中能源分项 45.3%、食品 13%，从终端消费的分类看，终端个人消费分项的当月同比涨幅 9.5%、终端消费商品 19.4%、终端消费服务 6.3%。

图 5：美国 PPI 和食品分项、能源分项



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 6：PPI 指数的分项（个人消费、商品、服务）

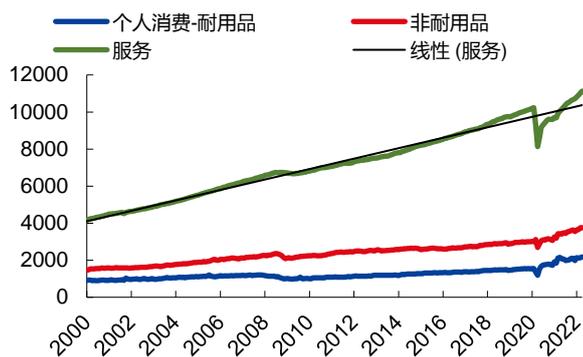


资料来源：Wind，华金证券研究所

需求端降温：提高居民端存量负债存续成本，压缩居民现金流。在美联储持续加息下，居民端扩表行为会受到压制，扩表后的现金流状况也将持续恶化，压制住居民对大额和长期耐用品支出的意愿，从而实现需求降温。

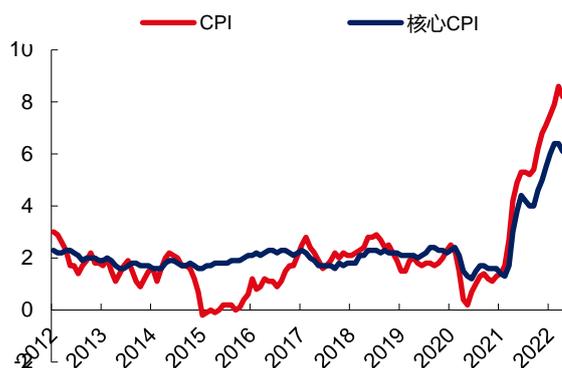
居民消费增速较为稳定。数据上看，支出规模稳定增长、消费贷增幅有所加快。其中服务支出增幅较为明显，2022 年 4 月 11.1 万亿美元、同比增加 11%，较上月增加 1040 亿美元；耐用品和非耐用品保持稳定，2022 年 4 月耐用品支出 2.2 万亿、同比 2%，较上月增加 510 亿美元，同期非耐用品支出 3.75 万亿、同比-1%，较上月减少 23 亿美元。

图 7：美国个人消费支出金额（折年 十亿美元）



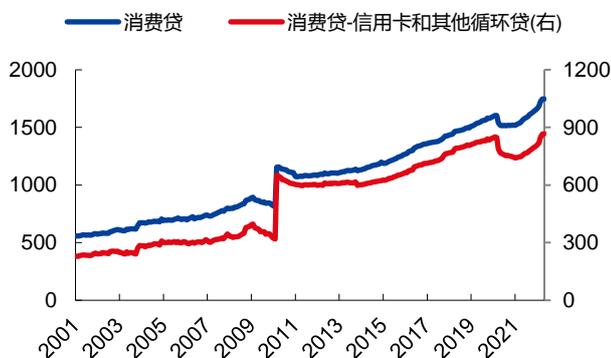
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 8：美国 CPI 和核心 CPI 同比指标



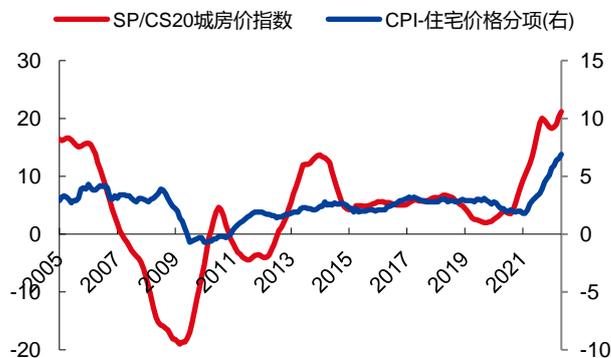
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 9：居民消费贷余额（十亿美元）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 10：SP/CS20 城房价指数和 CPI 住宅分项



资料来源：Wind，华金证券研究所

通过资本市场的财富效应缩减降低投融资活动的热度。美国资本市场与实体经济关系密切，股票市场和债券市场是企业融资的主要渠道，也是居民资产的重要配置领域。美联储加息操作对投资端和融资端都会产生不利影响：（1）缩减存量资产的估值，通过贴现模型来压缩权益投资中对未来现金流的估值，也可以通过提高贴现率的方式来要求更高的收益，表现为对已发行债券要求更大的折价（表现为债券到期收益率上行）；（2）提高投资门槛、压缩融资需求。随着投资者对上市公司提出更高业绩要求或对新发债券要求更高的票面利率以弥补加息损失。

此外，市场沟通能维持市场稳定。回顾今年以来的美联储加息操作，尽管对通胀的持续时间

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_43083



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>