



华泰期货
HUATAI FUTURES

期货研究报告 | 宏观大类点评 2022-07-28

加息幅度符合预期， 风险资产再迎反弹窗口

研究院

侯峻

从业资格号: F3024428

投资咨询号: Z0013950

联系人

彭鑫 FICC 组

☎ 010-64405663

✉ pengxin@htfc.com

从业资格号: F3066607

蔡劭立 FICC 组

☎ 0755-23887993

✉ caishaoli@htfc.com

从业资格号: F3056198

投资咨询号: Z0015616

高聪 FICC 组

☎ 021-60828524

✉ gaocong@htfc.com

从业资格号: F3063338

投资咨询号: Z0016648

孙玉龙 FICC 组

☎ 0755-23887993

✉ sunyulong@htfc.com

从业资格号: F3083038

投资咨询号: Z0016257

投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1289号

策略摘要

我们认为，虽然美国经济下行压力增加，但美联储仍以抑制通胀为核心目标，至少在三季度，通胀仍具韧性以及就业强劲的支撑下，美联储的加息节奏难以显著放缓。

短期而言，加息兑现后，风险资产迎来反弹窗口期；中期而言，衰退交易或仍是市场主旋律。

核心内容

■ 事件

北京时间7月27日周四，在美联储FOMC货币政策会议上，美联储宣布了2022年的第四次加息，加息75bp至2.25%-2.5%。

■ 会议要点

会议声明要点如下：一、将基准利率上调至2.25%-2.5%区间，为连续两次加息75bp，同时，将贴现率从1.75%上调至2.5%，储备余额利率从1.65%上调至2.4%；二、重申高度关注通胀风险，并认为持续加息是合适的，坚定致力于让通胀回落至2%的目标；三、将按计划于9月加速缩表，MBS和国债每月缩减上限均提升一倍。

会后鲍威尔新闻发布会要点：一、强烈承诺将压低美国通胀，“有必要”将通胀压低至2.0%。将针对通胀回落寻找令人信服的证据；二、认为美国经济增速虽然放缓，但并未进入经济衰退；三、就业市场紧俏，劳动力需求依然强劲，劳动力供给受到抑制；四、缩表工作运行良好，预计将耗费2-2.5年时间达到均衡状态；五、必要时将毫不迟疑地采取更大幅度的行动，美联储在利率行动方面将不再提供那么清晰的前瞻指引。

■ 会议点评

通胀屡超预期，并续创新高是导致美联储连续两次加息75bp的核心因素。美国6月CPI同比上涨9.1%，预期8.8%，前值8.6%，续创1981年12月以来新高。能源价格的持续攀升，且对CPI能源项的滞后传导是造成CPI迟迟未见顶并持续超预期的主要原因，6月能源项环比上涨7.5%，为上涨幅度最大的分项，其他分项均有不同程度的提速，反映能源价格大幅走高已渗透各个领域，居高不下的通胀为美联储施加了更强的紧缩压力。

抑制通胀仍为核心目标，三季度加息步伐难以显著放缓。一方面，通胀居高不下，就业强劲促使美联储难以放缓加息步伐；另一方面，持续收紧的货币政策加剧经济下行压力，为保护经济软着陆，美联储亦不能加快加息步伐。我们判断，虽然美国经济下行压力增加，但美联储仍以抑制通胀为核心目标，至少在三季度，通胀仍具韧性以及就业强劲的

请仔细阅读本报告最后一页的免责声明

支撑下，美联储的加息节奏难以显著放缓。

■ 行情分析

加息落地后，风险资产加速反弹。道指上涨 1.37%，标普 500 上涨 2.62%，纳指上涨 4.06%；10Y 美债利率小幅回落至 2.791%；美元指数下跌 0.69%；布伦特原油期货结算价上涨 2.1%，美国原油期货结算价上涨 2.4%，美国期金上涨 0.1%。

CME“美联储观察”显示市场对未来加息幅度仍存分歧。FOMC 声明后据 CME“美联储观察”显示，美联储加息至 2.75%-3.0% 的概率由 48.8% 降至 45.7%，加息至 3.0%-3.25% 的概率由 43.1% 升至 47.2%。11 加息至 3.0%-3.25% 的概率由 37.5% 降至 36.9%，加息至 3.25%-3.5% 的概率由 44.4% 升至 46.2%。美联储 OIS 掉期交易显示，12 月联邦基金利率将达到 3.4%，2022 年剩余时间将累计加息 107 个基点。与 FOMC 声明前基本一致。

6 月以来，市场从交易滞胀转为交易衰退。美国制造业 PMI 的下滑和 10y-3m 利差的倒挂均加剧了市场对于未来经济步入衰退的担忧，即使在就业如此强劲、PMI 仍处于荣枯线上方的情形下，市场亦提前交易美国经济衰退，使得三季度以来，呈现出 CPI 虽然再创新高，但大宗商品持续下行，美债通胀预期部分加速回落的局面。

我们判断，**短期而言，加息兑现后，风险资产迎来反弹窗口期；中期而言，衰退交易或仍是市场主旋律。**通过复盘衰退时期的资产价格表现来看，一、**股指表现较为中性，并非必然下跌**，纳指上涨概率为 57%，道指上涨概率为 43%；二、**商品下行概率较大，黄金相对抗跌**，原油及其他主要商品上涨概率仅 14%，黄金上涨概率超 50%；三、**美元指数易涨难跌，美债利率易跌难涨**，美元上涨概率超 70%，美债利率上涨概率仅 14%。

表 1： 近几次重要 FOMC 议息会议摘要

| | 2022 年 7 月会议 | 2022 年 6 月会议 | 2022 年 5 月会议 | 2022 年 3 月会议 |
|-------------|--|--|---|--|
| 经济活动 | 没有迹象表明经济步入衰退, 劳动力依然强劲, 劳动力供给受到抑制, 部分证据表明, 劳动力需求可能略微放缓。 | 经济活动在第一季小幅下降后似乎已有所回升。最近几个月就业增长强劲, 且失业率保持在低位。 | 今年一季度有所下滑, 但家庭支出和企业固定投资仍然表现强劲。近几个月来, 就业岗位增长扎实, 失业率已经大幅下降。 | 经济活动和就业指标保持强劲 |
| 通胀 | 通胀仍然居高不下, 反映出与疫情有关的供需失衡、能源价格上涨和更广泛的物价压力。 | 通胀仍然高企, 反映出与疫情有关的供需失衡、能源价格上涨和更广泛的物价压力。 | 通货膨胀水平仍然处于高位, 反映了与疫情有关的供需失衡、能源价格上涨以及更为广泛的价格压力。 | 通货膨胀仍然居高不下, 反映出与大流行、能源涨价及更广泛的涨价压力相关的供需失衡。 |
| 对后续经济和通胀的观点 | 俄乌冲突正在造成巨大的民生和经济困难。冲突和相关事件正在给通胀制造额外的上行压力, 并正在拖累全球经济活动。此外, 供应链断裂可能会加剧。委员会高度关注通胀风险。 | 俄乌冲突正在造成巨大的民生和经济困难。冲突和相关事件正在给通胀制造额外的上行压力, 并正在拖累全球经济活动。此外, 供应链断裂可能会加剧。委员会高度关注通胀风险。 | 俄罗斯对乌克兰的入侵正在造成巨大的人道与经济困难。这对美国的经济影响是非常不确定的。入侵和相关事件正在对通货膨胀造成额外的上升压力, 对可能对经济活动产生影响。 此外, 中国的疫情封控可能会加剧供应链的破坏。委员会高度关注着通胀风险。 | 俄乌冲突对美国经济的影响高度不确定, 或对通胀造成额外的上行压力。 |
| 利率和购债规模 | 委员会决定将联邦基金利率的目标区间上调至 2.25% 至 2.5%, 并预计继续上调该目标区间将是合适之举。 此外, 如 5 月份发布的《 缩减美联储资产负债表规模的计划 》所述, 将按计划在 9 月加速缩表, MBS 和国债每月缩减上限均提升一倍。 | 委员会决定将联邦基金利率的目标区间上调至 1.5% 至 1.75%, 并预计继续上调该目标区间将是合适之举。此外, 如 5 月份发布的《 缩减美联储资产负债表规模的计划 》所述, 委员会将继续减持美国国债、机构债券和机构抵押贷款支持证券。 | 委员会决定将联邦基金利率的目标区间提高到 0.75%-1%。并预计利率目标区间的持续提高将是适当的。此外, 委员会决定在 6 月 1 日开始减少其持有的国债、机构债务以及 MBS, 正如与本声明同时发布的《 缩减美联储资产负债表规模的计划 》所述。 | FOMC 的委员会后投票决定, 将政策利率联邦基金利率的目标区间上调 25 个基点, 升至 0.25% 到 0.50%。 |

资料来源: Wind 华泰期货研究院

图 1： 美国 CPI 各分项环比热力图 | 单位： %

| 指标名称 | 2022-06 | 2022-05 | 2022-04 | 2022-03 | 2022-02 | 2022-01 | 2021-12 | 2021-11 | 2021-10 | 2021-09 | 2021-08 | 2021-07 | 2021-06 |
|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| CPI | 1.30 | 1.00 | 0.30 | 1.20 | 0.80 | 0.60 | 0.60 | 0.70 | 0.90 | 0.40 | 0.30 | 0.50 | 0.90 |
| 核心CPI | 0.70 | 0.60 | 0.60 | 0.30 | 0.50 | 0.60 | 0.60 | 0.50 | 0.60 | 0.30 | 0.20 | 0.30 | 0.80 |
| 能源 | 7.50 | 3.90 | -2.70 | 11.00 | 3.50 | 0.90 | 0.90 | 2.40 | 3.70 | 1.20 | 1.90 | 1.60 | 2.10 |
| 食品与饮料 | 1.00 | 1.10 | 0.80 | 1.00 | 1.00 | 0.80 | 0.50 | 0.70 | 0.80 | 0.80 | 0.40 | 0.60 | 0.70 |
| 住宅 | 0.80 | 0.80 | 0.60 | 0.70 | 0.50 | 0.70 | 0.50 | 0.50 | 0.70 | 0.60 | 0.40 | 0.40 | 0.40 |
| 服装 | 0.80 | 0.70 | -0.80 | 0.60 | 0.70 | 1.10 | 1.10 | 0.70 | 0.60 | -0.70 | 0.30 | 0.10 | 0.50 |
| 交通运输 | 3.80 | 2.00 | -0.40 | 3.90 | 1.90 | 0.40 | 1.40 | 2.00 | 2.00 | 0.10 | 0.30 | 0.70 | 3.50 |
| 医疗保健 | 0.70 | 0.40 | 0.40 | 0.50 | 0.20 | 0.70 | 0.30 | 0.30 | 0.40 | 0.20 | 0.20 | 0.20 | -0.10 |
| 娱乐 | 0.30 | 0.40 | 0.40 | 0.20 | 0.70 | 0.90 | -0.10 | -0.20 | 0.70 | 0.10 | 0.50 | 0.60 | 0.20 |
| 教育与通信 | 0.20 | -0.10 | -0.20 | -0.20 | 0.00 | 0.10 | 0.10 | 0.00 | 0.10 | 0.40 | 0.20 | 0.10 | 0.10 |
| 其他商品与服务 | 0.50 | 0.50 | 0.40 | 0.50 | 1.10 | 0.80 | 0.50 | 0.20 | 0.80 | 0.10 | 0.40 | 0.70 | 0.10 |

数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 2： CME 美联储观察隐含加息概率

| MEETING PROBABILITIES | | | | | | | | | | | |
|-----------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| MEETING DATE | 275-300 | 300-325 | 325-350 | 350-375 | 375-400 | 400-425 | 425-450 | 450-475 | 475-500 | 500-525 | 525-550 |
| 2022/9/21 | 65.0% | 35.0% | 0.0% | 0.0% | | | | | | | |
| 2022/11/2 | 0.0% | 53.4% | 40.4% | 6.2% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | | |
| 2022/12/14 | 0.0% | 33.0% | 45.3% | 19.3% | 2.4% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 2023/2/1 | 0.0% | 25.7% | 42.6% | 25.0% | 6.1% | 0.5% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 2023/3/15 | 10.8% | 32.8% | 35.2% | 17.1% | 3.8% | 0.3% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 2023/5/3 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 10.8% | 32.8% | 35.2% | 17.1% | 3.8% | 0.3% |
| 2023/6/14 | 10.8% | 32.8% | 35.2% | 17.1% | 3.8% | 0.3% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 2023/7/26 | 10.0% | 31.2% | 35.0% | 18.4% | 4.7% | 0.6% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |

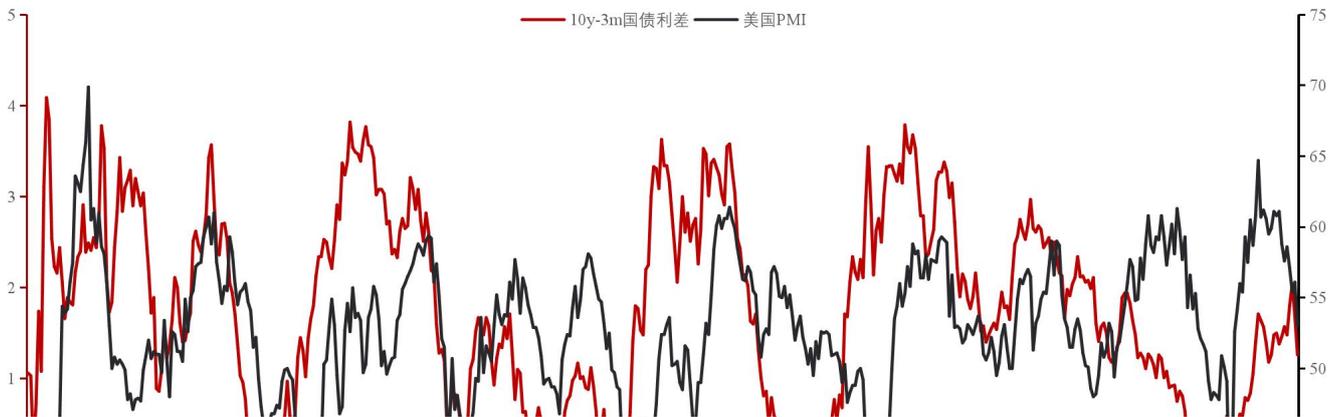
数据来源：CME 华泰期货研究院

图 3： 美国经济月度热力图 | 单位：%

| 指标名称 | 单位 | 2022-07 | 2022-06 | 2022-05 | 2022-04 | 2022-03 | 2022-02 | 2022-01 | 2021-12 | 2021-11 | 2021-10 | 2021-09 | 2021-08 | 2021-07 |
|-----------------|----|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| GDP:不变价:同比 | % | | | | | 3.5695 | | | 5.5334 | | 4.95 | | | |
| Markit制造业PMI | % | 52.30 | 52.70 | 57.00 | 59.20 | 58.80 | 57.30 | 55.50 | 57.70 | 58.30 | 58.40 | 60.70 | 61.10 | 63.40 |
| 全部制造业:新增订单:当月同比 | % | | | 8.98 | 9.39 | 8.88 | 8.50 | 6.86 | 8.13 | 9.17 | 8.54 | 8.64 | 9.54 | 9.12 |
| 成屋+新建住房销售 | 万套 | | | 1237 | 1152 | 1284 | 1385 | 1480 | 1448 | 1389 | 1290 | 1350 | 1285 | 1329 |
| 新增非农就业人数 | 千人 | | 372.00 | 390.00 | 428.00 | 431.00 | 678.00 | 467.00 | 199.00 | 210.00 | 531.00 | 194.00 | 235.00 | 943.00 |
| 失业率 | % | | 3.60 | 3.60 | 3.60 | 3.60 | 3.80 | 4.00 | 3.90 | 4.20 | 4.60 | 4.70 | 5.20 | 5.40 |
| 非农职位空缺数 | 万人 | | | 1125.4 | 1140 | 1154.9 | 1134.4 | 1128.3 | 1144.8 | 1092.2 | 1109.4 | 1067.3 | 1062.9 | 1078.3 |
| CPI:当月同比 | % | | 9.10 | 8.60 | 8.30 | 8.50 | 7.90 | 7.50 | 7.00 | 6.80 | 6.20 | 5.40 | 5.30 | 5.40 |
| 零售和食品服务销售额:同比 | % | | 8.94 | 8.23 | 8.70 | 7.32 | 18.04 | 13.44 | 16.05 | 19.92 | 15.00 | 14.53 | 15.93 | 15.85 |
| 个人可支配收入:同比 | % | | | 2.78 | -0.27 | -15.51 | 4.02 | -5.03 | 6.12 | 6.04 | 4.22 | 3.25 | 5.35 | 1.48 |
| 个人消费支出:同比 | % | | | 8.53 | 9.22 | 9.37 | 13.45 | 11.56 | 12.88 | 13.30 | 12.12 | 11.10 | 12.06 | 11.93 |
| 财政收入:同比 | % | | 2.57 | -16.12 | 96.65 | 17.77 | 16.73 | 20.91 | 40.63 | 28.08 | 19.45 | 23.14 | 20.23 | -53.50 |
| 财政支出:同比 | % | | -11.83 | -23.58 | -16.45 | -45.23 | -9.44 | -36.73 | 3.75 | 29.53 | -13.95 | 4.69 | 3.73 | -9.97 |
| 出口金额:同比 | % | | | 21.69 | 21.66 | 17.72 | 20.34 | 15.31 | 19.80 | 21.53 | 23.00 | 16.82 | 23.07 | 24.85 |
| 进口金额:同比 | % | | | 23.30 | 24.26 | 27.71 | 24.03 | 20.81 | 21.32 | 20.85 | 18.38 | 20.14 | 20.59 | 22.21 |

数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 4： 美债期限利差对 PMI 的领先性 | 单位：%



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_44515



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn