

2022 年 06 月 16 日

宏观研究

证券研究报告

相关研究

证券分析师

秦泰 A0230517080006
qintai@swsresearch.com
王茂宇 A0230521120001
wangmy2@swsresearch.com

联系人

秦泰
(8621)23297818x7368
qintai@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

美联储历史性加息 75bp：耐心耗尽，孤注一掷

——美联储 6 月 FOMC 会议点评

主要内容：

- **当地时间 6 月 15 日，美联储召开联邦公开市场委员会（FOMC）议息会议并公布声明，其中最大变化为：1）加息 75BP 至 1.25%-1.75%，并明确表示下一次会议将考虑加息 50BP 或 75BP。2）点阵图显示 2022 年末将加息至 3.25%-3.50%，即全年加息 325BP，而 2023 年预计将至 3.50-3.75%，并于 2024 年降息回 3.25-3.50%。3）大幅上调总体通胀预测，并全面下调经济预测。**
- **美联储历史性加息 75bp：耐心耗尽，孤注一掷。**经济预测、声明内容显示美联储对能源价格高企深感无力，对美国和全球供给恢复的耐心已经耗尽。大幅上修整体通胀预期、大幅下修经济增长预期并上修失业率预测，隐含的劳动参与率预测也是重新回落的。1）经济增长前景既然已经非常暗淡，美联储就已经做好准备，为遏制四十年最高的通胀，不惜承担经济衰退的风险。点阵图显示 2023 年大概率加息一次后 2024 年再度降息。这种不寻常的迅速转向本身就传达了更加坚定的应对滞胀的决心。这是货币紧缩对通胀预期的宣战。2）**美国经济“软着陆”难度增加**，美联储对于加速紧缩之后劳动力市场（经济增长）能否维持强劲已经没有绝对的信心。
- **居民通胀预期火热推动加息速度上台阶。**在 5 月 FOMC 会议之后直至上周之前，市场对于 6 月加息幅度预期稳定在 50BP，但在上周超预期的 CPI 公布之后，美联储骤然决定加速紧缩。5 月核心 CPI 同比是下滑的，这并未超出预期，恰恰是整体通胀的超预期，使得美联储担忧居民通胀预期自我强化螺旋可能会加深，这才开始对 75BP 形成预期，鲍威尔在发布会上也表示 5 月通胀和居民通胀预期是此次临时改变加息幅度的重要原因。
- **下半年 10Y 美债利率、美元指数回落趋势更为清晰。**经济衰退风险的增强更使得会后美元指数、长端美债利率出现大幅下跌。而后续影响格局更趋明朗：美国消费需求加速降温、房地产市场崩溃风险提升，美国经济衰退风险加大，总体和核心通胀下半年加速回落概率是增加的。这意味着 10y 美债收益率下半年回落的趋势更加清晰，预计至年底降至 2.4%-2.7% 区间，美元指数预计回落至 96-100 区间。全球原油需求进一步遏制，如果俄乌冲突较快结束，原油价格可能难以保持高位坚挺，但美国页岩油增产预计仍然缓慢，需求转换为下半年的核心因素。中国工业生产恢复速度也可能快于前期市场预期，若美国政府近期讨论的对华关税下调生效，那么美联储可能提前考虑结束本轮加息。
- **下半年海外市场不确定性对我国外溢影响将大幅缓和。**中国资本项目开放度有限，企业部门外债借入谨慎，人民币汇率核心驱动因素在于经常账户即工业生产和出口前景，从疫情中快速恢复起来的工业体系可望支撑人民币相对美元下半年重拾升势。预计人民币兑美元年底回升至 6.3-6.6 区间，国内供需循环的恢复强度、速度和结构值得关注。

请务必仔细阅读正文之后的各项信息披露与声明

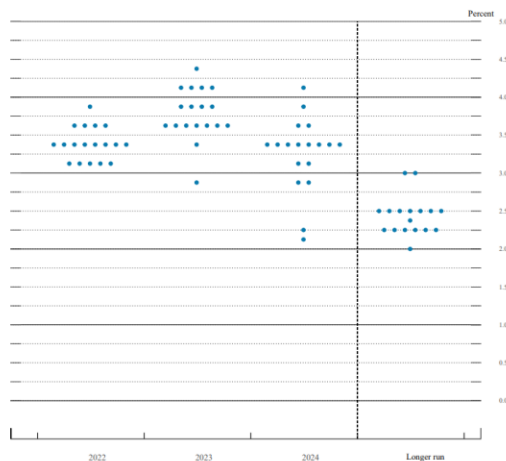
当地时间 6 月 15 日，美联储召开联邦公开市场委员会（FOMC）议息会议并公布声明，其中最大变化为：

1) 加息 75BP 至 1.25%-1.75%，并明确表示下一次会议将考虑加息 50BP 或 75BP。

2) 点阵图显示 2022 年末将加息至 3.25%-3.50%，即全年加息 325BP，而 2023 年预计将至 3.50-3.75%，并于 2024 年降息回 3.25-3.50%。

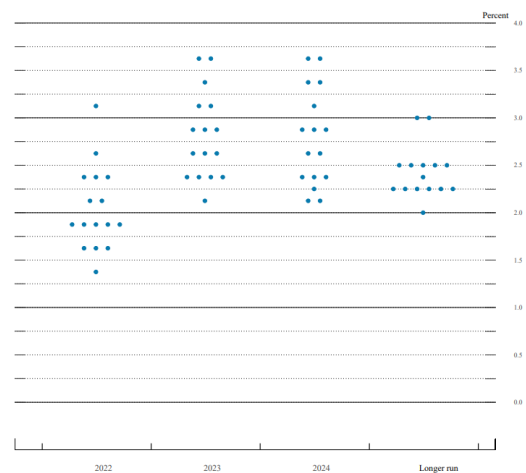
3) 大幅上调总体通胀预测，并全面下调经济预测。在 6 月 SEP 经济预测中，22Q4 实际 GDP 同比预测从上次的 2.8%大幅下修至 1.7%，23Q4 从 2.2%下修至 1.7%，24Q4 经济预测亦小幅下修；22Q4 狭义失业率从 3.5%上修至 3.7%，23Q4 从 3.5%大幅上修至 3.9%，而 24Q4 上修至略高于长期失业率水平的 4.1%；22Q4 整体通胀预测上调幅度（0.9 个百分点）大于核心通胀（0.2 个百分点）。

图 1：美联储点阵图（2022 年 6 月）



资料来源：Fed，申万宏源研究

图 2：美联储点阵图（2022 年 3 月）



资料来源：Fed，申万宏源研究

图 3：6 月美联储经济预测总结（SEP）

Variable	Median ¹				Central Tendency ²				Range ³			
	2022	2023	2024	Longer run	2022	2023	2024	Longer run	2022	2023	2024	Longer run
Change in real GDP	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
March projection	2.8	2.2	2.0	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
Unemployment rate	3.7	3.9	4.1	4.0	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
March projection	3.5	3.5	3.6	4.0	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
PCE inflation	5.2	2.6	2.2	2.0	5.0-5.3	2.4-3.0	2.0-2.5	2.0	4.8-6.2	2.3-4.0	2.0-3.0	2.0
March projection	4.3	2.7	2.3	2.0	4.1-4.7	2.3-3.0	2.1-2.4	2.0	3.7-5.5	2.2-3.5	2.0-3.0	2.0
Core PCE inflation ⁴	4.3	2.7	2.3		4.2-4.5	2.5-3.2	2.1-2.5		4.1-5.0	2.5-3.5	2.0-2.8	
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	
Memo: Projected appropriate policy path												
Federal funds rate	3.4	3.8	3.4	2.5	3.1-3.6	3.6-4.1	2.9-3.6	2.3-2.5	3.1-3.9	2.9-4.4	2.1-4.1	2.0-3.0
March projection	1.9	2.8	2.8	2.4	1.6-2.4	2.4-3.1	2.4-3.4	2.3-2.5	1.4-3.1	2.1-3.6	2.1-3.6	2.0-3.0

资料来源：Fed，申万宏源研究

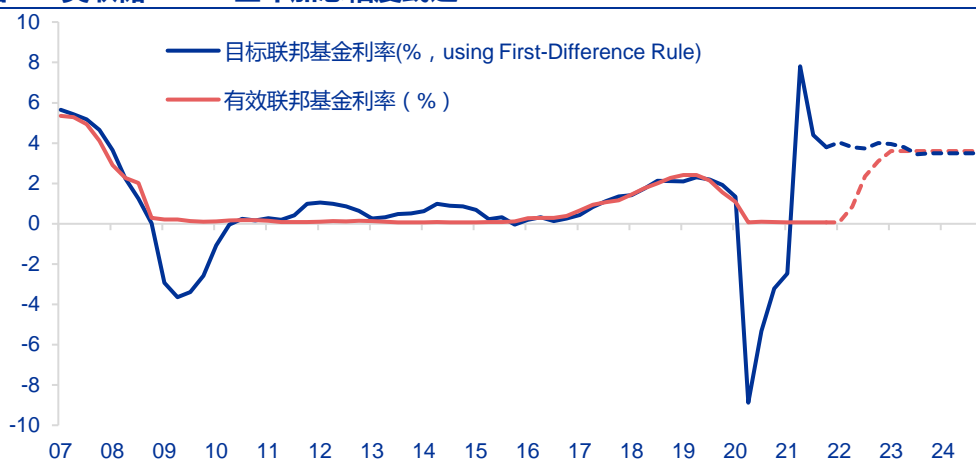
一、美联储历史性加息 75bp：耐心耗尽，孤注一掷

经济预测、声明内容显示美联储对能源价格高企深感无力，对美国和全球供给恢复的耐心已经耗尽。大幅上修整体通胀预期、大幅下修经济增长预期并上修失业率预测，隐含的劳动参与率预测也是重新回落的。

经济增长前景既然已经非常暗淡，美联储就已经做好准备，为遏制四十年最高的通胀，不惜承担经济衰退的风险。生产端恢复的困难是多方面的，能源价格高企、逆全球化的贸易政策导向、中国工业生产的不确定性提升，美联储认为即使不进行坚定加息美国经济增速也可能会陷入衰退泥沼，这种情况下不如采取更加强硬的紧缩操作以尽早遏制居民的通胀预期，挽回货币当局的政策可信度，救赎过去两年过度宽松所贻误的战机。最新点阵图预测 2022 年加息将达 325bp，这意味着 7 月 75bp、9 月 50bp、11 月和 12 月各 25bp 的概率大幅提升，同时点阵图显示 2023 年大概率加息一次后 2024 年再度降息。这种不寻常的迅速转向本身就传达了更加坚定的应对滞胀的决心。这是货币紧缩对通胀预期的宣战。

美国经济“软着陆”难度增加。点阵图所显示的 2024 年降息，及 2024 年失业率上调至高于长期水平，均显示美联储已经将加息预期打满，几乎向市场直接传达了经济衰退的可能性。而美联储给出的官方解释又再度具备甩锅嫌疑，即将生产端不确定性，以及可能导致的经济衰退归功于俄乌、供应链等外部因素（soft landing...not getting easier），但显然我们无法忽视美联储紧缩对地产市场的额外打击，这和外部因素关系并不大。值得注意的是，在货币政策声明中，美联储删去了“随着货币政策立场的适当收紧，委员会预计通货膨胀将回到 2% 的目标，劳动力市场将保持强劲”（...the labor market to remain strong）这一句话，无疑显示美联储对于加速紧缩之后劳动力市场（经济增长）能否维持强劲已经没有绝对的信心。

图 4：美联储 2022 全年加息幅度或达 325BP



资料来源：CEIC，申万宏源宏观

二、居民通胀预期火热推动加息速度上台阶

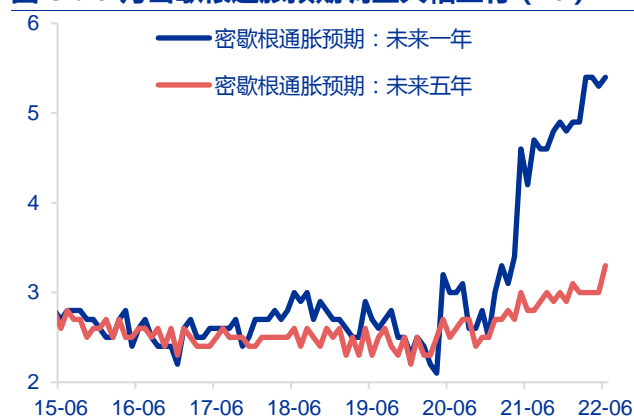
相比核心通胀已经出现缓慢下行的趋势，美联储更担心整体通胀的超预期，可能使得居民通胀预期更加偏高。在 5 月 FOMC 会议之后直至上周之前，市场对于 6 月加息幅度预期稳定在 50BP，但在上周超预期的 CPI 公布之后（surprised to the upside），美联储骤然决定加速紧缩。5 月核心 CPI 同比是下滑的，这并未超出预期，恰恰是整体通胀的超预期，使得美联储担忧居民通胀预期自我强化螺旋可能会加深（the Fed is very worried about consumers' expectations for future price increases），这才决定加息 75BP，鲍威尔在发布会上也表示 5 月通胀和居民通胀预期是此次会议临时改变加息幅度的重要原因。

图 5：5 月美国居民通胀预期反弹（%）



资料来源：CEIC，申万宏源宏观

图 6：6 月密歇根通胀预期调查大幅上行（%）



资料来源：CEIC，申万宏源宏观

三、下半年 10Y 美债利率、美元指数回落趋势更为清晰

在此次会议美联储再度强化加息路径，直至 2024 年需要降息之后，可以说前期由于美联储紧缩加速而推动的美债利率上行已然不可持续，而经济衰退风险的增强更使得会后美元指数、长端美债利率出现大幅下跌。

美国经济衰退风险加大，叠加通胀回落，下半年长端美债利率和美元指数回落趋势更为清晰。在针对 6 月 15 日公布的美国零售数据环比收缩的问题上，鲍威尔并不认为居民消费端已经出现回落现象，表示居民消费依旧偏强（hot）。但随着美国薪资增速放缓，后续影响格局更趋明朗：美国消费需求加速降温、房地产市场崩溃风险提升，美国经济衰退风险加大，总体和核心通胀下半年加速回落概率是增加的。这意味着 10y 美债收益率下半年回落的趋势更加清晰，预计至年底降至 2.4%-2.7% 区间，美元指数预计回落至 96-100 区间。全球原油需求进一步遏制，如果俄乌冲突较快结束，原油价格可能难以保持高位坚挺，但美国页岩油增产预计仍然缓慢，需求转换为下半年的核心因素。中国工业生产恢复速度也可能快于前期市场预期，若美国政府近期讨论的对华关税下调生效，那么美联储可能提前考虑结束本轮加息。

图 7：美元美债利率行将回落



资料来源：CEIC，申万宏源宏观

四、下半年海外市场不确定性对我国外溢影响将大幅缓和

中国资本项目开放度有限，企业部门外债借入谨慎，人民币汇率核心驱动因素在于经常账户即工业生产和出口前景，从疫情中快速恢复起来的工业体系可望支撑人民币相对美元下半年重拾升势。预计人民币兑美元年底回升至 6.3-6.6 区间，国内供需循环的恢复强度、速度和结构值得关注。

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东 A 组	陈陶	021-33388362	chentao1@swhyse.com
华东 B 组	谢文霓	021-33388300	xiewenni@swhyse.com
华北组	李丹	010-66500631	lidan4@swhyse.com
华南组	陈左茜	0755-23832751	chenzuoxi@swhyse.com

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。