

宏观点评 20220504

加息 50bp+缩表：多紧才算更紧？

2022 年 05 月 04 日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

研究助理 邵翔

执业证书：S0600120120023

shaox@dwzq.com.cn

研究助理 段萌

执业证书：S0600121030024

duanm@dwzq.com.cn

相关研究

《常态化核酸检测的经济账》

2022-05-02

《ESG 投资体系构建指南：从 EPS 到 ESG，海外养老金投资策略有何变化？》

2022-04-30

《“稳”与“防”的动态平衡》

2022-04-29

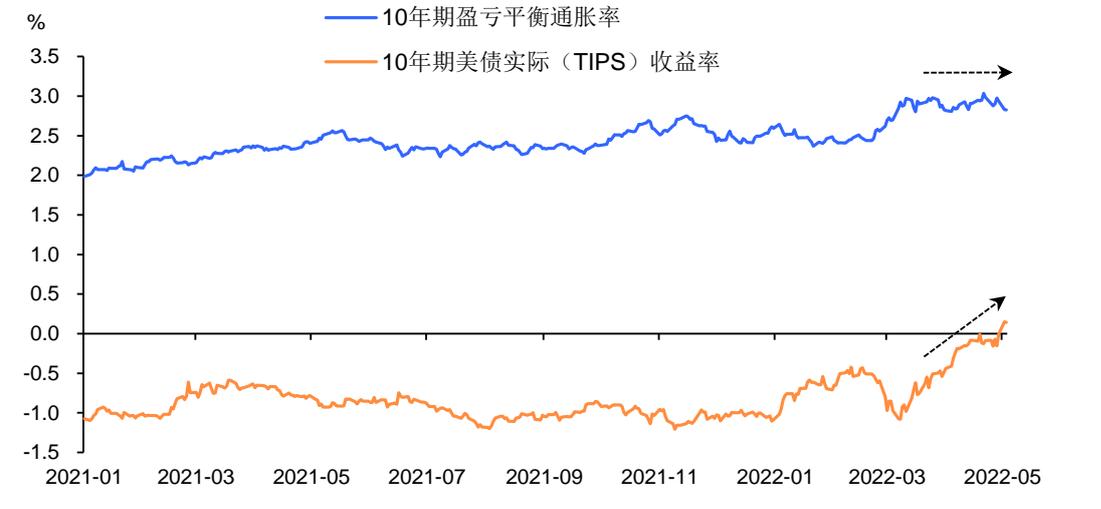
- 市场对于美联储 2022 年 5 月议息会议加息 50bp 并宣布于 6 月开始缩表存在共识。鉴于本次会议不包含经济预测数据，市场的关注点集中在美联储对于紧缩路径的信号，我们简要概括为以下三个问题：
- **第一，是否将加息至中性利率？** 锚定 2.25%-2.5% 的中性利率为美联储官员的共识，偏鸽派的布雷纳德、戴利以及偏鹰派的梅斯特，都曾表态支持加息至中性利率。但若鲍威尔在会后新闻发布会上的措辞发生鹰派变化，例如对尽快加息至中性利率的表述由“toward neutral”变为“to neutral”，则意味着美联储或将在 6 月后仍保持 50bp 加息的节奏，更快地达到中性利率，为年内加息至超过中性利率提供空间。
- **第二，未来加息幅度是否会升至 75bp？** 以布拉德为代表的部分鹰派不排除在后续会议上加息 75bp 的可能性，工资通胀压力不减下，或将有更多官员加入此阵营。上一次加息幅度超 50bp 还是在 1994 年，如果市场定价参考了彼时的政策风格，即利率高于中性利率 100-150bp，最终利率或升至 3.5%-4%（图 1）。后续应警惕大幅度、快节奏加息可能导致的股债双杀风险。
- **三是缩表的方式如何？** 我们预计美联储将于本次会议提供详尽的缩表指引并于 6 月起，采用被动缩表的模式，每月缩减 600 亿美元美国国债和 350 亿美元 MBS。不过出于政策灵活性的考虑，美联储或保留出售 MBS 的选项，但将避免出售国债。
- **我们预计 5 月议息会议将呈现“鹰派碾压、鸽派倒戈！”的局面，那么 3 月以来美联储紧缩的激进转向能走多远？** 我们认为未来有三个线索可以观测：
- **一是通胀预期。** 如图 2 所示，尽管在激进的加息预期下实际利率快速上行，但迄今为止并未有显著打压通胀预期。由于美联储认为通胀的风险迫在眉睫，未来只有利率的上行带来通胀预期的回落，美联储才会认为紧缩产生效果。
- **二是金融条件。** 鲍威尔在 3 月会议上强调金融条件将在美联储政策收紧的过程中转向一个更加正常的大环境，从当前的来看，美国金融条件虽有所收紧，但相对金融危机后的环境依然是偏宽松的（图 3），这也意味着美联储在未来政策收紧中能容忍进一步的股市回调和美元升值。
- **三是薪资通胀。** 随着通胀预期的升温，美联储一直担心薪资-通胀的螺旋上升，从美联储偏爱的薪资指标来看，最新公布的一季度劳工成本指数（ECI）环比 1.4% 的增速为 1990 年以来的新高，这也表明现有的紧缩力度还没有抑制薪资向通胀的传导。
- **美联储紧缩的关键传导渠道是金融条件，** 以史为鉴，为抑制居高不下的通胀，金融条件指数可能需要回到 100 上方，而这并不是一个容易达到的目标。美国金融条件指数在 2021 年 11 月触及低位（96.9），自此之后，美元指数升值超过 10%，10 年期美债收益率上涨超过 150bp，该指数在 2022 年 5 月初才到达 98.9 的水平。
- **从细项目看，美元“步子迈得过大”，美股则明显“拖后腿”。** 美国金融条件指数回升到 100 上方，意味着该指数至少回到 2000 年以来均值的 1 倍标准差的水平。我们用这一标准来考量各分项指数。如图 5 至 9 所示，金融条件指数主要包括美元指数（广义加权）、联邦基金目标利率、标普 500 指数（经 EPS 调整），BBB 级非金融企业信用利差和 10 年期美债收益率。
- **从历史水平看，美元指数抢跑明显，已经超过 1 倍标准差的水平，** 背后的原因除了美联储的紧缩预期外，俄乌冲突对于欧洲的冲击以及亚洲“货币战”的爆发起到推波助澜的作用。紧随其后的是 10 年期美债收益率，经过 2021 年底以来的大涨已经接近均值水平。不过美联储加息和股市的调整依旧明显滞后于均值水平。而随着联储加息和缩表，美股的调整远未结束。
- **美国信用债市场大幅调整引领美股继续大跌可能才意味着紧缩进入下半场。** 从之前美国金融条件收紧的经验看，往往分为两个阶段：第一阶段美元指数和美债收益率上涨是主要引擎；而第二阶段随着信用债和美股的大幅调整，紧缩进入冲刺阶段。如图 10 和 11 所示，美国信用债市场是美股重要的温度计，往往会领先于美股调整，2022 年以来美国信用利差已经率先扩大，由此带来的公司基本面恶化和股票回购融资成本上升将成为美股下跌的重要中微观催化剂。
- **风险提示：** 疫情扩散超预期，政策对冲经济下行力度不及市场预期

图1: 1994年-1995年美联储大幅快速加息至高于中性利率 100-150bp



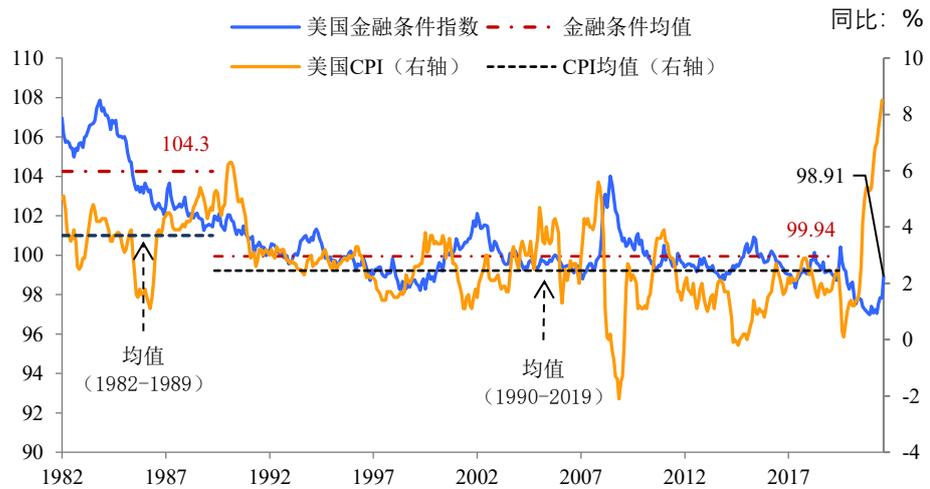
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图2: 美债实际利率的快速上行并未有显著打压通胀预期



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图3: 美国金融条件虽然快速回升但依旧偏低



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图4: 美国金融条件指数: 偏松



注: 均值和标准差 (SD) 的计算区间为 2000 年 1 月至 2020 年 1 月, 下同。

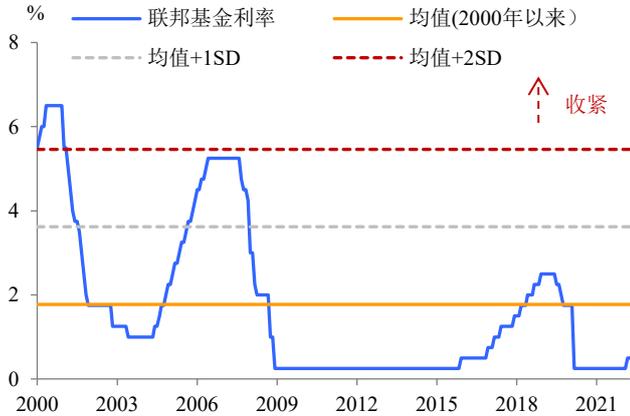
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图5: 美元指数: 偏紧



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图6: 联邦基金利率: 偏松



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图7: 经 EPS 调整的标普 500 指数: 偏松



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图8: 美国 BBB 级信用利差指数: 偏松



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图9: 10 年期美债收益率: 中性



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图10: 美国投资级债券 ETF 和标普指数



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图11: 美国高收益债券 ETF 和标普指数



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

