

加息 50 个基点。然后呢？

——海外宏观每月观察（2022 年 5 月）

5 月 4 日美联储宣布加息 50 个基点，缩表在 3 个月内达到此前会议透露的每月 950 亿美元的上限，基本符合市场预期。鲍威尔开场一句“通胀太高了”，一度让市场担忧会有超预期的收紧措施，利率一度拉升。但之后鲍威尔明确会议没有积极考虑“75 个基点”的更大加息幅度，整体表态没有超过市场此前已经较高的加息预期（市场已经预期今年四次会议累计加息 200 个基点，平均每次开会 50 个基点），利率随后回落，股票上涨，美元指数回落。鲍威尔表示接下来的议息会议还会考虑 50 个基点的加息幅度，具体次数还需要看未来经济数据。

美国一季度 GDP 超预期出现负增长，但美国经济依然处于相当活跃的水平。鲍威尔强调关注劳动力市场情况，现在美国空缺的岗位几乎是失业人数的 2 倍，显示劳动力市场依然非常紧张，工资上涨和通胀压力比较大。

快速的加息会否导致美国更快出现衰退，依然是市场关注的问题。鲍威尔强调现在经济还没出现衰退，并给出了“软着落”的一条可能路径。他认为劳动参与率会逐步提升（找工作的人增加），但同时就业市场会有所放缓（经济减速降低招聘需求），失业率会小幅上升，从而降低工资增长和通胀压力，使经济重新回到一个平衡的状态。

鲍威尔另外也提到俄乌战争对美国经济的影响依然是不确定的，战争导致更多的通胀压力，中国近期的疫情防控也可能再次加剧供应链堵塞的问题，也可能给通胀前景带来不稳定因素。核心通胀 PCE 有可能见顶，但仍需要持续关注经济数据的变化。

我们认为现在说“最鹰的时刻已过”显然尚早，起码要过完这个夏天，对于通胀的顶点，美联储加息的最终水平，才能有更为清晰的认识。

张楠 (SFC CE: BFE323)

+852 3519 1242
nathan.zhang@dfzq.com.hk

一、利率继续上升，但收益率曲线更为陡峭。

回顾 4 月，加息预期持续上升，2 个月前市场还在争议第一次加息应该 25 个基点还是 50 个基点的问题，上一次单次会议加息 50 个基点已经是上世纪 90 年代的事情，而现在市场已经预期近期四次会议平均每次都加 50 个基点！（累计 200 个基点）但相对于 3 月的短端利率上行更多，收益率曲线呈现平坦化甚至出现倒挂，4 月则出现长端利率上行更多，收益率曲线变得更为陡峭。（图 1）

加息预期和利率的上行，主要由于“鸽派”的美联储官员的态度变得更为“鹰派”推动。鹰派官员认同加速加息并不能让市场“惊讶”，而美联储主席鲍威尔和多位原来较为“鸽派”的美联储票委，更为明确的表示应该“更快的”采取措施应对通胀，才是让市场感到“超预期”，并在 4 月多次推动利率进一步抬升。

经济数据反而变得平淡，甚至出现边际变弱的迹象。4 月 1 日公布的非农就业人数新增 43.1 万人，略低于预期的 49 万，加上此前数据上修 9.5 万人，只能说“还可以”。**4 月 12 日公布 3 月核心通胀更是低预期**，只有 0.3% 的月度环比增长，低于预期的 0.5%。主要由于二手车价格超预期的下跌而造成通胀数据低预期，二手车价格是过去一年推到通胀持续上涨的关键因素，但年初以来已经出现下行趋势，只是因为今年大宗商品大涨，工资和房租也还在上升通道，总体通胀下行趋势还不明显，但低预期的月度变化趋势导致市场开始讨论通胀是否“见顶”，通胀数据公布后，10 年期美债利率一度下行到 2.65% 的水平。

前纽约联储主席比尔·达德利（Bill Dudley）：“**如果美股不跌，美联储要让它跌。**”此番看似“激进”的言论发表于 4 月初，美股尚未明显调整之时。当时市场也有讨论为何美债利率明显上升，但美股依然维持较强的走势。达德利强调反映市场整体流动性的金融条件还比较宽松，金融调整指数（图 2）反映美国流动性水平依然高于疫情前的正常水平。加息是无法直接影响通胀的，而股票是美国居民最为重要的财富，只有股票下跌，财富效应下降，市场需求才会明显下降，才能更好的控制通胀。财富的下降，可能也更好刺激美国人去找工作，缓解现在由于劳动力供不应求推动的工资上涨趋势。

图 1: 国债收益率曲线变得更为陡峭
(3 月 31 日到 5 月 5 日变化)

债券期限	收益率 (%)	变化(bp)
1Y	1.951	35.6
2Y	2.701	36.7
3Y	2.881	36.9
5Y	2.962	50.2
7Y	3.002	57.4
10Y	2.964	62.6
20Y	3.256	65.7
30Y	3.046	59.9

数据来源：东方证券（香港），彭博

图 2: 金融条件指数（读数越低，流动性越宽松。）



数据来源：东方证券（香港），彭博

二、人民币汇率

近期人民币汇率出现较快的贬值，人民币兑美元从3月的6.32一路贬值到最近的6.65水平（图3），1个月的贬值幅度达到5%。推动人民币贬值有着多种因素：债券投资净流出，出口预期走弱和美元指数走强（日元和欧元走弱）。美元指数近期快速上行可能是触发本轮人民币贬值的一个重要技术因素。

此前中国国债利率明显高于海外债券收益率，在2020年以来出现较为明显的为了购买债券的境外资金净流入。但今年以来中国和境外货币政策出现明显的分歧，境内货币宽松，利率持续走低，而境外以美联储为代表的众多央行均收紧货币政策，提高利率，中美利差更是出现罕见的“倒挂”。因此购买债券的资金净流入从2月开始变为明显的净流出。

中国制造业在2020年疫情后快速恢复，而在世界各国因为疫情严重影响复工复产问题是，中国出口比例不降反升。但来到2022年，上海自3月以来由于疫情管控导致大量制造业停工，而更重要的是全国物流配送效率的大幅下降。产业链很多是跨省布局，需要产业链上所有企业都在保持相当水平的产出，同时物流通畅的情况下，终端产品才能顺利生产。即使让某个汽车企业复工，但是上游零件企业无法正常生产的情况下，汽车也无法生产。去年夏天Delta变种病毒全球扩散之时，美国产业链就因为洛杉矶码头堵了，集装箱无法有效使用，导致整条产业链效率大幅下降，汽车厂商为代表的产出量大幅下降。**通过有效分工和低库存高效运作的供应链，如果某个节点出现停滞，整体产业链的弹性都会显得非常脆弱。**

复工企业的产能恢复水平则是另一个需要关注的问题。即使幸运进入第一批复工名单的上海企业，也面对“捞人难”的问题，企业一般只会从低风险区域把员工召回，还需要安排点对点接送安排，回到企业后还需要有隔离观察期，生产也需要闭环进行。还在运作的物流配送线路，也需要额外增加程序和成本减少病毒传播风险，例如跨区域时可能需要“甩挂”，通过直接调运集装箱替换运送拖车。这些因素都会进一步增加供应链的成本，可能最终会反映到终端产品价格上。

图3: 美元兑人民币汇率



数据来源：东方证券（香港），彭博

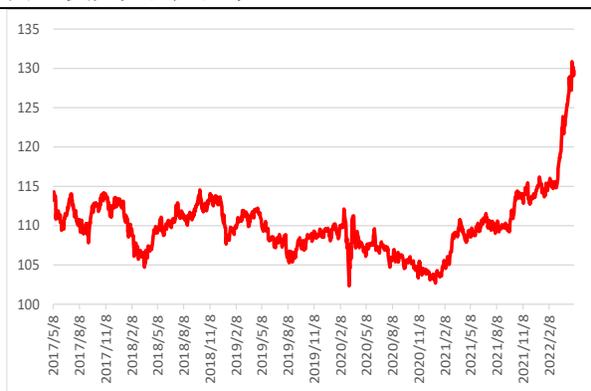
三、总结

日元贬值和日本央行在近期也成为市场焦点。日元超预期快速贬值，突破近年来的高位（图 4），日本政府官员也表示日元过快贬值影响日本经济，市场预期 4 月 28 日日本央行会议可能对于执行多年的 YCC（通过购买多期限日本国债压低利率）可能会有所松动，结果日本央行超预期的坚持 YCC，继续按照 0.25% 的利率目标购买债券，依然坚持要刺激通胀迈向 2%，在海外多国央行均明确采取收缩的鹰派政策时，日本央行坚持鸽派宽松显得有点“异类”。

但是，如果理解日本历史和政府分工，日本央行近期超预期的操作可能是“正常的”。日本在 90 年代初面对房地产泡沫爆破和严重的经济衰退，经济还没完全恢复有迎来了 1997 年亚洲金融危机，当年央行采取了较为宽松的货币政策，但是后来经济有点恢复就学美联储开始加息，结果日本经济持续低迷。事后总结认为日本当年过早退出货币政策，现任日本央行行长黑田东彦 2013 年上任时的明确目标，就是通过宽松的货币政策刺激长期低迷的通胀。现在是达到“2% 通胀目标”的最佳时刻，预计明年初卸任的行长可能也不想轻易放过这个创造历史的机会。

另外，不同于其他国家央行一般有干预外汇的职责，日本干预外汇市场的权限属于政府，而不是央行。因此央行行长历来对于外汇观点的表达都非常谨慎，甚至有时故意避免评论汇率相关问题。既然调控日元汇率不是央行职责，央行也没有明确责任去“保护”贬值过快的日元。

图 4: 美元兑日元汇率



数据来源: 东方证券(香港), 彭博

分析员核证

分析员，张楠，主要负责拟备本报告并谨此声明—

- (1) 本报告所表达之意见均准确反映分析员对所述公司(等)/证券之个人见解；
- (2) 分析员之补偿与本报告的推荐或意见或投资银行部并没有直接或间接的关系；
- (3) 分析员不是直接或间接地受投资银行部监管或隶属于投资银行部；
- (4) 分析员就报告中论述的公司(等)/证券，根据证监会操守准则第16.5(g)段，并没有违反安静期限制；
- (5) 分析员及其有联系者没有曾在发表本报告之前的30天内进行交易或买卖涉及本报告所论述的公司(等)/证券；
- (6) 分析员及其有联系者并没有在任何与报告中论述的公司(等)中担任高级人员；
- (7) 分析员及其有联系者并没有拥有研究报告内所论述股份的任何财务权益。

东方证券评级含义

买入—描述了我们预期在未来12个月内将提供>10%的总回报的股票。

增持—描述了我们预期在未来12个月内将提供>0%的总回报的股票。

持有—描述了我们预期在未来12个月内将提供-20%至20%的总回报的股票。

卖出—描述了我们预期在未来12个月内将提供<0%的总回报的股票。

重要披露及免责声明

东方证券(香港)有限公司可能与报告中论述的公司(等)拥有或正寻求业务关系。因此投资者应留意报告的客观性可能受潜在的利益冲突所影响。在进行投资决定时，投资者应视本报告为其中一个参考因素。

东方证券(香港)有限公司及其附属公司、要员、董事及雇员在任何时间可能持有本报告所提及之任何证券、认股证、期货、期权、衍生产品或其他金融工具的长仓或短仓。东方证券(香港)有限公司或其集团公司可能持有相等于或高于本报告所评论之公司的市场资本值、已发行股本或已发行单位的1%的财务权益。

东方证券(香港)有限公司或东方证券(香港)有限公司任何其他成员在任何情况下，均不会就由于任何第三方在依赖本报告内容时之作为或不作为而导致任何类型之损失（无论是直接、间接、随之而来或附带者），负上法律责任或具有任何责任。

本报告内容或意见仅供参考之用途，并不构成任何买入或沽出证券或其他金融产品之要约。本报告并无顾虑任何特定投资者之特定投资目标、财务状况、或风险承受程度，投资者在进行任何投资前，必须对其投资进行独立判断或在需要时寻求独立专业意见。东方证券(香港)有限公司不保证执行此报告提及的投资产品或金融工具的交易。

虽然本报告资料来自或编写自东方证券(香港)有限公司相信是可靠之来源，惟东方证券(香港)有限公司并不明示或暗示地声明或保证任何该等资料之准确性、完整性或可靠性。本报告内所提及之价格仅供参考之用途，投资产品之价值及收入可能会浮动，包括受汇率、市场指数、有关公司相关数据或其他因素而变动。本报告内容或意见可随时更改，东方证券(香港)有限公司并不承诺提供任何有关变更之通知。证券过去的表现不可作为未来表现的指标，同时未来回报是不能保证的，你可能蒙受所有最初存入资金的损失。

东方证券(香港)有限公司可发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表东方证券(香港)有限公司或者附属机构的观点。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

任何在香港以外的国家或地区进行/执行之投资产品或金融工具的交易，将受有关当局/当地之相关法律/法规及监管机构的管辖，本报告的发表单位及分析员并不受有关当局/当地的所有披露要求或法规管辖。

未经东方证券(香港)有限公司事先书面授权，任何人不得为任何目的复制、分发、转发、发表此报告，东方证券(香港)有限公司保留一切权利。

在过去12个月，东方证券(香港)有限公司及其公司集团与本研究报告所述公司并无投资银行业务关系。

本研究报告仅为东方证券(香港)有限公司的客户的信息。