

经济衰退担忧上升，利率下降。

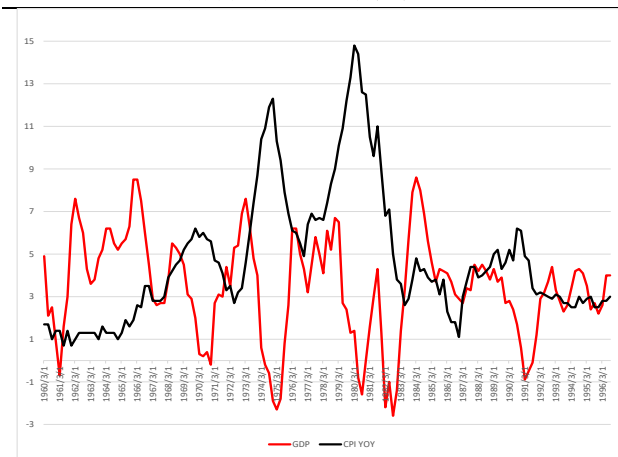
——海外宏观每月观察（2022 年 6 月）

5 月 4 日的 FOMC 会议虽然符合预期的加息 50 个基点，但回顾 5 月利率，美国国债收益率反而出现普遍回落，2 年到 10 年主要期限国债利率下降 10 个基点左右。为何美联储加息，利率反而下降？

经济衰退担忧是推动利率下行的关键因素。5 月有多家重要上市公司（如沃尔玛、亚马逊等）公布业绩大幅低预期，结合此前利率已经明显上升，以及美联储坚定的“加息以控制通胀”态度，市场担心当前美国经济的韧性能否经受得住加息的考验，引发股票市场出现较大幅度的下跌。

根据上世纪七十年代的经验（图 1），为了控制高通胀而加息，最终结局很可能就是经济衰退的“硬着陆”。市场预期经济强度不足以承受美联储过多的加息，较快的加息周期可能会更早的结束。因此远期的加息预期出现明显的下降，先是 10 年期收益率有所回调，随后中短久期债券收益率也出现下降。

图 1: 通过加息控制通胀，结果往往是经济出现衰退。



数据来源：东方证券（香港），彭博

张楠 (SFC CE: BFE323)

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

一、经济衰退担忧的上升

鲍威尔在 5 月 FOMC 会议上，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。但近期越来越多信号显示，经济正在减速，市场担忧“硬着落”的情绪明显上升。

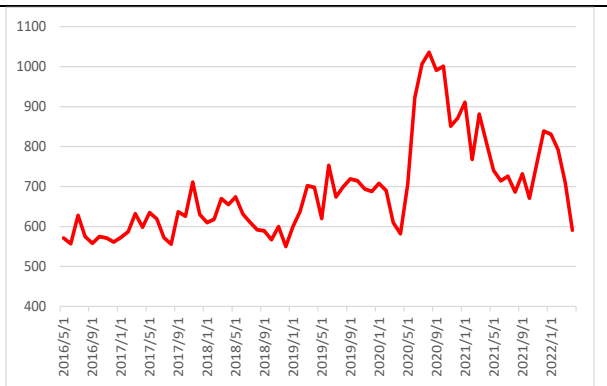
除了反应市场情绪的股市，房屋销售数据是一个值得关注的反映美国经济韧性的数据。5 月 24 日公布的 4 月房屋销售只有 59.1 万（图 2），大幅低于预期的 75 万，月度环比大幅下跌 16.6%（预期下跌 1.7%）。房屋销售会直接受到今年大幅上升的贷款利率影响以及近两年大幅上升的房价影响，而房屋销售如果持续下降，对经济整体影响会比较大，08 年金融危机就是由 06 年开始见顶回落房价逐步触发的。

然而，在房屋低库存的支持下，总体房屋销售价格还有所上升。因为疫情以来木材的建房材料价格较高，美国招人困难，劳动力价格高企也等综合因素导致房屋建造速度没有很好的赶上房屋销售速度。但是，美国部分在疫情期间房价涨幅较大城市，已经出现明显的价格回调，例如众多科技企业所在的三藩市湾区。

推动通胀上行的关键因素，“招人难”的劳动力市场，近期也看到松动的迹象。虽然招聘需求依然大幅高于失业人数，但相当部分的龙头企业，在近期已经表示停止或者减慢招聘，尤其过去两年受益于疫情居家潮流的互联网、科技企业，最近业绩回调，招聘减少的迹象更为明显。商品销售龙头企业如沃尔玛、Target 的业绩也低预期，工资上升导致成本上升，利润下降是主要推手。高物价同时也影响了消费者的消费信心，当前高通胀可能也使名义经济数据有某程度的“高估”。

另外，加息周期才刚开始，不宜过早低估加息冲击，短端利率还有较大上升空间，长端利率也可能再次冲高。本轮加息周期才加息 2 次，现在联邦目标利率上限也只有 1%，市场暂时还预期加息终点可能在 3-4% 的范围，对于短端利率未来可能还有 200-300 个基点的上升空间，潜在上升幅度还比较大。缩表冲击的不确定性也很大，这是首次在快速加息的同时进行缩表，最终如何影响依然是未知数。

图 2: NHS 新屋销售



数据来源：东方证券（香港），彭博

二、中期选举

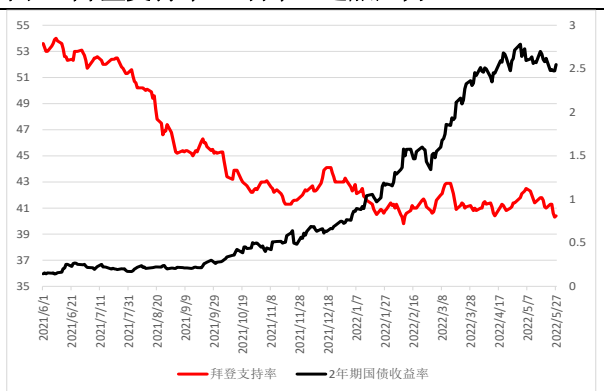
今年 11 月，美国将迎来国会中期选举，本次选举可能将明显改变当前美国政坛格局。2 年前的总统和国会选举，民主党超预期表现，实现“蓝色横扫”，同时获得总统和国会选举的胜利，得以最大程度的按照民主党和总统想法推行政策。然而，随着多项施政效果不如预期，尤其不断攀升的通胀，已经导致拜登（图 3）和民主党的支持率大幅下降，民主党在中期选举大概率会损失席位。

民主党失去众议院或者参议院的控制权，是现在市场的基准情形假设。美国国会由参众两院组成，每两年就会改选部分席位，两年前的总统选举同时也进行了部分国会议席的选举，而今年则只有国会议席选举，一般称为“中期选举”。而民主党这次失去众议院的概率要大于参议院，只是因为今年参议院改选的席位更多由共和党议员拥有。如果民主党失去国会控制权，那会产生怎样的影响？

首先，分裂国会会让通过更多财政刺激更为困难，当前经济增长已经减速，更小的财政刺激可能会导致更大概率进入经济衰退。民主党没法控制国会，在具有争议性的议题如加强加密货币和金融科技监管可能更难通过，这对传统银行业不利。民主党更为支持的绿色能源行业，获得的税收等支持估计也会减少。但另一方面，如果共和党获得更大的影响力，会更好阻止加税，也会减少医药行业和烟草监管，这样对相关行业也会是利好。现在油价高企的背景下，共和党来推动传统化石能源行业的投资，也应该会比民主党更为积极。

2 年前总统选举时的点票争议，这次国会中期选举可能会再次出现。由于本次选举依然允许较多的邮寄投票，而民主共和两党在很多席位竞争激烈，还有特朗普支持的国会议员积极参加选举，选举当天要尽快完成点票公布结果难度比较大，可能会再次出现延迟结果公布的情况，结果延迟意味着市场面对的不确定性和波动可能会更大。

图 3: 拜登支持率 vs 利率（通胀压力）



数据来源: 东方证券（香港），彭博

三、总结

如果认为利率从现在开始就见顶回落，那可能是过于乐观了，未来的市场波动会更为复杂。一方面，由于经济开始减速，工业类大宗商品价格已经开始看到从高位回落，包括去年高企的半导体芯片价格也明显回落。但另一方面，俄乌战争尚未结束，粮食价格高企可能会造成严重后果，中国疫情防控对全球供应链价格的影响也还没完全显现。需求端和供应端同时发生较大的变化，最后的波动状态不会像过去两年较为简单的往上或往下趋势。

美国解决通胀的困难程度预计比较大，现在美国经济还处于较为“景气”的水平，市场可以某程度承担加息的成本。但如果经济超预期减速，而且减速后的通胀由可能于高企的工资以及房租而维持高位，美联储的政策空间就变得非常有限了。80年代以来之所以可以实现“软着陆”，是因为通胀处于长期下降趋势，当面对经济减速，美联储可以停止加息，甚至采取减息来应付，因此有“格里斯潘看跌期权”或者“美联储看跌期权”来拯救股市的说法。但如果在面对高通胀的同时遇到经济减速，美联储可能就无法通过减息刺激经济，70年代的教训是通胀还没控制前，如果减息刺激，可能会导致通胀进一步失控，美联储未来可能将会面对控制通胀还是挽救经济的“两难困境”。

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。