

宏观点评 20230322

美联储：“躺”还是“卷”？

2023年03月22日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书：S0600523010001

shaox@dwzq.com.cn

相关研究

《消费的“心(新)病”：量价齐跌的汽车——周度高频数据跟踪》

2023-03-21

《金融工委 2.0，这次有何不同？》

2023-03-18

■ 硅谷银行事件爆发以来，市场不断交易 3 月停止加息的逻辑，“倒逼”联储在 3 月“暂停行动”（图 1）。本次会议联储政策预测将是“控风险与抗通胀”的平衡。而市场解读此次会议是“鹰”还是“鸽”则取决于会上更侧重于金融风险 and 价格稳定的哪一方。

■ 我们认为当下流动性危机蔓延有限、但通胀风险仍旧维持高位。本次会议的核心关注点将有以下三个：

■ 一、美联储是淡化还是担心流动性风险。既有的流动性工具虽缓解了美国银行业危机，但风险的蔓延是否会二次传导？会议将承认风险有限蔓延，但强调联储愿意使用所有可用的工具来确保银行系统的稳健性。

■ 二、2 月以来经济数据超预期是否意味着抗通胀的斗争远未结束。经济数据强于市场预期暗示通胀再次提速的风险，在出现流动性危机之前，市场已经开始定价加息 50bp（图 2、3）。会议或将替代此前“通胀有所放缓但仍处于高位”的评论，转为“通胀依然高企”，显示通胀的顽固。

■ 三、让步加息 25bp 是“一次性”的，年内利率峰值不会低于 5.5%，2024 年首次降息时间推后。由于通胀加剧的上行风险，我们预计 3 月点阵图相较于去年 12 月会继续上修。且通胀粘性将推迟 2024 年首次降息的时间（图 4、5）。

■ 不一样的“卷”，美联储的“YCC”政策。尽管我们认为 3 月美联储心中的天平会更偏向于抗通胀，但是随着加息进入“深水区”，金融稳定也会成为重要的制约因素，既要又要可能使得美联储更加重视长端利率的变化，进入类似日本央行收益率控制的状态：

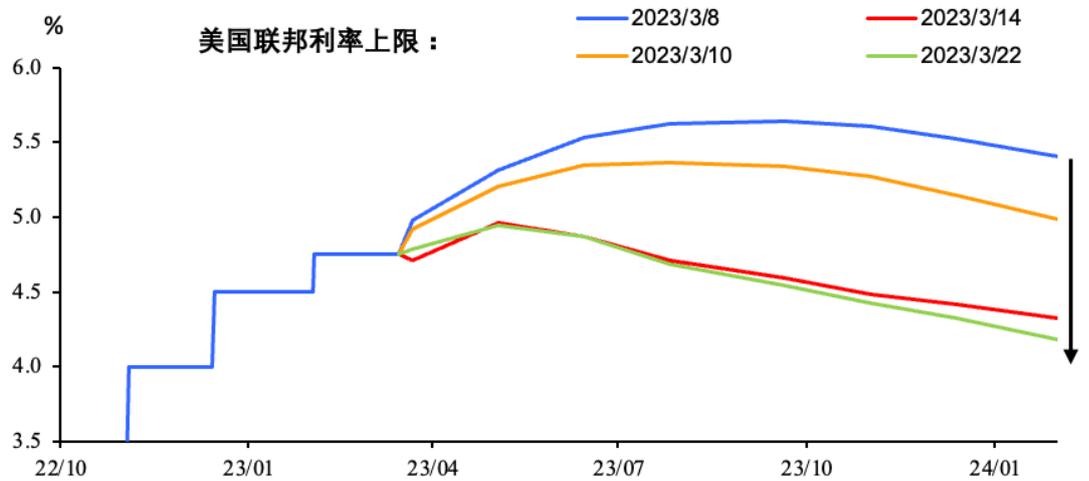
抗通胀设置了美债收益率的下限。面对粘性十足的高通胀，美联储不希望长端美债收益率在转向预期下跌幅过大，导致金融条件转向宽松：一方面这往往会导致美元走弱，另一方面由于美股受分母端（PE）的影响更大，美债收益率的下跌会带来美股反弹。参考过去半年的经验，往往在 10 年期美债跌至 3.3%—3.4% 之间时，就业、通胀数据以及美联储官员的“嘴炮”就会纷至沓来，进行“托底式”预期矫正（图 6）。

防风险让 4% 成为美债收益率的警戒线。同时不得不承认的是美国金融体系的脆弱性在高利率下不断暴露，从去年第四季度开始，每当 10 年期美债收益率站上 4%，美国金融体系总会“暴雷”：从 2022 年 10 月至 11 月的数字货币交易平台 FTX，到 2023 年 3 年的硅谷银行事件。

除此之外，防止长端利率大幅上涨也是稳定市场信心的重要举措。根据美国存款保险公司的数据，截至 2022 年第四季度美国银行业账面未兑现损失超过 6200 亿美元，尽管这并不代表实际损失，但利率大幅上涨导致账面损失扩大依旧会成为市场恐慌的重要“源泉”（图 7）。

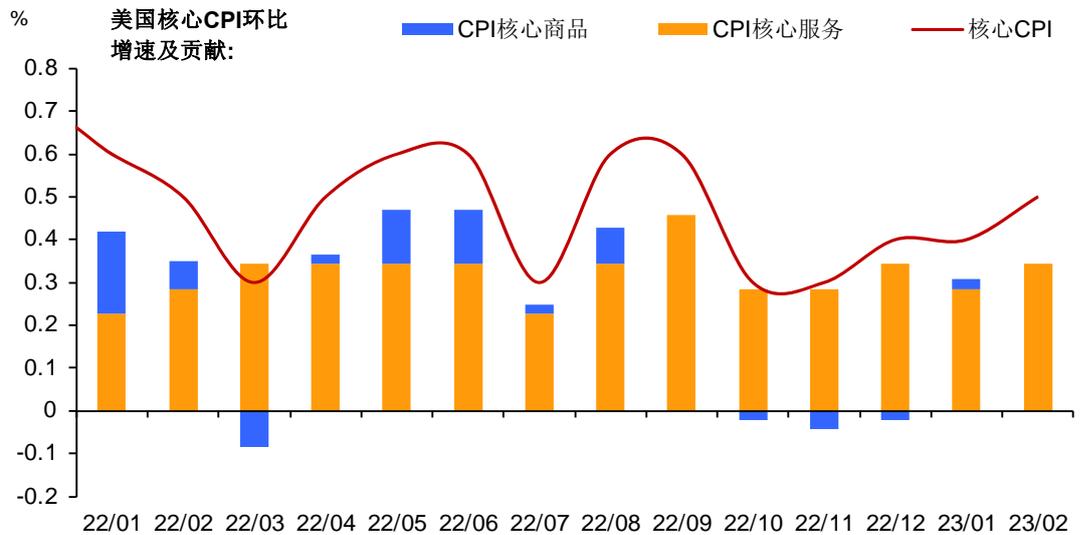
■ 风险提示：新冠病毒变异导致疫苗失效，确诊病例大爆发导致美国经济重回封锁；俄乌局势失控造成大宗商品价格剧烈波动。

图1: 市场不断下调利率终端预测



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图2: 美国核心商品及核心服务贡献



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

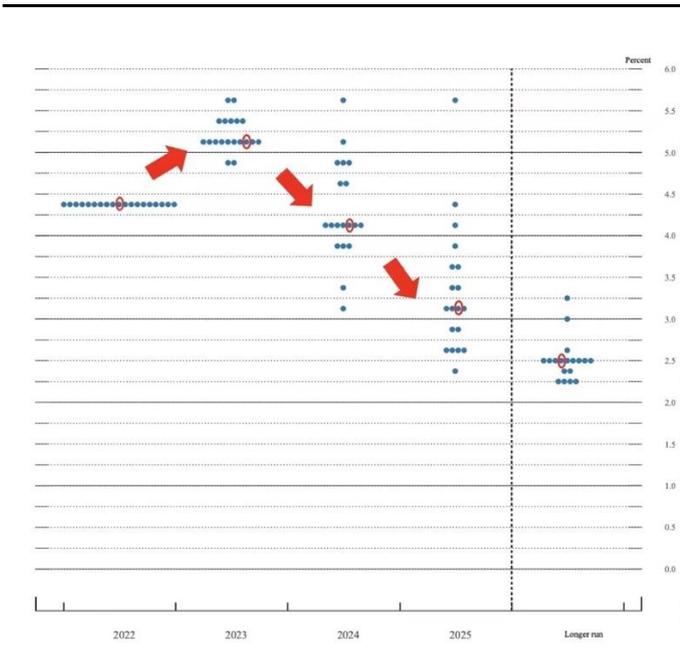
图3: 美国劳动力市场总览

		平均薪资增速同比 (%)	当前就业 (百万人)	疫情前就业 (百万人)	相较疫情前就业 (%)	当前职位空缺率 (%)	疫情前平均职位空缺率 (%)	当前职位空缺率 vs 疫情前平均水平倍数	相较平均水平裁员	就业占比 (%)
	总计	4.6	132.9	128.6	3.3	6.9	3.8	1.8	低	83.3
商品、供应链及IT业	采矿业	4.4	0.6	0.7	-11.7	5.9	2.6	2.3	低	0.5
	建筑业	5.3	7.9	7.5	5.2	3.0	2.5	1.2	低	6.0
	制造业	3.7	13.0	12.8	1.4	5.8	2.6	2.2	低	9.8
	运输仓储业	4.7	6.7	5.7	17.3	5.9	3.3	1.8	正常	5.0
	信息业	5.5	3.1	2.9	6.9	4.4	3.7	1.2	正常	2.3
服务业	金融业	4.7	9.1	8.8	3.6	5.3	3.5	1.5	低	6.9
	专业和商业服务	4.8	22.9	21.4	7.2	8.7	3.5	2.5	低	17.2
	教育和医疗服务	4.3	25.0	24.3	3.0	7.7	4.3	1.8	低	18.8
	休闲和酒店	6.9	16.5	16.6	-0.5	9.5	4.5	2.1	低	12.4
	其他服务业	4.1	5.8	5.9	-1.3	6.1	3.4	1.8	低	4.4

注: 数据均截止至 2023/02, 疫情前就业选取时间区间为 2019/02-2020/02; 平均职位空缺率的时间区间选取为 2001/03-2023/01。

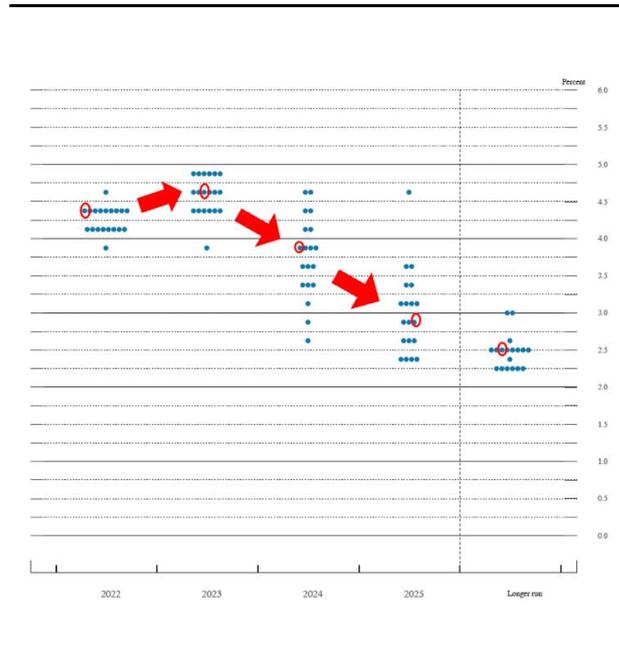
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 2022年12月点阵图



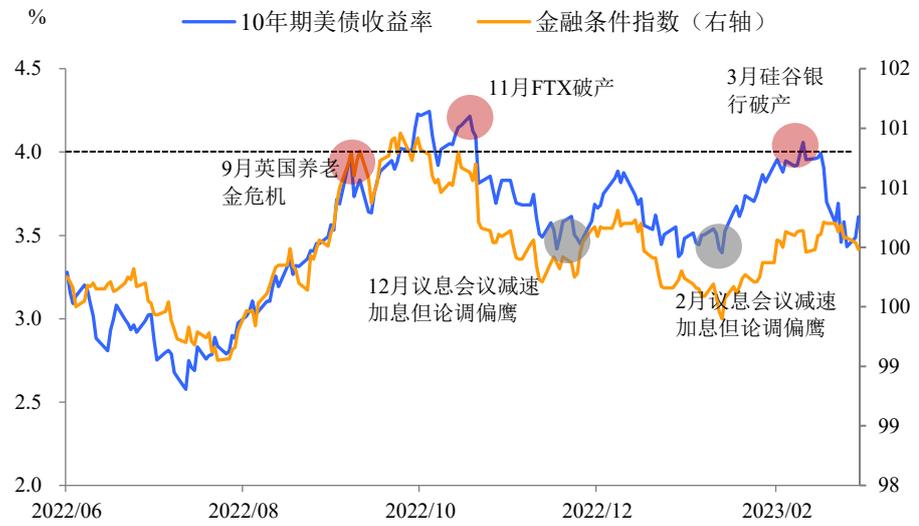
数据来源: 美联储, 东吴证券研究所

图5: 2022年9月点阵图



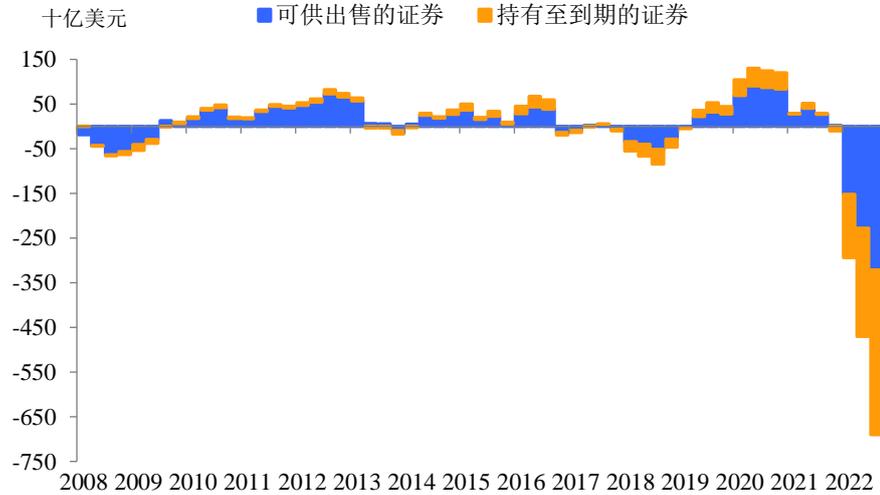
数据来源: 美联储, 东吴证券研究所

图6: 10年期美债会进入YCC阶段吗?



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图7: 美国银行业的账面未实现证券投资损失



数据来源: FDIC, 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>

