

美联储：“躺”还是“卷”？

2023年04月12日

- 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 月的硅谷银行事件。

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。

分析师
陈睿彬

(852) 3982 3212

chenrobin@dwzq.com.hk

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》

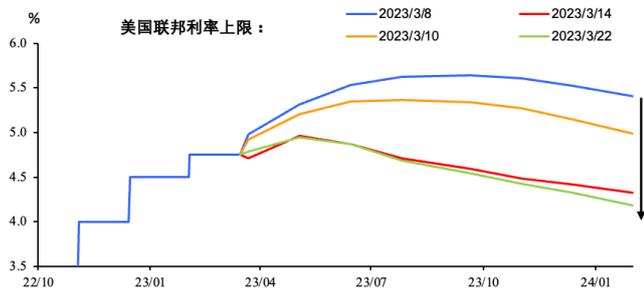
2023-03-21

《金融工委 2.0，这次有何不同？》

2023-03-18

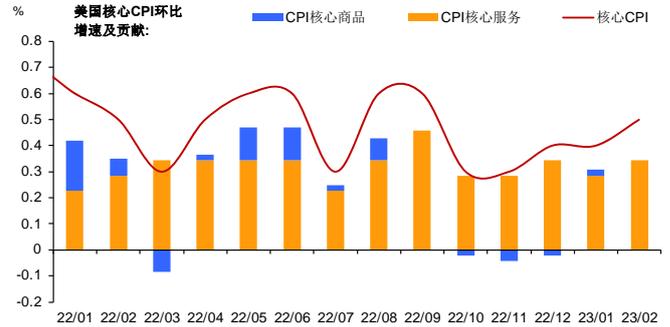
特此致谢东吴证券研究所对本报告专业研究和分析的支持，尤其感谢陶川和邵翔的指导。

图1: 市场不断下调利率终端预测



数据来源: Bloomberg, 东吴证券(香港)

图2: 美国核心商品及核心服务贡献



数据来源: Bloomberg, 东吴证券(香港)

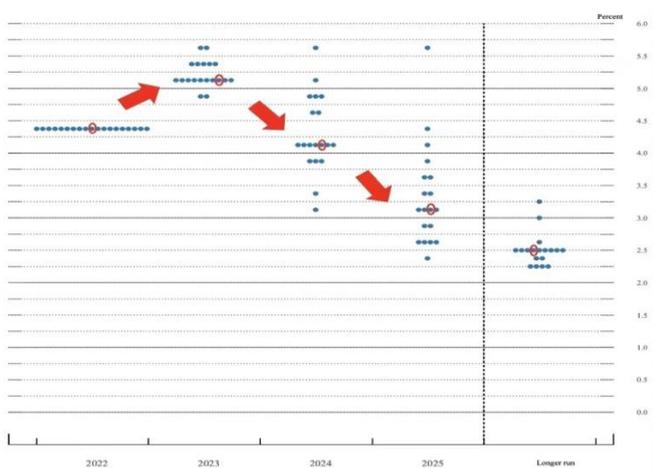
图3: 美国劳动力市场总览

		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。

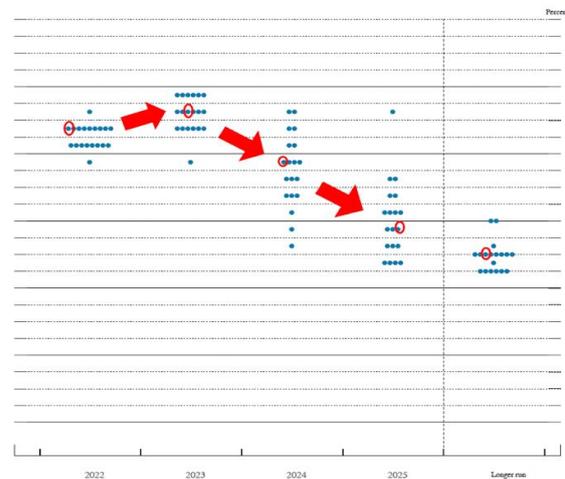
数据来源: Wind, 东吴证券(香港)

图4: 2022年12月点阵图



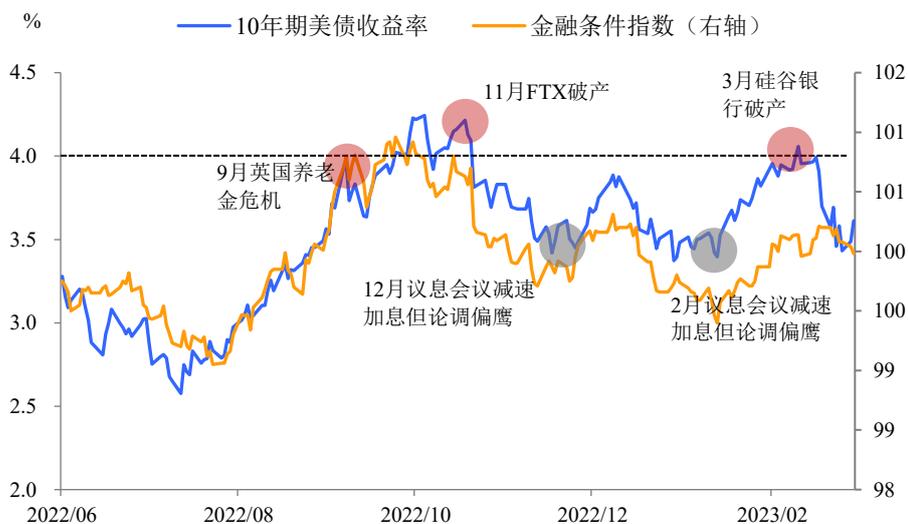
数据来源: 美联储, 东吴证券(香港)

图5: 2022年9月点阵图



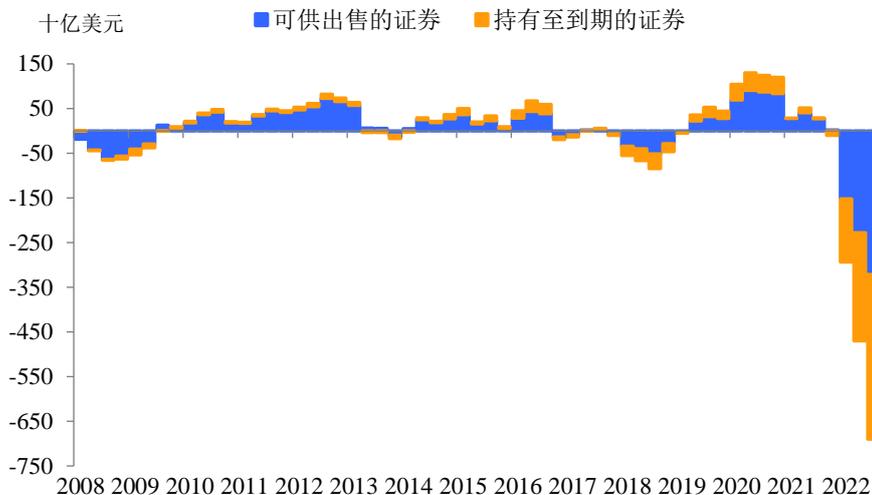
数据来源: 美联储, 东吴证券(香港)

图6: 10年期美债会进入YCC阶段吗?



数据来源: Bloomberg, 东吴证券(香港)

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(香港)

分析师声明:

本人以勤勉、独立客观之态度出具本报告，报告所载所有观点均准确反映本人对于所述证券或发行人之个人观点；本人于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与本人薪酬无关。过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

利益披露事项:

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金并不与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

研究分析员或其联系人并未从事其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

研究分析员或其联系人并未担任其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

东吴证券国际经纪有限公司（下称「东吴证券国际」或「本公司」）或其集团公司并未持有本报告所评论的发行人的市场资本值的 1% 或以上的财务权益。

东吴证券国际或其集团公司并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

东吴证券国际或其集团公司与报告中提到的公司在最近的 12 个月内没有任何投资银行业务关系。

东吴证券国际或其集团公司或编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

免责声明

本报告由东吴证券国际编写，仅供东吴证券国际的客户使用，本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告，收件人并非本报告的目标发送对象。本研究报告的编制仅供一般刊发，并不考虑接收本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况、投资目标及特别需求，亦非拟向有意投资者作出特定证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的建议。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。本报告应受香港法律管辖并据其解释。

本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源，但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证（不论明示或默示），于法律及/或法规准许情况下，东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。

本报告所发表之意见及预测为于本报告日的判断，并可予更改而毋须事前通知。除另有说明外，本报告所引用的任何业绩数据均代表过往表现，过往表现亦不应作为日后表现的可靠预示。在不同时期，东吴证券国际可能基于不同假设、观点及分析方法发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。分析中所做的预测收益可能基于相应的假设，任何假设的改变可能会对本报告预测收益产生重大影响，东吴证券国际并不承诺或保证任何预测收益一定会实现。

东吴证券国际的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面表达与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观

点，本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。东吴证券国际及其集团公司的各业务部门，如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时，其所作出的投资决策可能与本报告所述观点并不一致。

本报告及其所载内容均属机密，仅限指定收件人阅览。本报告版权归东吴证券国际所有，未经本公司同意，不得以任何方式复制、分发或使用本报告中的任何资料。本报告仅作参考用途，任何部分不得在任何司法管辖权下的地方解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券、投资产品、交易策略或其他金融工具。东吴证券国际毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任，损害或损失。

特别声明

东吴证券国际可能在法律准许的情况下参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易，也可能为有关发行人提供投资银行业务服务或招揽业务，及/或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。阁下应考虑到东吴证券国际及/或其相关人员可能存在影响本报告及所载观点客观性的潜在利益冲突，请勿将本报告视为投资或其他决策的唯一信赖依据。

本报告及其所载信息并非针对或意图发送给任何就分派、刊发、可得到或使用此报告而导致东吴证券国际违反当地法律或规例或可致使东吴证券国际受制于相关法律或规例的任何地区、国家或其他司法管辖区域的公民或居民。接收者须自行确保使用本报告符合当地的法律及规例。

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。

东吴证券国际经纪有限公司

Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong

香港皇后大道东 1 号太古广场 3 座 17 楼

Tel 电话：(852) 3983 0888(公司) (852) 3983 0808 (客户服务)

公司网址：<http://www.dwzq.com.hk/>

