

联储重申鸽派立场但难阻收益率上行

华泰研究

2021年3月18日 | 中国内地

动态点评

研究员

SAC No. S0570517080002

SFC No. BQK711

朱洵

zhuxun@htsc.com

+86-21-28972070

研究员

SAC No. S0570520100005

SFC No. AMH263

易垣

evayi@htsc.com

北京时间3月18日凌晨,美联储3月议息维持基准利率和每月至少购买800亿美元国债&400亿美元MBS的购债指引不变,我们认为符合市场预期;点阵图显示联储官员对明后年加息的预期有所上升。联储本次将2021/2022年GDP增速预测分别上调至6.5%(+2.3pct)、3.3%(+0.1pct),将2021/2022年核心PCE预测分别上调至2.2%(+0.4pct)、2.0%(+0.1pct)(括号内为相对上次议息的上调幅度)。我们认为,尽管鲍威尔重申不会过早收紧货币政策、锚定了短时间不会加息的预期,但联储在上调增长和通胀预期值的同时,却并未给出将以更强力度购债的指引,或难以阻止2年以上期限的美债收益率短期内继续上行(较目前点位)。美国10年期国债收益率在议息决议后小幅震荡,收于1.65%。

本次议息点阵图最主要的变化在于,预期2023年底前加息一次或多次的官员人数明显上升;多达5位官员预计2024年之前加息三次及以上,而去年12月议息时,只有一位官员有此预期。202103议息点阵图显示,预期2022年就开始加息的官员有4人,较202012增加3人;预期2023年底前加息两次/三次/四次的官员分别有1人、3人、2人,而202012议息时投该项目的官员分别为1人、0人和1人。尽管短时间内基准利率大概率维持现状,但随着增长通胀态势持续转好,加息预期或仍将更加明确。

我们认为,在联储进一步明确通胀目标对政策退出路径的影响之前,市场仍可能担心未来流动性过快收紧的风险。今年Q1,疫苗接种推进顺利、服务业逐渐重启,叠加财政刺激规模超预期。尽管措辞仍较谨慎,但联储也“不得不”上调增长和通胀率的预期值。鲍威尔重申放宽对通胀短期上行的容忍度,在政策收紧前“需要看到实际的通胀指标(而非预期)持续超过2%”;仍提及就业市场改善“冷热不均”的问题。无独有偶,此前美财长耶伦也反复提出“通胀风险很小且可控”。截至2月份,美国失业率(6.2%)及核心PCE(同比+1.5%)暂未达到联储的目标区间,但我们认为在大体量财政刺激及服务业价格修复等因素影响下,核心PCE上行压力仍可能在未来2~3个季度更明显体现。届时通胀环境或将更加接近鲍威尔提出的合意情形。

联储未明确回应市场关心的“长端国债收益率加速上行”议题,未承诺实施扭转操作;维持购债指引不变,“直到就业与通胀目标取得实际进展为止”。近期美债利率曲线加速走陡,市场预期联储明确告知何种情形下可能调整购债计划,但联储3月议息仍“没有表态”,我们认为弱于市场预期。我们认为联储实施扭转操作、控制利率曲线的难度较大。一是届时短端利率可能上行较快;二是从201109~201212的操作实践来看,在“买长卖短”的操作结束后,长端利率随即快速反弹。在经济基本面向好的背景下,联储关于QE退出的谨慎措辞可能无法阻挡美债名义利率正常化的进程(回到疫情前水平)。

美联储今年3月前两周净增持美债444亿美元,折算成全月,与1月的772亿美元、2月的785亿美元相去不大,暂未明显增加购债规模。加快购债有助于缓解无风险收益率短期过快上行的担忧,但一是可能提升中期通胀水平,二是可能形成路径依赖,在未来政策退出时产生更大冲击。往前看,大体量财政刺激需要发行更大规模的债券融资,而今年主要央行的扩表规模或都将较去年缩量。我们认为,短期内美债长端利率调整尚未结束、或仍将继续较快上行,但长期来看,无风险利率水平受资本回报率的制约,不会一直上行。

风险提示:疫苗量产应用和疫情的不确定性、美国经济复苏弱于预期。

图表1: FED 2020年12月, 2021年1月, 以及2021年3月议息会议, 对经济活动表述和展望的对比
近三次FOMC会议表述对比

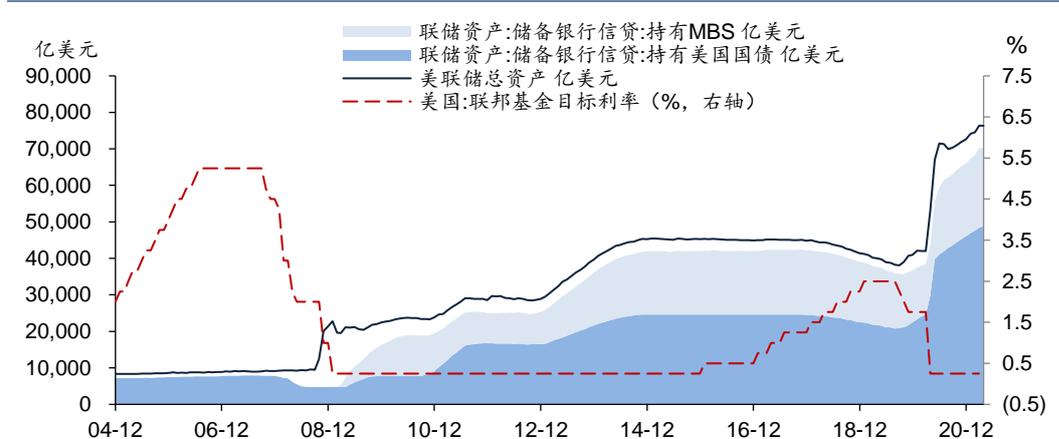
2020年12月FOMC表述	2021年1月FOMC表述	2021年3月FOMC 表述	总结
美国经济活动和就业 <u>继续复苏</u> , 但仍远低于年初的水平	美国经济活动和就业 <u>温和复苏</u> , 疲软集中在最受疫情负面影响的行业	美国经济活动和就业温和复苏, 经济活动与就业指标最近回升, 疲软集中在最受疫情负面影响的行业	增加了“经济指标最近回升”的表述
需求疲软和 <u>先前油价下跌</u> 拉低通胀水平	需求疲软和 <u>先前油价下跌</u> 拉低通胀水平	通胀继续低于2%	维持对短期通胀的容忍度
保持货币宽松, 使用各种工具来支持美国经济	保持货币宽松, 使用各种工具来支持美国经济	保持货币宽松, 使用各种工具来支持美国经济	QE短期不会退出, 退出前会做充分沟通
经济复苏的路径取决于疫情状况, 疫情不仅影响短期的经济活动、就业和通胀, 也对中期的经济展望产生一定风险	经济复苏的路径取决于疫情状况和 <u>疫苗接种进程</u> , 疫情不仅影响经济活动、就业和通胀, 也对经济展望产生一定风险	经济复苏的路径取决于疫情状况和 <u>疫苗接种进程</u> , 疫情不仅影响经济活动、就业和通胀, 也对经济展望产生一定风险	无变化

资料来源: FOMC, 华泰研究

图表2: 联储上调了未来经济增长、通胀预测值

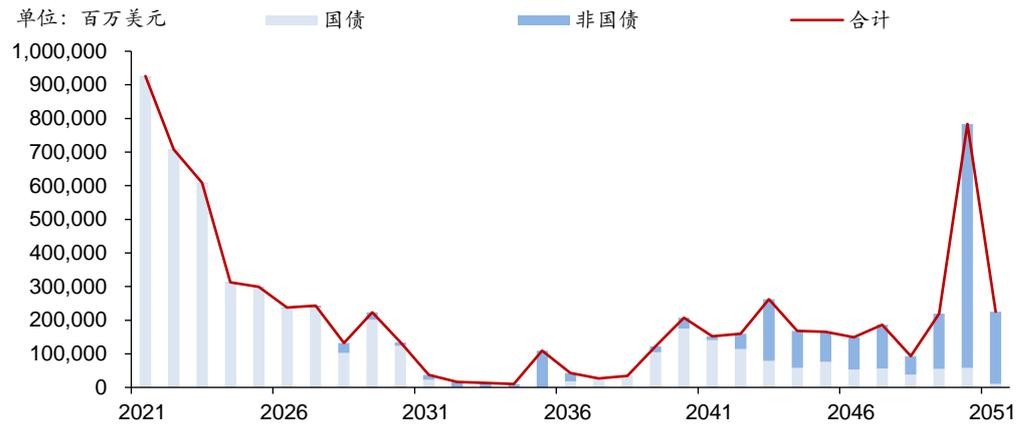
指标	时间	2020年12月议息预测值	2021年3月议息预测值
GDP 增速	2021	4.2%	6.5%
	2022	3.2%	3.3%
	2023	2.4%	2.2%
	2024 及之后	1.8%	1.8%
核心 PCE	2021	1.8%	2.2%
	2022	1.9%	2.0%
	2023	2.0%	2.1%
失业率	2021	5.0%	4.5%
	2022	4.2%	3.9%
	2023	3.7%	3.5%
	2024 及之后	4.1%	4.0%

资料来源: Wind, FOMC, 华泰研究

图表3: 联储维持稳定的 QE 购债计划


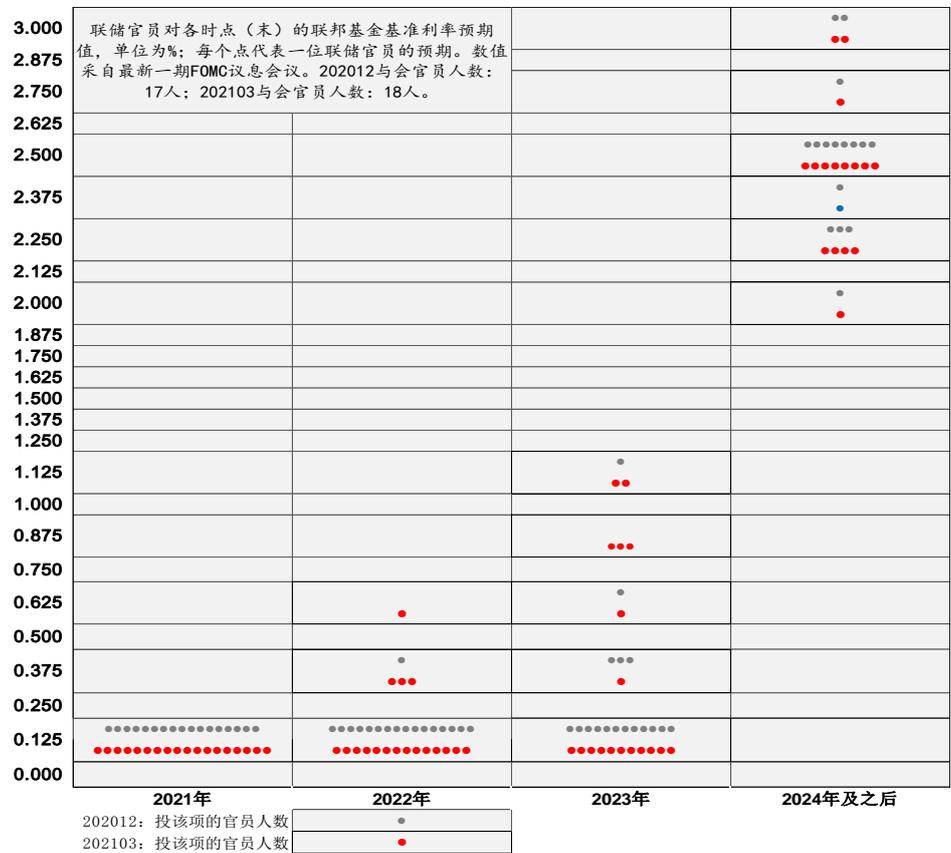
资料来源: Wind, 华泰研究

图表4： 联储已购债券的期限分布呈哑铃型，国债以10年内到期的为主，非国债的债券则以更晚到期为主



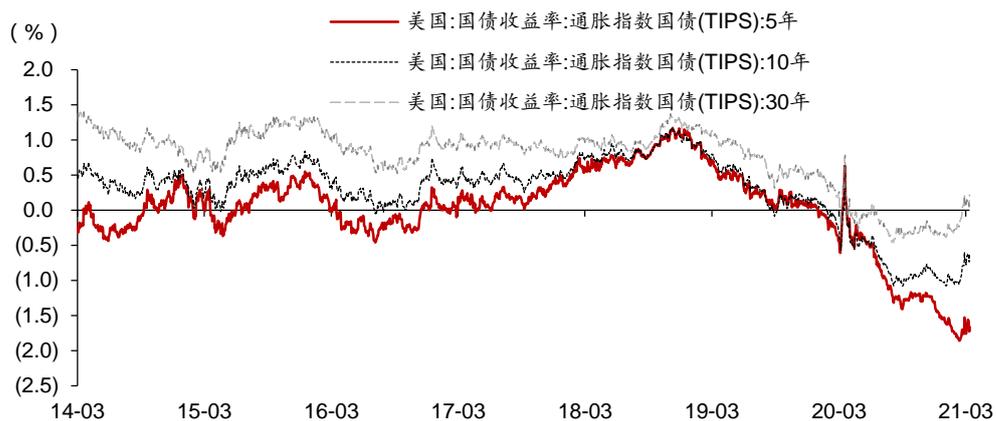
资料来源：Wind，华泰研究

图表5： 3月FOMC点阵图：预计2023年底前加息的联储官员人数上升



资料来源：FOMC，华泰研究

图表6： 实际利率有所上行，但相较 2019-2020 上半年仍在低位



资料来源：Wind，华泰研究

风险提示

疫苗量产应用和疫苗变种毒株的不确定性、美国经济复苏弱于预期。

免责声明

分析师声明

本人，朱洵、易垭，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_17387

