美联储谨慎而乐观的非对称调整

蔡瑞，CFA
策略分析师
carl_cai@spdbi.com
(852) 2808 6437

王彦臣，PhD
宏观分析师
yannson_wang@spdbi.com
(852) 2808 6440

林琰
研究部主管
sharon_lam@spdbi.com
(852) 2808 6438

2021 年 3 月 18 日

相关报告：

《SPDBI 全球央行观察：美债收益率或仍将上行，但斜率料将平缓》（2021-03-12）

《策略简评：港股首增印花税的影响及后市展望》（2021-02-25）

《策略简评：南下资金爆发的背后》（2021-01-19）

FOMC 背景

2021 年 3 月 17 日，美联储召开 3 月 FOMC 会议。此次会议备受关注。在疫苗推广带动经济重启、通胀预期回升叠加未来的财政刺激等一系列因素驱动下，美债收益率连续上行，10 年期美债收益率近期连续飙升，自 2020 年 12 月份不足 1%一路升至目前超过 1.6%，回到疫情前 2020 年一月的水平。美债收益率一路上行，也带动了包括 A 股、港股在内的全球资本市场近期波动加剧。因此，3 月的 FOMC 会议显得格外重要。认真领会、把握美联储的政策意图可以更好地应对股、债、汇等市场的波动。

3 月 FOMC 决策主要内容

- **美联储大幅调高经济预期。**其中 2021 年实际 GDP 增速将创 1984 年以来新高。
- **美联储利率预期微升，但仍维持 2024 年之前不加息预期。**
- **继续维持 QE 直至达到最大限度就业和 2%的通胀目标。**美联储继续维持每月 800 亿美元以及 400 亿 MBS 资产购买速度，鲍威尔再次向市场强调在进行 QE 退出前会提早与市场进行充分沟通。

大幅上调经济预期

美联储全方位上调包括实际 GDP、PCE 通胀、核心 PCE 通胀在内的经济数据，并且明显下调失业率预期。

实际 GDP 增速预期尤为亮眼。美联储对 2021 年美国实际 GDP 增速预期 6.5%（较去年 12 月的预测提升 2.3 个百分点），不仅高于市场预期（5.6%，有望创 1985 年以来新高），并且 2021 年美国 6.5%的 GDP 增速仅较中国低 1.9 个百分点（市场预期 2021 年中国实际 GDP 增速为 8.4%）。

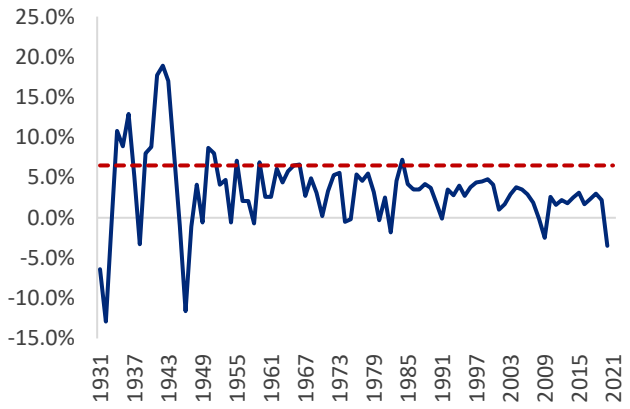
本研究报告由浦银国际证券有限公司分析师编制，请仔细阅读本报告最后部分的分析师披露、商业关系披露及免责声明。

图表 1：美联储大幅提高经济预测

变量	预测时间	中位数（%）			
		2021	2022	2023	长期
实际 GDP	2021 年 3 月	6.5	3.3	2.2	1.8
	2020 年 12 月	4.2	3.2	2.4	1.8
	2020 年 9 月	4.0	3.0	2.5	1.9
失业率	2021 年 3 月	4.5	3.9	3.5	4.0
	2020 年 12 月	5.0	4.2	3.7	4.1
	2020 年 9 月	5.5	4.6	4.0	4.1
PCE	2021 年 3 月	2.4	2.0	2.1	2.0
	2020 年 12 月	1.8	1.9	2.0	2.0
	2020 年 9 月	1.7	1.8	2.0	2.0
核心 PCE	2021 年 3 月	2.2	2.0	2.1	—
	2020 年 12 月	1.8	1.9	2.0	—
	2020 年 9 月	1.7	1.8	2.0	—

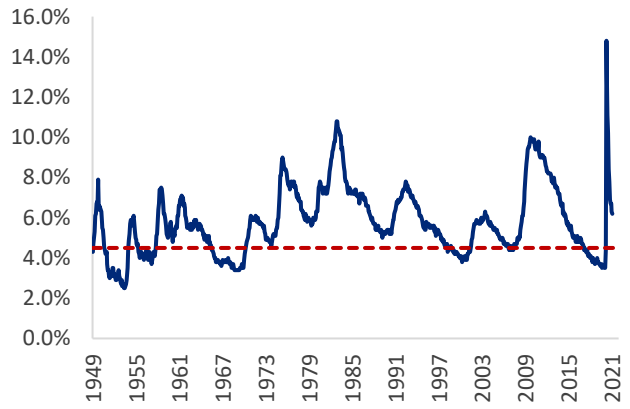
资料来源：美联储，浦银国际

图表 2：美国实际 GDP 增速与此次 FOMC 的预测水平



注：红线表示 2021 年 3 月美联储对 2021 年美国实际 GDP 增速预测 6.5%
资料来源：美联储，浦银国际

图表 3：美国失业率与此次 FOMC 的预测水平



注：红线表示 2021 年 3 月美联储对 2021 年美国失业率预测 4.5%
资料来源：美联储，浦银国际

失业率大幅下调。新冠疫情造成的短暂失业率上升，在 2020 年底有了较大改善。截至 2021 年 2 月，美国失业率已降至 6.2%，接近金融危机后 2014 年中旬的失业率水平。此次 FOMC 预计，2021 年末美国失业率将降至 4.5%，较去年底的预测下降 0.5 个百分点，失业率预测值接近 2017 年底的水平。

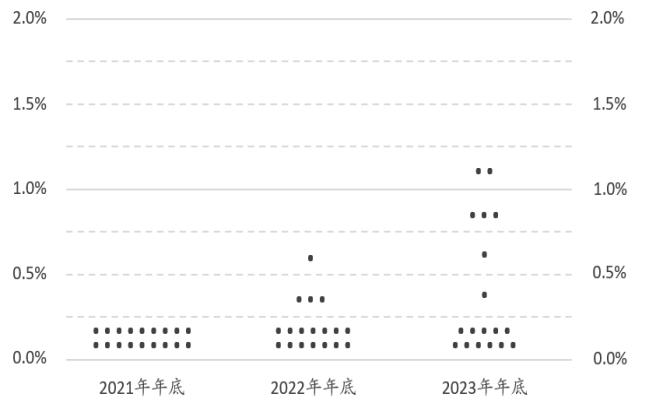
通胀预期高于 2%目标值。此次 FOMC 还上调了对 PCE 和核心 PCE 预测，分别上调至 2.4%和 2.2%，超过了美联储此前 2%的通胀目标。美联储在 2020 年的平均通胀法正是为了应对通胀高于 2%的情况出现；另外，鲍威尔在讲话中也表示，由于供应端的快速修复，通胀反弹仅是暂时的，并不会持续高于 2%，这是美联储在预测通胀高于 2%的情况下也依然维持宽松的重要原因。

利率预期微升

关于 QE 的退出时点问题，鲍威尔向市场给出了定心丸，再次强调在退出之前会尽早与市场进行沟通。整体依然偏鸽。

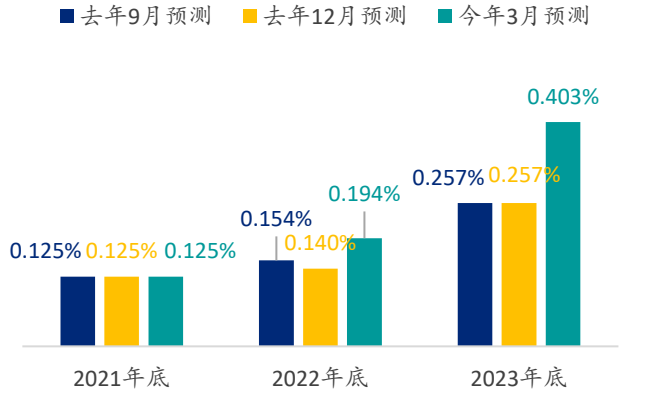
而相较于大幅调整的经济数据预测，此次 FOMC 的利率预测仅微升。点阵图显示，利率预测的中位数没有大变化，0.125%的利率将至少维持至 2023 年末，其内部结构仅出现微弱调升，其中，2021 年的预期不变。2022、2023 年预测的均值仅仅较 2020 年 12 月分别微升仅 5bps、15bps。

图表 4：此次 FOMC 的点阵图



资料来源：美联储，浦银国际

图表 5：2020 年 9 月至今，FOMC 的利率预测均值



资料来源：美联储，浦银国际

解读：这是一次非对称的调整

这是一次利好风险资产的会议。从 DDM 模型的角度来看，分子分母常态情况下属于同向波动：

- 经济向好，分子的企业盈利向好，利率中枢自然也向上，分母上的无风险利率自然也上行；
- 经济下行，分子的企业盈利向下，利率中枢自然也趋于下行，分母上的无风险利率自然也下行；

而美联储在全方位大幅上调经济预期的同时，货币政策端却岿然不动，维持宽松，其利率预期也没有实质性变化，依然维持 2023 年年底之前不加息的展望。可以说，**此次 FOMC 会议的实质是一次非对称的调整，即允许分母的上行速度明显低于分子的扩张速度**。因此整体利好风险资产。

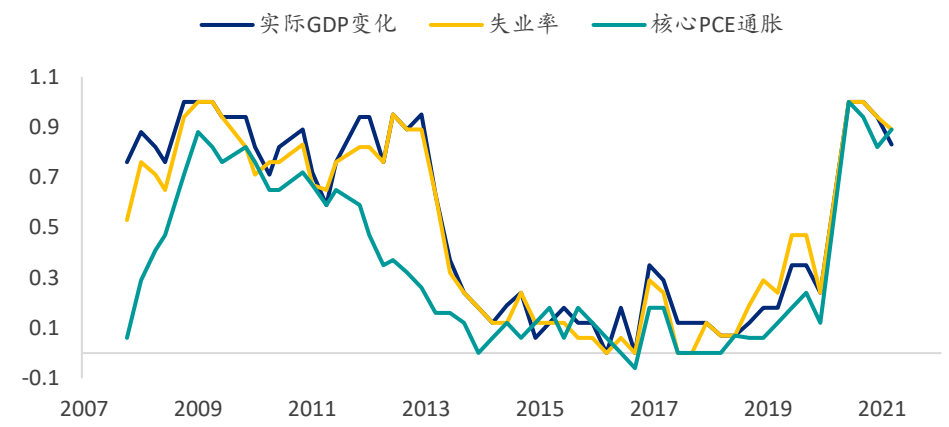
通常情况下，中央银行的经济预测与其货币政策都是对称的，即乐观（悲观）经济预期下实施紧缩（宽松）的货币政策，但此次美联储在乐观经济预期下却依然坚定维持宽松路线，边际变化非常小，其背后反映的是美联储在疫情对于经济的非典型冲击下，对于经济仍小心翼翼。

根据 FOMC 与会者对于经济数据不确定性的高低所计算的扩散指数显示，美联储官员认为，未来经济数据的不确定性依然非常高（疫情的演化情况、疫苗的推行力度与节奏、金融市场稳定性等一系列不确定性因素交织），虽然扩散指数自 2020 年 6 月的历史新高微幅回落，但目前依然处于极高水平，显示目前对美联储官员经济数据预期的不确定性仍高。因此也就不难理解美联储为何推出此不对称性调整。

从这个角度而言，**当分母上的市场预期走在更前面时（即市场预期驱动无风险利率上行过快、过高），美联储大概率会进行干预**。

我们在《SPDBI 全球央行观察：美债收益率或仍将上行，但斜率料将平缓》中提及，美联储很有可能通过调控购债节奏、开展“扭曲操作”来抑制长端利率的过快上行。美联储大概率不会让 10 年期美债收益率持续高于 2%，如果长端收益率上行压力过大，美联储很有可能会进行收益率曲线管控。

图表 6：美联储经济预测不确定性评估的扩散指数



注：不确定性评估的扩散指数：每位 FOMC 与会者结合过去 20 年的情况对相应指标的不确定性进行评估，回答不确定性“更高”的人数减回答“更低”的人数，再除以参与者总数，得到不确定性评估的扩散指数

资料来源：美联储，浦银国际

SLR 豁免是否延期将是 3 月下旬市场最大的关注点

另外，此次会议上的另一重要关注点在于，2020 年疫情期间，美联储豁免了银行业补充杠杆率（Supplementary Leverage Ratio，SLR）的部分要求，这一豁免原定于 2021 年 3 月 31 日到期。该豁免是否会延期引发了市场的密切关注。

相比杠杆率和一级资本充足率等其他监管指标，银行业的 SLR 最大的核心区别在于，它覆盖了表内外资产的同时，对于各类风险敞口（信贷、国债、准备金等）都以**相同权重**计入，这大幅降低了银行业持有存放在美联储准备金以及美国国债等极低风险资产的意愿。2020 年的 SLR 豁免期在计算银行业的风险敞口时剔除了存放在美联储的准备金即美国国债，而随着豁免期临近，为满足监管要求，商业银行不得不减持美国国债，这也是近来美债收益率蹿升的另一个助推剂。

此次 FOMC 会议上鲍威尔未就 SLR 是否会延期进行评论，但表示未来几日将宣布细则。目前市场针对美联储是否会延期 SLR 豁免仍存争议，但我们认为不论是否延期，都无需担忧结果：

- **SLR 豁免延期。**由于豁免后，计算银行业的风险敞口时剔除了存放在美联储的准备金即美国国债，那么这很可能为银行业重新提供买入国债的动力，这**有助于平抑美债的上行压力，减缓市场对于利率上行的担忧。**

- **SLR 豁免未延期。**美债的抛压会延续，由于美国大型商业银行所持有的美债期限结构绝大部分是 2-5 年期，其次为 6-10 年期，因此**中长端美债抛压最大。**虽然会带来美债中长端利率的上行压力，但由于 SLR 将风险相对较高的公司信用债、信贷资产与美国国债这类极低风险资产在计算时都**使用同等权重**，因此 SLR 的回归会促使银行进行资产结构的调整，**重新加大公司信用债、信贷资产的配置比例，这无疑有助于信贷环境的改善。**

在 4 月底之前，美国财政部在美联储的存款账户（Treasury General Account，TGA）金额将下降约 8000 亿美元，这些资金将由 TGA 转移至商业银行体系，增加了商业银行在美联储的准备金压力，而准备金在 SLR 计算中也是等权重的计算对象，这意味着如果不进行 SLR 豁免，商业银行可能将面临资本压力，不得不通过补充资本金（例如发行优先股），或者减少存款（例如进一步调低存款利率），令存款由商业银行体系转移至货币基金市场，**这将令短端利率进一步下行。**

虽然商业银行就此将面临压力，美债长端利率面临上行压力，但业界、政界为了巩固金融危机以来的监管改革成果，极力呼吁不要延长 SLR 豁免。

综合考虑，**我们认为美联储不太可能长期延长 SLR 豁免，此次有可能不继续延长 SLR 豁免，或至多为商业银行预留少量时间缓冲，短期延长 SLR 豁免。**

此次 FOMC 会议的影响

- **相对利好风险资产。**如上分析，此次美联储 FOMC 会议可以理解为分子与分母的非对称调整，分子的上升幅度远远高于分母。若长端利率上行压力过快，或者 10 年期美债收益率超过 2%的重要阈值，美联储大概率会进行收益率曲线管控或者进行“扭曲操作”来抑制长端收益率的过快上行。
- **美债长端利率仍有上行压力。**美国经济强劲复苏，带动利率中枢上移，叠加可能存在的 SLR 豁免取消导致的商业银行中长端美债卖盘压力，美债长端利率很可能仍面临上行压力。
- **美债短端利率有下行压力。**近几个月美联储财政部约 8000 亿美元的资金注入、若是因 SLR 豁免取消而导致商业银行驱动存款向货币市场搬家，这将对短端利率市场构成下行压力。但也需要强调的是，**由于长端利率有上行压力，短端利率下行压力，美联储很可能会进行“买长卖短”的“扭曲操作”。**

评级定义

证券评级定义：

“买入”：未来 12 个月，预期个股表现超过同期其所属的行业指数
“维持”：未来 12 个月，预期个股表现与同期所属的行业指数持平
“卖出”：未来 12 个月，预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义（相对于 MSCI 中国指数）：

“超配”：未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上
“标配”：未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%
“低配”：未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明：(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点，并以独立方式撰写 ii）其报酬没有任何部分曾经，是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关；（iii）该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定（i）他们或其各自的关联人士（定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则）没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票，或在本报告发布后 3 个工作日（定义见《证券及期货条例》（香港法例第 571 章））内将买卖或交易本文所提述的股票；（ii）他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员；及（iii）他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告，且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法团－浦银国际证券有限公司 （统称“浦银国际证券”）利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源，但并不保证数据之准确性、可信性及完整性，亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明，否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据，所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士（其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束）之外，本报告分发给任何人均属未授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的，不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐，阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出，日后可作修改而不另通知，亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息，阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外，本报告可能包含前瞻性的陈述，牵涉多种风险和不确定性，该等前瞻性陈述可基于一些假设，受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其联属公司、关联公司（统称”浦银国际” ）及/或其董事及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失，概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。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。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用，浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利，并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司的财务权益或持有股份。
2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

浦银国际证券机构销售团队

黄路遥	王奕旻	许敏洁
jessie_huang@spdbi.com	stephy_wang@spdbi.com	amy_hsu@spdbi.com
852-2808 6466	852-2808 6467	852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

华政	陈岑
sarah_hua@spdbi.com	angel_chen@spdbi.com
852-2808 6474	852-2808 6475

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站：www.spdbi.com

地址：香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼