

美联储加息前瞻

——宏观看商品系列（三）

华泰期货研究所 宏观策略组

徐闻宇

宏观贵金属研究员

☎ 021-68757985

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号: F0299877

投资咨询号: Z0011454

摘要:

美联储将在北京时间3月22日凌晨2点公布议息会议决议，市场预期美联储将继续加息25BP，维持QE退出节奏不变。此外，美联储还将公布最新的经济展望，市场预期美联储将延续此前的展望路径，从而支持目前的加息路径。

从可能的结果上来看，全球货币流动性收紧的趋势没有改变，只是伴随着主要经济体经济复苏达到阶段性顶部，流动性边际上的影响将加大，而这点对于美联储而言形成一个两难：一方面，市场将根据新任联储主席的首次议息会议判断全年的加息路径，从而关注度提升；另一方面，美国金融市场压力的逐步增加和外围加息预期的上升，美联储更希望于在维持市场预期的同时，带给市场更小的加息冲击。

联系人:

陈峤

股指国债研究员

☎ 0755-82537411

✉ chenqiao@htfc.com

从业资格号: F3036907

策略:

基准情形：美联储维持加息 25BP，并基本上不修正经济展望和点阵图。一方面对于目前的美国经济而言，依然处在增长的轨道上，增加了美联储继续货币政策正常化的信心；另一方面，随着美国2月通胀压力的显著减轻，伴随着美国金融压力指数的上升，市场在维持美联储基准加息的同时，预期未来的加息斜率会放缓。综合来看，美联储将呈现出中性加息的特点。对于商品市场而言，由于加息定价已经在前期的冲击中计入资产价格，故基准情形下的流动性冲击有限。

蔡超

宏观研究员

✉ caichao@htfc.com

从业资格号: F3035843

鸽派情形：美联储调降加息幅度至 12.5BP，美联储官员之间的分歧增加，并维持对于未来经济展望不变的情况下小幅下修通胀预期展望。鉴于美国财政刺激政策的迟迟难以落地，对于美国需求端的刺激影响短期难以有成效，且在美国金融市场压力逐步回升的情况下，美联储通过降低基准利率曲线斜率来缓和市场的悲观情绪。此种情形下，我们认为短期市场由于鸽派的解读继续调降美元的预期，而增加对风险资产的配置（权益、商品），由于联储在加息通道中传递出悲观预期，将增加反弹后商品的抛售压力，增加国债等债券的对冲配置。

相关研究:

弱美元的篮子除了欧元还有日元

2017-12-25

过热的前奏开启——12月美联储议息会议点评

2017-12-14

鹰派情形：美联储维持加息 25BP，并上调对未来经济和通胀的展望。按照目前情况下，此种发生概率较低，鉴于鲍威尔主席对于金融监管进一步放松的推动，目前并不能完全排除这一选项。在鹰派加息的情况下，美元将阶段性走强，而包括商品在内的资产都将面临不同程度的调整压力。而在市场流动性冲击再次升温的背景下，市场对于未来经济的定价进一步演绎——利率敏感性资产将面临更大挑战。

引：被逼上梁山的美联储

本篇作为《宏观看商品系列》第三篇，我们试图通过对美联储议息会议前瞻回答：目前市场的流动性状况如何，尤其是美元流动性的情况，对于美元指数的强弱、美债利率的冲击形成一定预判，从而关注一旦前两篇中对于需求预期发生超预期转弱风险时，宏观流动性环境对于商品市场起到正向还是负向的影响。

纵观当前美国经济和金融环境，可谓依然呈现出“繁荣”的状态，但是随着2018年美联储延续前期的货币政策收紧路径，市场的压力指数开始上升，美联储加息对金融条件的影响由2017年之前的“越加越宽松”转变至“越加越收紧”，即金融市场开始反应美联储对于价格过热的政策措施。

而目前来看，年初以来美元流动性的持续收紧，但是随着美联储加息的临近，外围央行对于流动性的敏感度开始上升——

欧央行：据路透，欧洲央行讨论焦点已经转向利率路径，因为即便是鸽派委员，也支持今年底结束QE。欧洲央行对2019年二季度首次加息的市场预期感到满意。

日央行：日本央行新任的两位副行长雨宫正佳与若田部昌澄举办就任新闻发布会。雨宫正佳在会上指出，在达到2%通胀目标之前，不排除调整利率的可能。

人民银行：新当选的央行行长易刚表示，稳健的货币政策与经济转向高质量发展阶段有内在联系。目前市场普遍预期人民银行将跟随美联储的加息步伐调升基准利率水平。

美联储：另一方面则相反，在美联储的禁声期，前美联储主席耶伦表示，预防美国经济过热，加息是必要的，但需要严控步伐来让通胀升至2%。尽管目前美国就业率较高，耶伦仍对工资、劳动生产率和“商业活力”的低增长表示了担忧。

两相对比，形成了货币政策上的强度预期分化。对于美联储而言，如何在当下做出降低市场波动的政策选择成为一个挑战。下文我们通过图表的形式展现当下美国经济和金融状况，以帮助分析美联储货币政策对于市场预期的影响。总结来看，我们倾向于认为美联储会释放中性偏鸽的预期，情形一概率略高于情形二，从而带动美元继续走弱，风险资产继续走强的状况——

基准情形：美联储维持加息25BP，并基本上不修正经济展望和点阵图。一方面对于目前的美国经济而言，依然处在增长的轨道上，增加了美联储继续货币政策正

常化的信心；另一方面，随着美国 2 月通胀压力的显著减轻，伴随着美国金融压力指数的上升，市场在维持美联储基准加息的同时，预期未来的加息斜率会放缓。综合来看，美联储将呈现出中性加息的特点。对于商品市场而言，由于加息定价已经在前期的冲击中计入资产价格，故基准情形下的流动性冲击有限。

鸽派情形：美联储调降加息幅度至 12.5BP，美联储官员之间的分歧增加，并维持对于未来经济展望不变的情况下小幅下修通胀预期展望。鉴于美国财政刺激政策的迟迟难以落地，对于美国需求端的刺激影响短期难以有成效，且在美国金融市场压力逐步回升的情况下，美联储通过降低基准利率曲线斜率来缓和市场的悲观情绪。此种情形下，我们认为短期市场由于鸽派的解读继续调降美元的预期，而增加对风险资产的配置（权益、商品），由于联储在加息通道中传递出悲观预期，将增加反弹后商品的抛售压力，增加国债等债券的对冲配置。

鹰派情形：美联储维持加息 25BP，并上调对未来经济和通胀的展望。按照目前情况下，此种发生概率较低，鉴于鲍威尔主席对于金融监管进一步放松的推动，目前并不能完全排除这一选项。在鹰派加息的情况下，美元将阶段性走强，而包括商品在内的资产都将面临不同程度的调整压力。而在市场流动性冲击再次升温的背景下，市场对于未来经济的定价进一步演绎——利率敏感性资产将面临更大挑战。

图 1：年内美联储加息概率

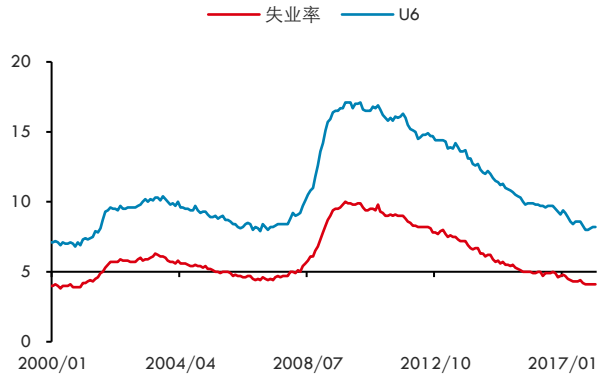
MEETING DATE	0-25	25-50	50-75	75-100	100-125	125-150	150-175	175-200	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500
2018/3/21				0.0%	0.0%	5.6%	94.4%	0.0%												
2018/5/2		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.4%	90.7%	3.9%	0.0%	0.0%										
2018/6/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	18.2%	77.7%	3.3%	0.0%	0.0%	0.0%								
2018/8/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	16.1%	70.6%	12.2%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%						
2018/9/26	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	6.5%	36.6%	48.6%	7.8%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%			
2018/11/8	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	5.4%	31.1%	46.4%	15.2%	1.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%		
2018/12/19	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	3.1%	19.6%	39.6%	29.2%	7.7%	0.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

数据来源：CME 华泰期货研究所

美国经济：依然良好

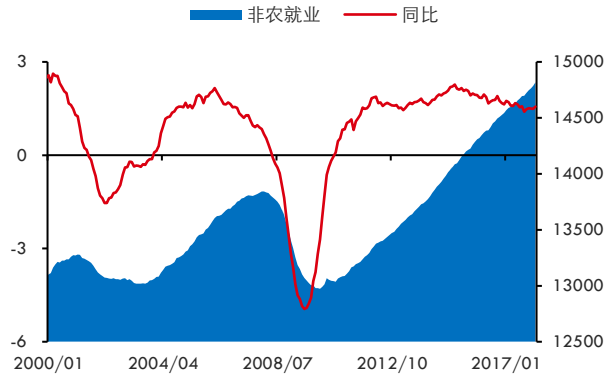
· 劳动力市场：充分就业

图 2：失业率继续下降



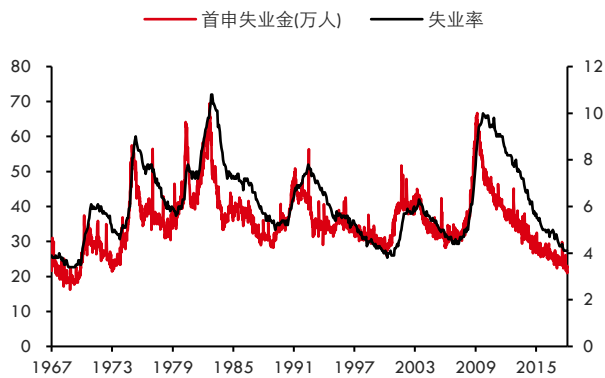
数据来源：Wind 华泰期货研究所

图 3：充分就业下增速继续回落



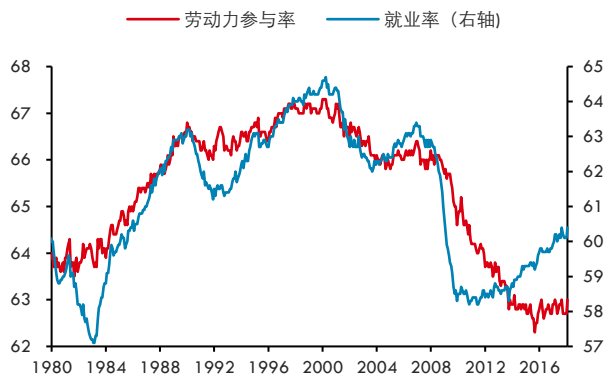
数据来源：Wind 华泰期货研究所

图 4：失业金申领处于历史低位



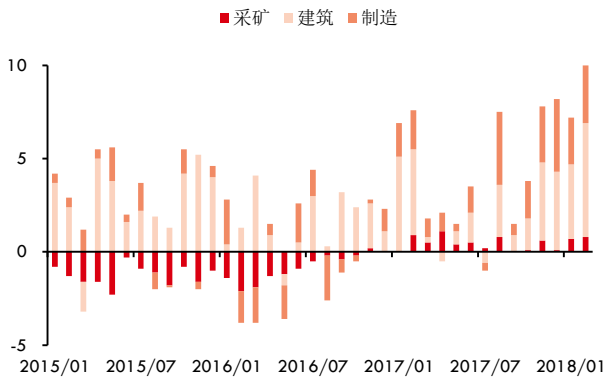
数据来源：Wind 华泰期货研究所

图 5：劳动参与率上升显示就业结构改善



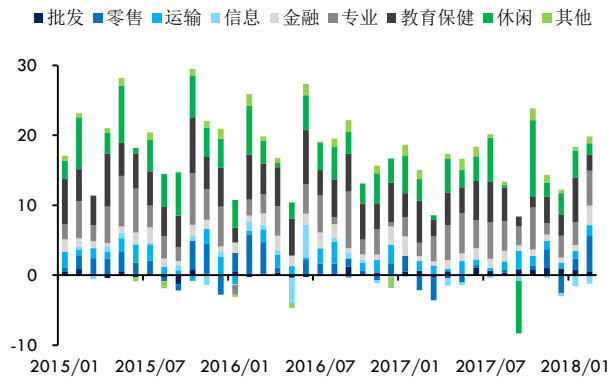
数据来源：Wind 华泰期货研究所

图 6: 传统经济部门劳动力回归



数据来源: Wind 华泰期货研究所

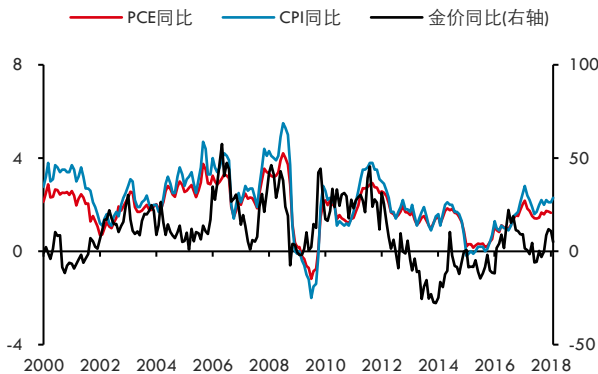
图 7: 服务业就业情况稳定



数据来源: Wind 华泰期货研究所

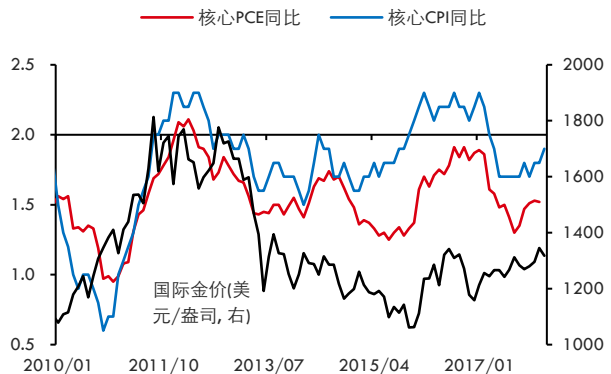
· 通胀水平: 缓慢上升, 短期压力不大

图 8: 一般通胀水平缓慢增长



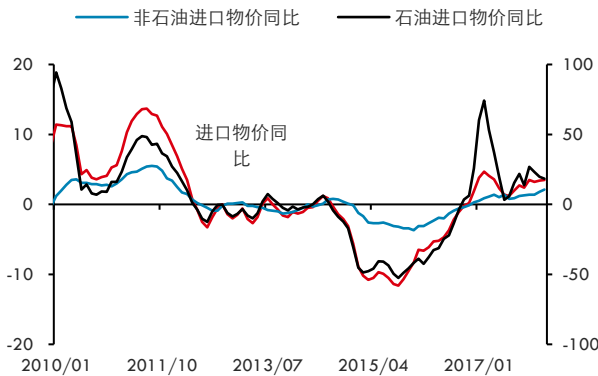
数据来源: Wind 华泰期货研究所

图 9: 核心通胀仍在 2% 以下



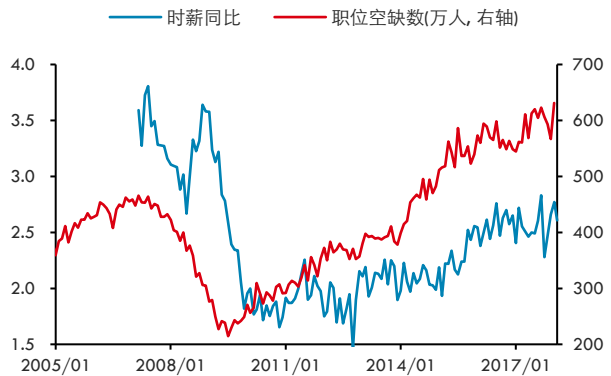
数据来源: Wind 华泰期货研究所

图 10: 进口价格指数缓慢增长



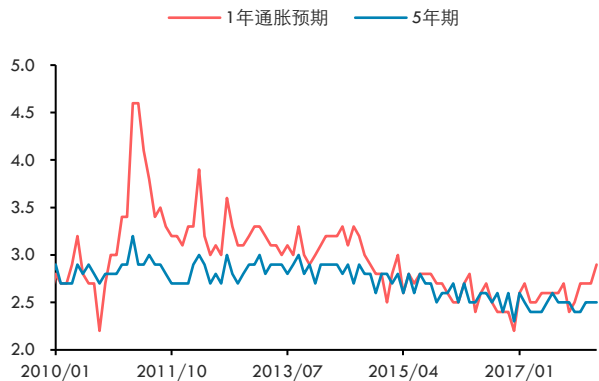
数据来源: Wind 华泰期货研究所

图 11: 薪资增速维持慢速



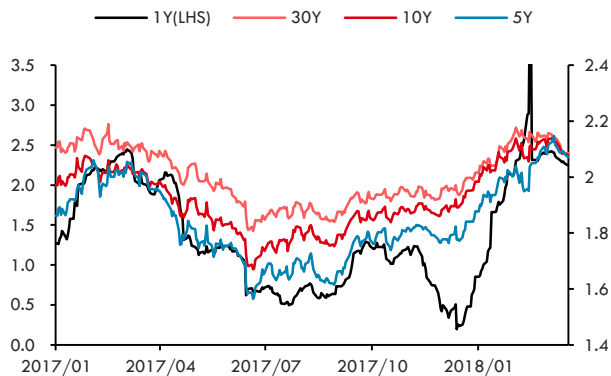
数据来源: Wind 华泰期货研究所

图 12: 基于调查的通胀预期回升



数据来源: Wind 华泰期货研究所

图 13: 基于市场的通胀预期回落



数据来源: Wind 华泰期货研究所

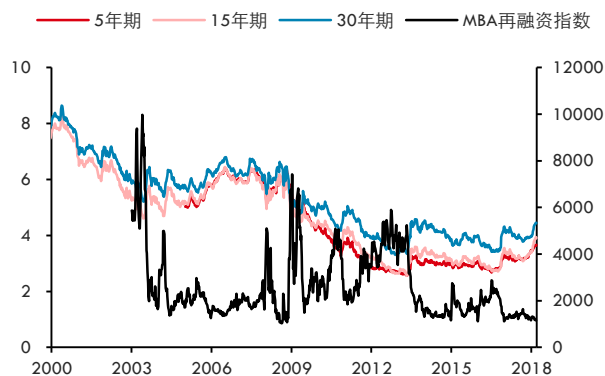
· 房地产市场: 供给紧张之下维持景气

图 14: 房产高景气度



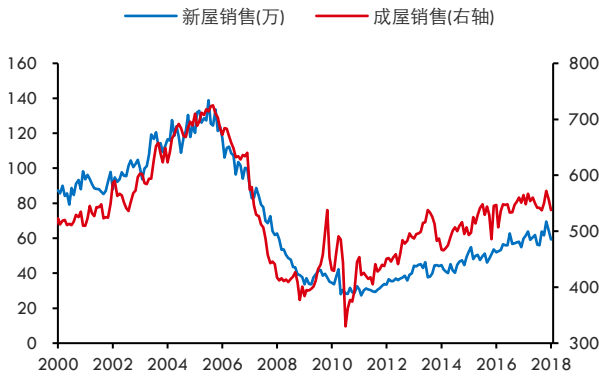
数据来源: Wind 华泰期货研究所

图 15: 抵押贷款利率回升降低杠杆



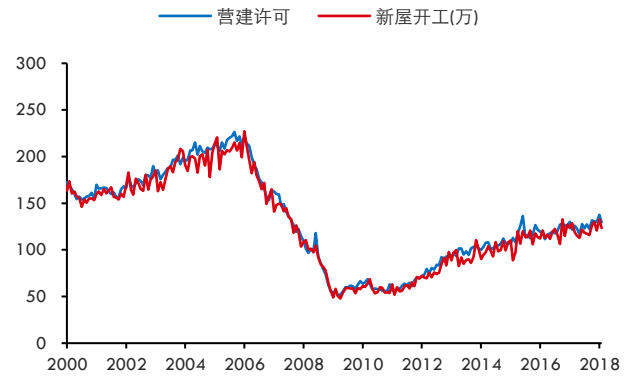
数据来源: Wind 华泰期货研究所

图 16: 地产销售维持紧张格局



数据来源: Wind 华泰期货研究所

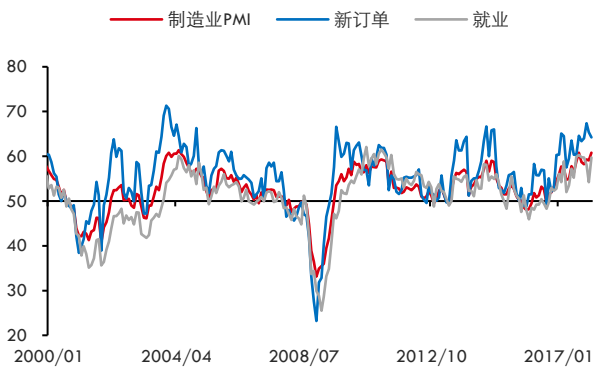
图 17: 地产开工维持上行通道



数据来源: Wind 华泰期货研究所

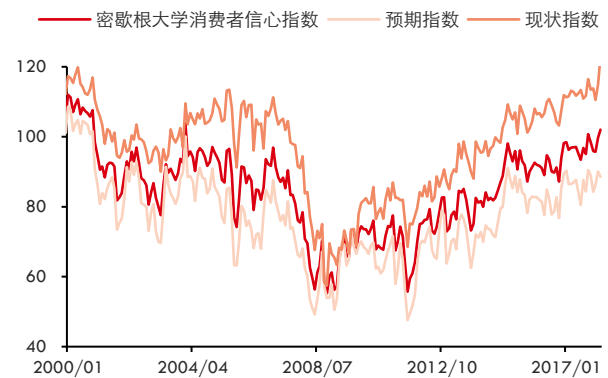
· 经济增长: 维持一定乐观预期

图 18: PMI 指数显示经济景气



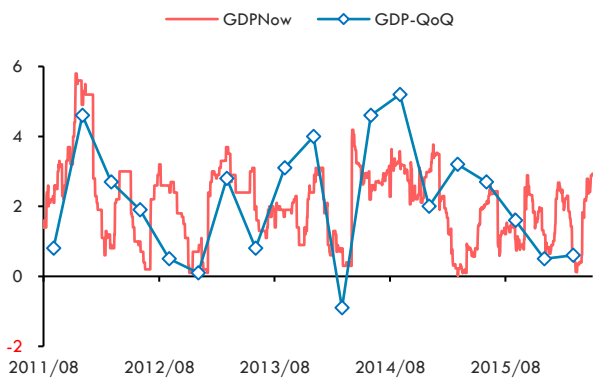
数据来源: Wind 华泰期货研究所

图 19: 消费者信心指数高位



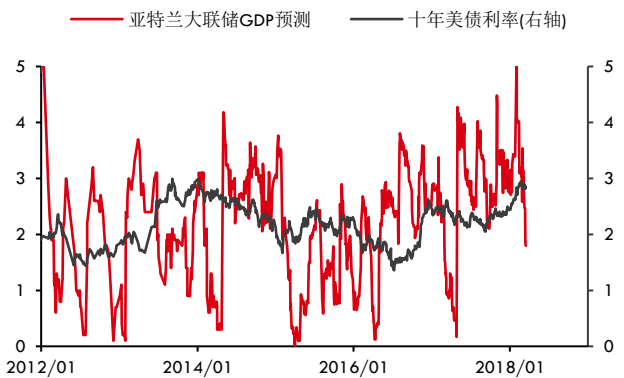
数据来源: Wind 华泰期货研究所

图 20: 纽约联储经济预期乐观



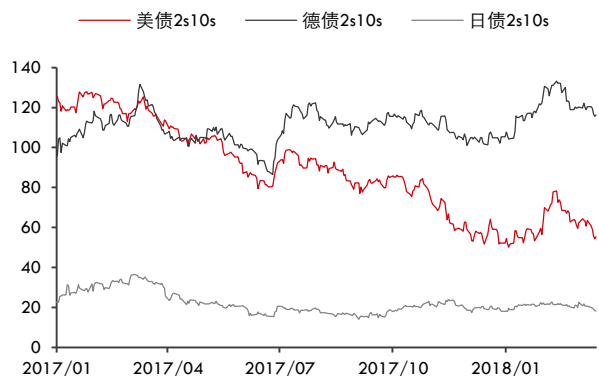
数据来源: Wind 华泰期货研究所

图 21: 亚特兰大联储经济预期回调



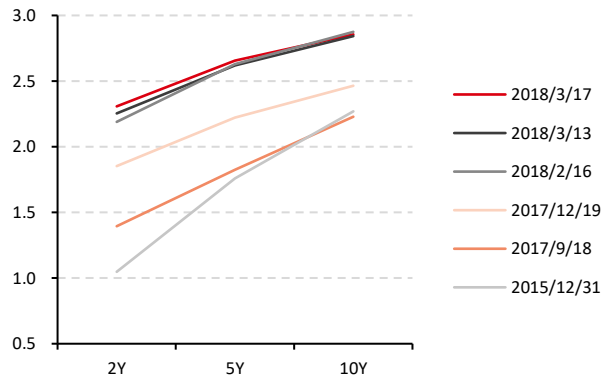
数据来源: Wind 华泰期货研究所

图 22: 美债收益率曲线继续扁平化



数据来源: Wind 华泰期货研究所

图 23: 美债收益率曲线继续扁平化

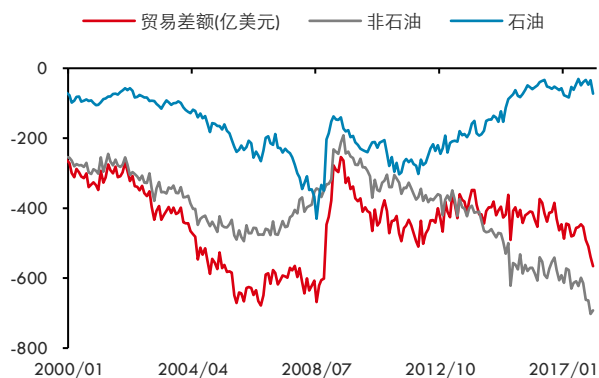


数据来源: Wind 华泰期货研究所

美国金融: 条件趋弱

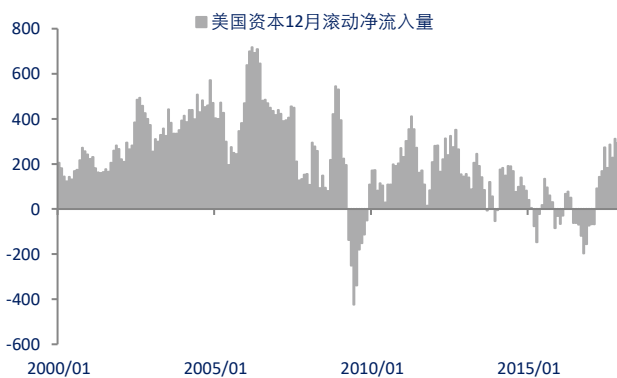
- 贸易逆差: 并没有收窄, 增加摩擦风险

图 24: 贸易逆差继续扩大



数据来源: Wind 华泰期货研究所

图 25: 带动资金回流却不及预期



数据来源: Wind 华泰期货研究所

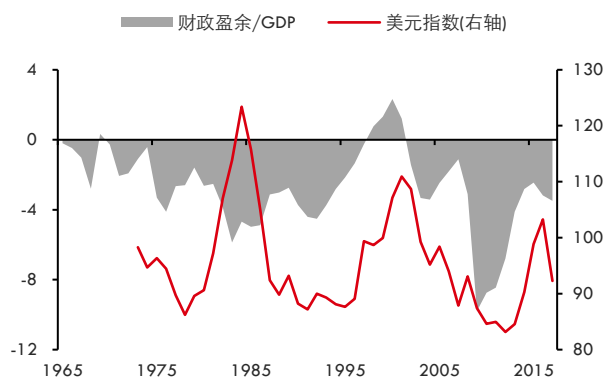
图 26: 经常项逆差等待改善



数据来源: Wind 华泰期货研究所

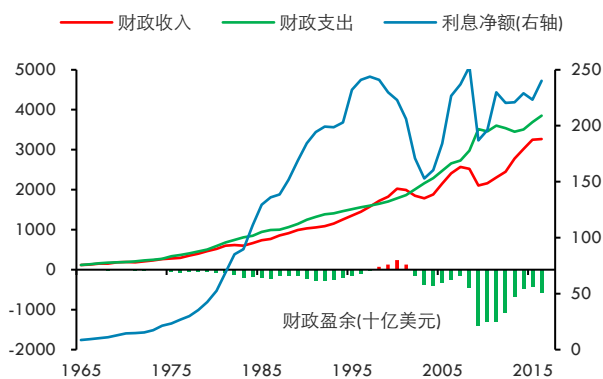
· 财政赤字: 进一步扩展, 增加政府压力

图 27: 财政赤字扩大



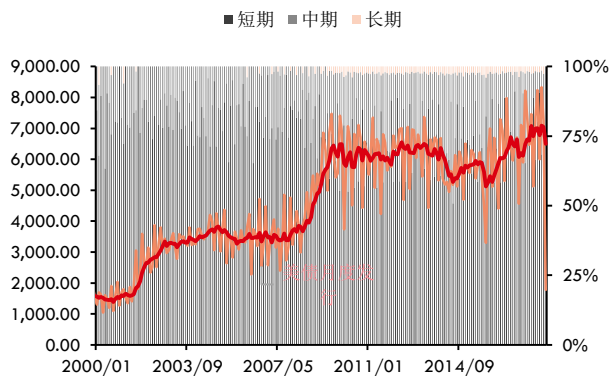
数据来源: Wind 华泰期货研究所

图 28: 财政支出的扩大和利息支付



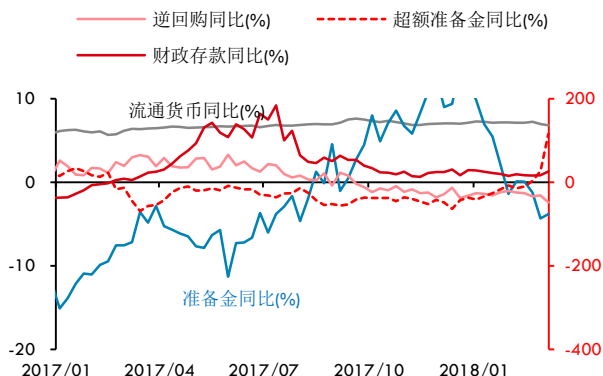
数据来源: Wind 华泰期货研究所

图 29: 美债发行偏向于短期



数据来源: Wind 华泰期货研究所

图 30: 继续压缩准备金存款增速



数据来源: Wind 华泰期货研究所

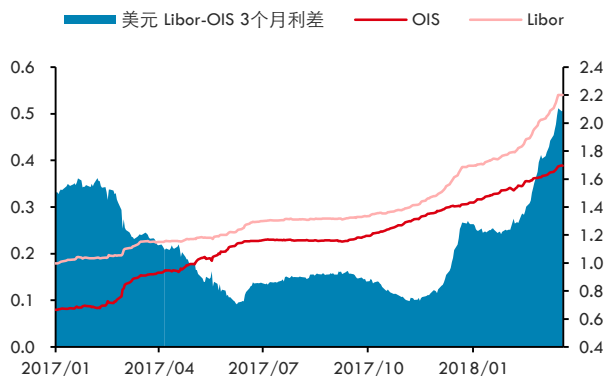
金融条件：从越加越松逐渐形成货币政策的正向反馈

图 31: 美元流动性收紧



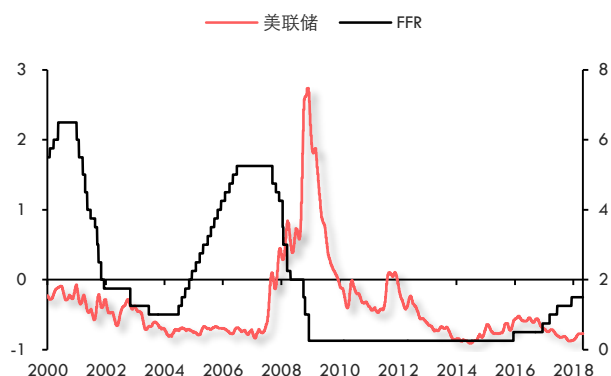
数据来源: Wind 华泰期货研究所

图 32: 美元流动性收紧



数据来源: Wind 华泰期货研究所

图 33: 美国金融压力增加



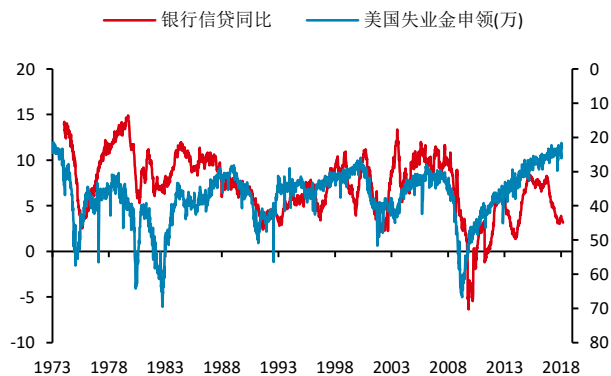
数据来源: Wind 华泰期货研究所

图 34: 美元货币流动性收紧



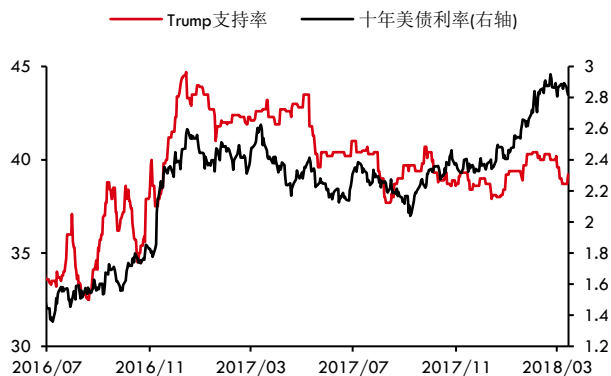
数据来源: Wind 华泰期货研究所

图 35: 美国信贷增速回落



数据来源: Wind 华泰期货研究所

图 36: 特朗普不确定性上升



数据来源: Wind 华泰期货研究所

● 免责声明

此报告并非针对或意图送发给或为任何就送发、发布、可得到或使用此报告而使华泰期货有限公司违反当地的法律或法规或可致使华泰期货有限公司受制于的法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则所有此报告中的材料的版权均属华泰期货有限公司。未经华泰期货有限公司事先书面授权下，不得更改或以任何方式发送、复印此报告的材料、内容或其复印本予任何其它人。所有于此报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰期货有限公司的商标、服务标记及标记。

此报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照之用。此报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而华泰期货有限公司不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被华泰期货有限公司认为可靠，但华泰期货有限公司不能担保其准确性或完整性，而华泰期货有限公司不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任。并不能依靠此报告以取代行使独立判断。华泰期货有限公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表华泰期货有限公司，或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何投资或策略适合或切合阁下个别情况。此报告并不构成给予阁下私人咨询建议。

华泰期货有限公司2018版权所有并保留一切权利。

● 公司总部

地址：广东省广州市越秀区东风东路761号丽丰大厦20层、29层04单元

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com