

市场的一次膝跳反馈

华泰期货研究所 宏观策略组

徐闻宇

——3月美联储议息会议点评

宏观贵金属研究员

☎ 021-68757985

✉ xuwenyu@htfc.com

事件:

美联储3月22日议息会议如期加息25BP，将联邦基金利率目标区间由1.25%-1.50%上调至1.50%-1.75%，符合市场预期。在鲍威尔首次以美联储主席身份主持的FOMC会议上，所有委员均投下了赞成票。

从业资格号: F0299877

投资咨询号: Z0011454

在经济展望中，美联储上调了今明两年的经济增长预期和明后年的核心PEC通胀预期。

点评:

相比较美联储去年12月和今年1月的议息结果，3月的议息会议呈现出偏鹰派的特点。

美联储如预期加息25BP之外，相比较此前的经济展望，调增了对于今明两年的经济预期，调增了明后两年的通胀预期和利率预期，显示出美联储在2019年开始曲线更为陡峭的特点，我们认为这将使得美联储政策仍具有前瞻性，暂不构成实际利率的大幅走弱风险。

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

相比较市场此前的2018年加息四次预期，3月的议息会议呈现出偏鸽派的特点。随着美国税改的落地以及美国劳动力市场继续改善的特点，市场在一季度调增了对于美联储今年加息次数的预期，从三次调增至四次，这点从短端收益率曲线快速上行以及利率期货对于12月利率的定价上可以看出。但是虽然美联储对于今明两年的经济预期更为乐观，但是对核心通胀上升仍趋谨慎，预期中值显示通胀压力大概率从2019年开始显现，拉动长期通胀回升上升。

基于以上判断，我们认为短期市场的表现更像是对于前期对短期加息过于乐观的修正，短端利率的暂时回落将使得资产价格呈现出膝跳的特点。展望未来，随着修正的结束，市场将再次进入到新一轮的预期中去。由于短期的价格乐观，将使得通胀预期短期有一次向上修正，伴随着油价可能的上行预期，对于长端利率的能否有更大的带动值得期待，若利率过快上行则对于风险资产将带来第二轮的冲击，市场的通胀预期在二次冲击下将存在更大的下行风险。

大类配置建议:短期需要对前期空“通胀预期”的头寸做对冲保护，随着市场乐观预期的逐步修复，关注波动率再次回升的可能，彼时解除对冲，增加做平利率曲线头寸配置

风险点:通胀预期变动温和，利率变动平稳

事件回顾

如市场预期，美联储3月货币政策会议决定，将联邦基金目标利率区间由1.25%-1.50%上调至1.50%-1.75%。在鲍威尔首次以美联储主席身份主持的FOMC会议上，所有委员均投下了赞成票。

美联储决议声明显示：“近几个月经济前景走强”，预计经济活动中期内将温和扩张，就业市场环境仍将强健。通胀同比增速未来几个月料将走高，中期内会稳定在2%这一联储的目标水平左右。“近期经济前景的风险大致均衡，联储将密切监控通胀变化。”

华尔街见闻《[全文揭示美联储3月声明有何变化](#)》显示，

美联储肯定了就业增长和失业率保持低位，但提到家庭支出和企业固定投资较去年四季度的强劲增速略显温和；

声明特别添加了“最近几个月的经济前景得到强化”，认为经济活动将“在中期”温和扩张，通胀率会在“未来几个月”上升，展现了美联储对中期内经济和通胀的乐观态度；

声明没有修改“经济前景面临的近期风险大体平衡”语句，没有修改对“货币政策立场仍然宽松”的描述，承诺会“循序渐进地加息”，也基本符合市场预期。

美联储经济预测显示，其在季度经济预测中上调经济增长预期，联储公布的最新季度经济预测显示

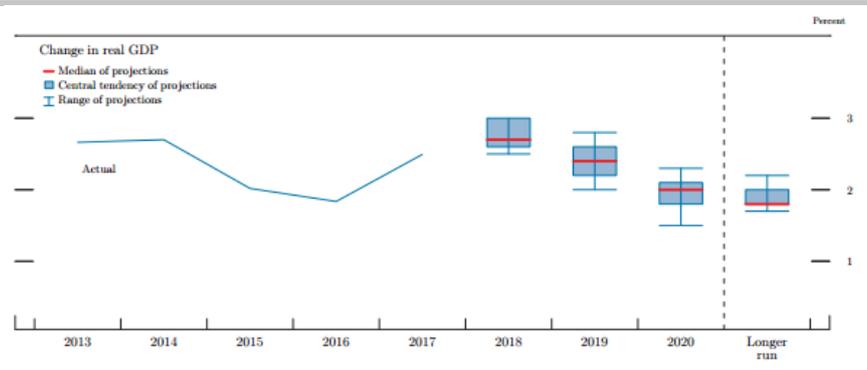
今明两年的GDP增长预期分别为2.7%和2.4%，均高于去年12月预计的2.5%和2.1%；

今明两年和2020年的失业率预期分别为3.8%、3.6%和3.6%，低于去年12月预计的3.9%、3.9%和4.0%；

今明两年PCE通胀率预期不变，对2020年的预期值为2.1%，高于去年12月预期值2.0%；

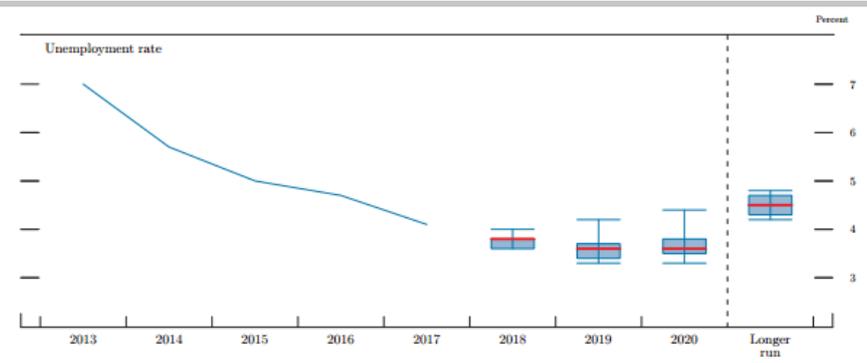
今年核心PCE通胀率的预期不变，仍为1.9%，明年和2020年的预期为2.1%，均高于去年12月预期值2.0%。

图 1: 美联储经济预期



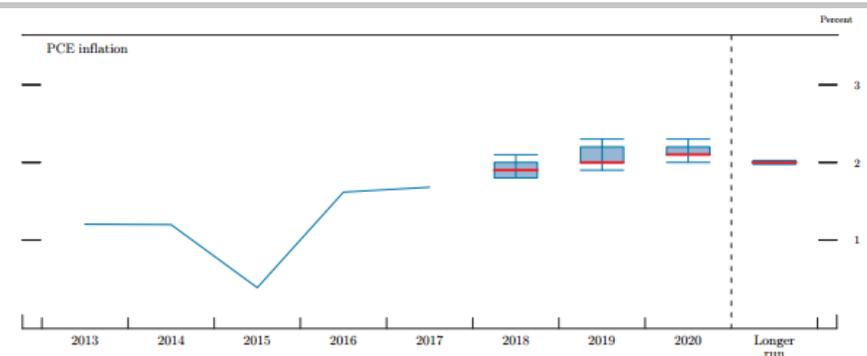
数据来源: Fed 华泰期货研究院

图 2: 美联储失业率预期



数据来源: Fed 华泰期货研究院

图 3: 美联储通胀预期



数据来源: Fed 华泰期货研究院

点阵图显示, 美联储 2018 年将加息三次 (与上次预测一致, 并没有如市场对于财政刺激预期的因素那样上调 2018 年加息四次的预期):

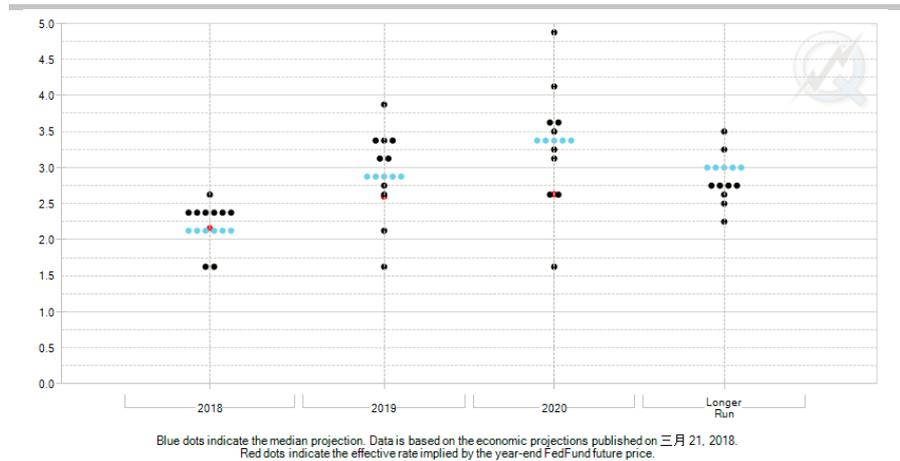
预计 2018 年底联邦基金利率为 2.125%，持平去年 12 月公布的上次预期值；

预计 2019 年底联邦基金利率为 2.875%，上次预期 2.688%；

预计 2020 年底联邦基金利率为 3.375%，上次为 3.063%；

更长周期的联邦基金利率为 2.875%，上次为 2.750%。

图 4： 美联储利率点阵图



数据来源：CME 华泰期货研究院

华泰点评

相比较美联储去年 12 月和今年 1 月的议息结果，3 月的议息会议呈现出偏鹰派的特点。美联储如预期加息 25BP 之外，相比较此前的经济展望，调增了对于今明两年的经济预期，调增了明后两年的通胀预期和利率预期，显示出美联储在 2019 年开始曲线更为陡峭的特点，我们认为这将使得美联储政策仍具有前瞻性，暂不构成实际利率的大幅走弱风险。

相比较市场此前的 2018 年加息四次预期，3 月的议息会议呈现出偏鸽派的特点。随着美国税改的落地以及美国劳动力市场继续改善的特点，市场在一季度调增了对于美联储今年加息次数的预期，从三次调增至四次，这点从短端收益率曲线快速上行以及利率期货对于 12 月利率的定价上可以看出。但是虽然美联储对于今明两年的经济预期更为乐观，但是对核心通胀上升仍趋谨慎，预期中值显示通胀压力大概率从 2019 年开始显现，拉动长期通胀回升上升。

基于以上判断，我们认为短期市场的表现更像是对于前期对短期加息过于乐观的修正，短端利率的暂时回落将使得资产价格呈现出膝跳的特点。

展望未来，随着修正的结束，市场将再次进入到新一轮的预期中去。由于短期的价格乐观，将使得通胀预期短期有一次向上修正，伴随着油价可能的上行预期，对于长端利率的能否有更大的带动值得期待，若利率过快上行则对于风险资产将带来第二轮的冲击，市场的通胀预期在二次冲击下将存在更大的下行风险。

大类配置建议：短期需要对前期空“通胀预期”的头寸做对冲保护，随着市场乐观预期的逐步修复，关注波动率再次回升的可能，彼时解除对冲，增加做平利率曲线头寸配置

风险点：通胀预期变动温和，利率变动平稳

相关图表

图 5: 关注油价对通胀预期的推动



数据来源: Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图 6: 通胀预期的短期恢复可能



数据来源: Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图 7: 通胀预期变动下期限由陡峭转为扁平



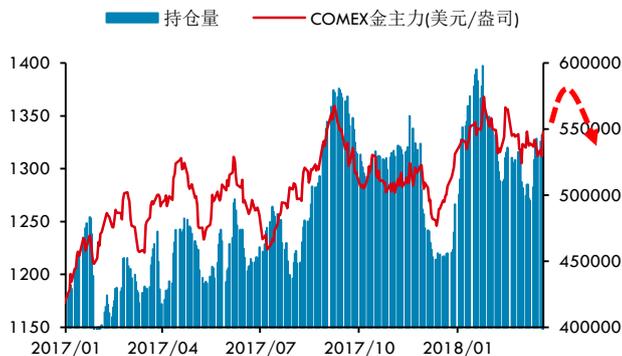
数据来源: Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图 8: 风险资产的短期“蜜糖”



数据来源: Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图 9: 利率品的短期“蜜糖”



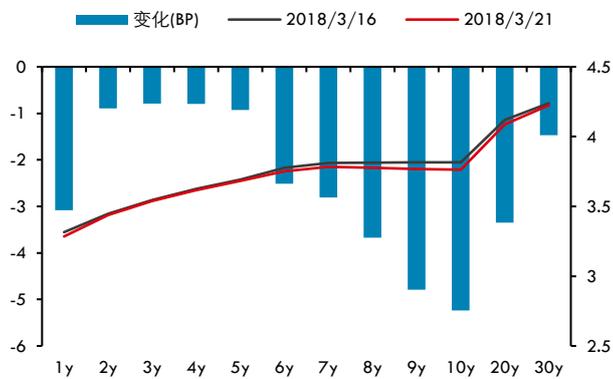
数据来源: Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图 10: 市场波动率的再次回升风险



数据来源: Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图 11: 关注国债期货的交易型机会



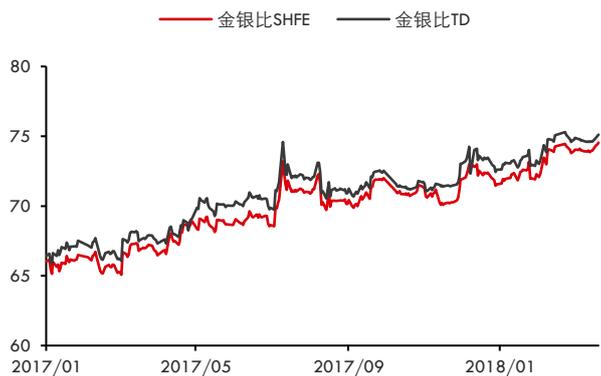
数据来源: Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图 12: 市场持仓的增加显示关注度上升



数据来源: Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图 13: 比价短期下降的错觉



数据来源: Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图 14: 关注贵金属短期的反弹力道



数据来源: Bloomberg Wind 华泰期货研究院

● 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2017版权所有。保留一切权利。

● 公司总部

地址：广州市越秀区东风东路761号丽丰大厦20层

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com