

稳定不稳定的预期，逆周期还在继续

——美联储 7 月 FOMC 会议纪要点评

事件摘要：

8 月 22 日凌晨，美联储公布的 7 月会议纪要显示，美联储决策者一致认为，在决定未来是否降息方面，“保持可选性很重要”；他们青睐“由未来的信息指导政策，避免有任何遵循预设路径的表现”，这令市场对美联储进一步降息的预期下降，部分分析师甚至认为在 FOMC 会议纪要公布之后，美联储可能不太会再降息。

主要结论：

美国经济周期依然在顶部摇摆，回落压力增加政策对冲。美联储 8 月初开启了“保险性”降息之后，市场对周期顶部的解读将继续推动压力进入释放过程¹——近期越发明显 2 年期和 10 年期收益率倒挂印证了这一压力²。随着压力对于市场的冲击（昨日 2s10s 再次倒挂），我们认为市场将从交易风险增加转向交易流动性宽松。

“美联储交易”节奏转变，黄金面临调整压力。随着美联储提前降息 25BP 的“领先信号”发出，8 月初以来黄金价格已经展开了一轮反弹 (GC 主力从 1,412 美元/盎司反弹至 1,538 美元/盎司)；那么在“提前降息 25BP”、“美债收益率曲线倒挂的未来风险”释放之后，会议纪要显示美联储的路径转向了“由未来的信息指导政策”，我们认为这或预示着美联储政策的利率端领先性交易已经结束，未来关注周期的可能企稳带来的反向交易。

策略：转向对风险的配置。在周报《关注财政，聚焦美联储——宏观流动性观察 003》中我们指出，全球利率宽松周期进入到了近几年的最宽松区域，意味着继续宽松需要更大的“系统性冲击”来实现。需要关注的变量转向经济边际上的改善对于宽松条件下的风险资产带来的流动性支撑，交易上风险空头和避险多头头寸的拥挤度表明预期改善带来的弹性存在。

风险：交易转换过程中依然存在的流动性风险，关注本周末进行的 Jackson-Hole 央行年会上美联储向市场释放进一步信息的可能。应对上，前期对冲性头寸在当前波动率回落过程中或可从期货转向期权。

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289 号

研究院 宏观组

研究员

徐闻宇

电话 021-60827991

邮箱 xuwenyu@htfc.com

从业资格号：F0299877

投资咨询号：Z0011454

联系人

蔡超

电话 021-60827984

邮箱 caichao@htfc.com

从业资格号：F3035843

相关研究：

关注财政，聚焦美联储——宏观流动性观察 003

2019-08-19

尾部的压力测试延续——美债 2s10s 倒挂点评

2019-08-15

等待情绪释放后的改善——宏观流动性观察 002

2019-08-12

迎接未知的流动性冲击——宏观流动性观察周报

2019-08-05

关注风险！预期的自我实现开始——美联储议息会议点评

2019-08-01

不把房子当短期刺激经济的手段——中央政治局会议点评

2019-07-31

当前对于中美周期的市场关注点

2019-05-22

¹ 参见《[关注风险！预期的自我实现开始](#)》，认为美联储“25BP 降息”和“结束缩表”的组合并没有消除市场对于未来金融条件稳定的信心，相反在美国财政部暂停债务上限后增加短期债务发行的影响下，市场的流动性仍将受到挑战，从而架起市场和联储之间对于金融稳定的博弈桥梁。

² 参见《[尾部的压力测试延续](#)》，对于美国周期尾部判断不变，但是策略上关注阶段性压力释放后买点。

美联储会议纪要主要内容

来源：新浪美股

评：意味着未来暂时没有持续性的风险。

新浪美股讯 美国联邦公开市场委员会（FOMC）周三公布了7月30日至31日会议记录。周三公布的会议纪要显示，三周前投票决定降息的美联储官员一致认为，此举不应被视为未来降息有“预先设定的路线”的迹象。

会议纪要显示，决策者将此举视为“周期中期调整”，美联储主席杰罗姆·鲍威尔（Jerome Powell）在会后的新闻发布会上使用了这一措辞，外界认为这是7月30日至31日会议结束后美股大跌的原因之一。

市场已经消化了一系列降息举措，因此鲍威尔使用这一表述令市场担心美联储可能不会像预期的那样采取宽松的政策。

最终，制定货币政策的联邦公开市场委员会（Federal Open Market Committee）投票决定将美联储的基准利率下调25个基点，至2%至2.5%的目标区间。这是自金融危机以来11年来的首次降息。

然而，委员会成员们没有承诺未来的降息。

评：美联储将落后于市场曲线。

会议纪要称，“在本次会议之后对货币政策前景的讨论中，与会者普遍倾向于一种方式，即政策将以即将发布的信息及其对经济前景的影响为指导，避免出现任何遵循既定路线的迹象。”

纪要还表示，“大多数参与者”认为，降息25个基点“是政策立场调整的一部分，或者是周期中期调整的一部分”，以应对不断变化的形势。

会议纪要称，“一些与会者认为，他们认为对经济构成压力的许多风险的性质以及对这些风险何时可能得到解决缺乏明确规定，强调政策制定者需要保持灵活性，并关注即将发布的数据对经济前景的影响。”

这一消息公布之际，美国总统特朗普一再呼吁加大削减力度。

评：需要关注影响未来继续降息的三个维度——投资活动、贸易冲突以及通胀。

支持降息的人列举了三个主要因素：经济活动放缓，尤其是企业投资和制造业的减少；在经济活动放缓和贸易紧张局势加剧之际进行“风险管理”；疲软的通货膨胀，其读数一直低于美联储2%的目标。

会议纪要指出，“两位”（a couple）成员希望降息50个基点，主要依据是疲弱的通胀数据。与此同时，考虑到自6月会议以来风险已“减少”，“几位”（several）成员则根本不想采取任何行动。

最终，尽管委员们一致认为，在会议召开前的几天里，经济有所改善，但他们还是同意降息。

评：主要关注——贸易冲突。

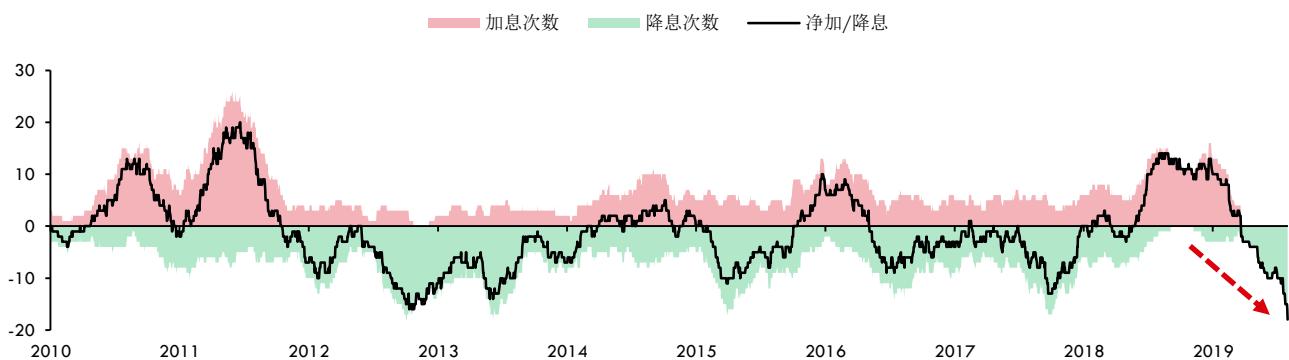
会议纪要说，那些投票支持降息的人认为此举将“更好地定位政策的总体立场，以帮助抵消全球增长疲弱和贸易政策不确定性对前景的影响，防范这些因素进一步带来的下行风险，并推动通胀更快地回归委员会 2% 的对称目标。”

这些官员认为，此举是始于 2018 年的政策“正在进行的重新评估的一部分”。在 2018 年，美联储曾四次加息。

波士顿联储总裁罗森格伦（Eric Rosengren）和堪萨斯城联储总裁乔治（Esther George）在会议上对降息投了反对票。

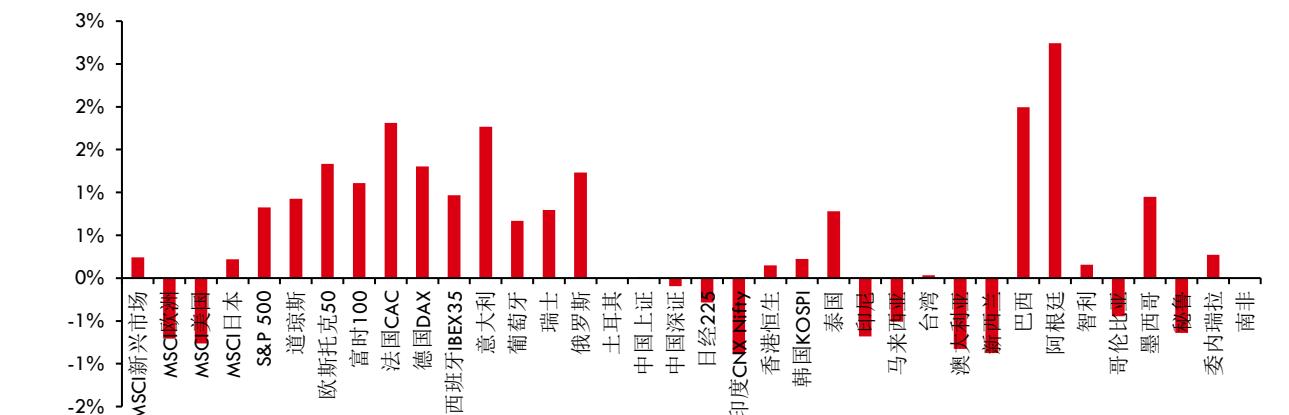
附图

图 1：2010 年以来全球央行的加减息周期——无系统性风险下宽松的尽头临近



数据来源：Wind Bloomberg 华泰期货研究院

图 2：昨日全球主要股指涨跌——相比较月初，情绪已没有那么悲观

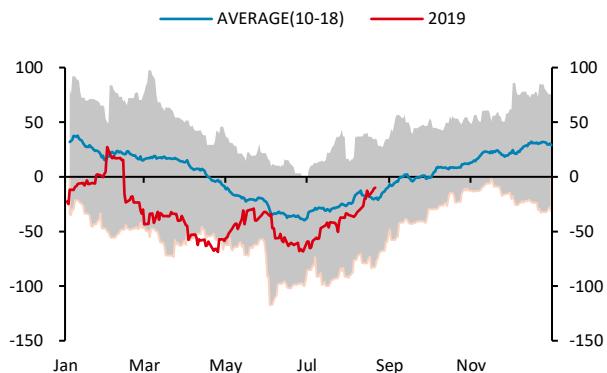


数据来源：Wind Bloomberg 华泰期货研究院

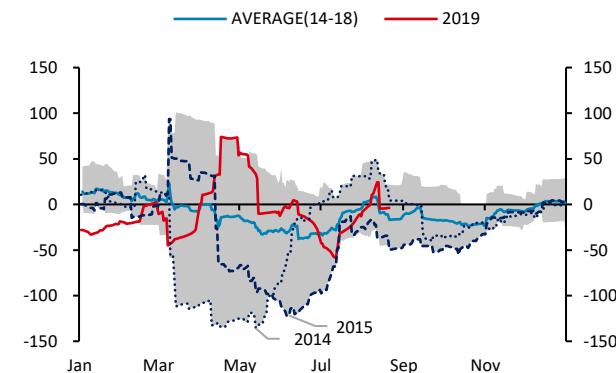
图 3：铜金比和十年期美债收益率相关性回落至技术性低位，或预示着新一轮改善周期临近（排除 1996 年）



数据来源：Wind Bloomberg 华泰期货研究院

图 4：美国的经济低预期继续改善


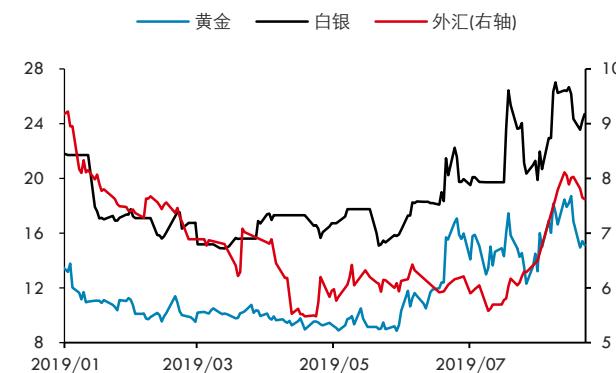
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 5：中国的经济回落后的预期暂稳


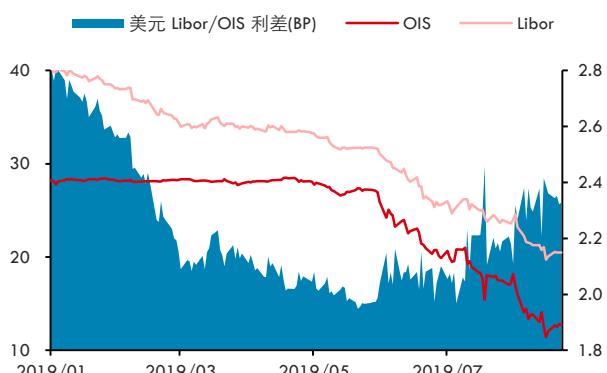
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 6：波动率再次回落

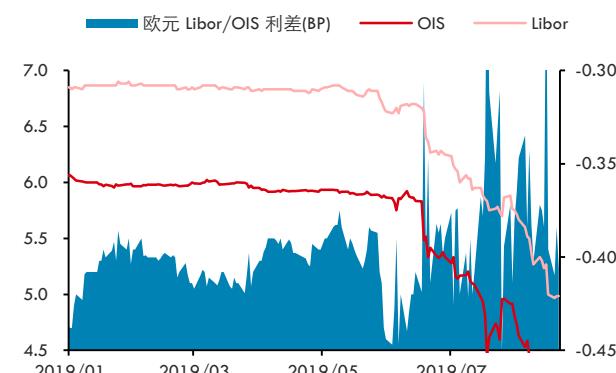

数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 7：波动率再次回落，但仍在高位


数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 8：关注改善前的流动性风险


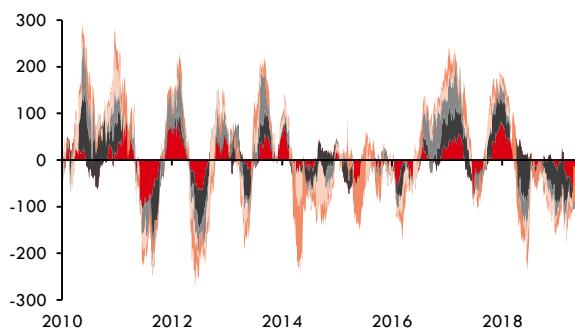
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 9：关注改善前的流动性风险


数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 10：全球仍在相对悲观的象限

■美国 ■欧元区 ■英国 ■日本 ■中国



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 11：美欧利差收敛至低位，短期有所企稳

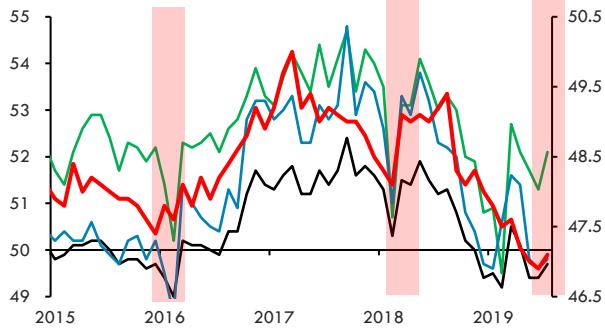
——美德利差10Y —— MSCI美国(右轴)



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 12：中国 PMI 再次发出企稳信号，关注持续性

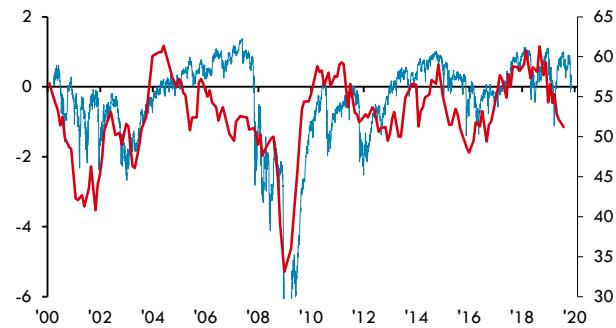
——制造业PMI —— 生产 —— 新订单 —— 就业



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 13：美国金融压力对于政策进行测试

——金融状况指数(提前3月) —— 美国ISM制造业指数(右轴)



数据来源：Bloomberg 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2019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

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com