

美联储与市场存分歧，偏鸽表态提振金银

摘要

1、事件：美联储如期按兵不动的，声明重申继续购债直至取得实质性进展；大幅上调今年经济预期、通胀预期，下调今年失业率；但美联储仍认为通胀上扬将是暂时性的；点阵图显示至2023年美联储不会加息，但预测2022和2023年开始加息的人数较去年12月有所增加。新闻发布会鲍威尔强调，经济复苏仍不均衡，美国在距离充分就业和通胀目标上仍有很长的路要走，强调货币政策将按新的平均通胀目标框架，指出美联储开始收紧政策之前，需要先看到实际通胀，而不是预期通胀会高于目标，利率点阵图等预期不足以触发美联储行动，遏制了加息前移，并强调无需对美债收益率过度反应，即将官宣SLR。

2、点评：总体而言，美联储的表态是偏鸽派的，主要体现在美联储在通胀问题和经济复苏上的持续性都仍与市场认为的经济过热和通胀压力担忧存在一定的分歧。首先，虽然美联储上调了今年的通胀预期，但预计明年通胀将回落，美联储仍认为通胀压制是暂时的，且美联储强调在开始收紧政策之前，需要先看到实际通胀，而不是预期通胀会高于目标；其次，虽然美联储大幅上调了今年的经济增长预期，但对明后年的经济预测持保守态度，下调2023年的经济预测，表明美联储对美国经济未来两三年的复苏力度是否能延续是不确定的。这种分歧的存在，给予市场美联储未来仍会继续维持宽松的信心，因此贵金属市场获提振，迎来久违的大涨，金价突破1750美元/盎司，创3月以来新高。

3、策略展望：由于美联储未就市场关注的SLR延期问题表态，且预测提前加息的人数上升，这可能会令美债收益率仍有上行空间，短期将继续限制贵金属价格的反弹空间。尽管如此，也不必担忧，美国2月CPI同比1.7%，回升至1年高位，美国2月PPI同比2.8%，为2018年10月以来最大涨幅，二者佐证了短期的通胀压力正在逐步兑现。美国五年期通胀保值国债（TIPS）损益平衡通胀率涨至2.60%，创2008年以来新高，10年期通胀保值国债（TIPS）损益平衡通胀率升至2.3%，创近七年新高。我们认为从当前至二季度，通胀或有望进入加速兑现阶段，因此美国实际利率上行空间料将有限，这意味着当前至二季度即使美债收益率继续上行，贵金属价格的下挫空间也是有限的，重心将稳步上移。且当十年期美债收益率上行到【1.8%-2%】左右时，不排除美联储会出手干预收益率曲线。

国贸期货·投资咨询

白素娜

投资咨询号：Z0013700

从业资格号：F3023916

欢迎扫描下方二维码
进入国贸投研小程序



期市有风险，入市需谨慎

一、美联储按兵不动，鲍威尔鸽派安抚市场

美联储如期按兵不动的，声明重申继续购债直至取得实质性进展；大幅上调今年经济预期至 6.5%，但对明后两年的经济预期持保守态度；下调今年失业率至 4.5%，上调今年通胀预期至 2.4%，核心通胀预期至 2.2%，但美联储官员仍认为通胀上扬将是暂时性的；点阵图显示至 2023 年美联储不会加息，但有 4 位官员预测 2022 年开始加息，有 7 位官员预测 2023 年至少加息 1 次，较去年 12 月人数有所增加；新闻发布会鲍威尔强调，经济复苏仍不均衡，美国经济在距离充分就业和通胀目标上仍有很长的路要走，强调货币政策将按新的平均通胀目标框架，指出美联储开始收紧政策之前，需要先看到实际通胀，而不是预期通胀会高于目标，利率点阵图等预期不足以触发美联储行动，遏制了加息前移，并强调无需对美债收益率过度反应，拒绝回答 SLP，因为未来几天马上会公布结果。

具体如下：

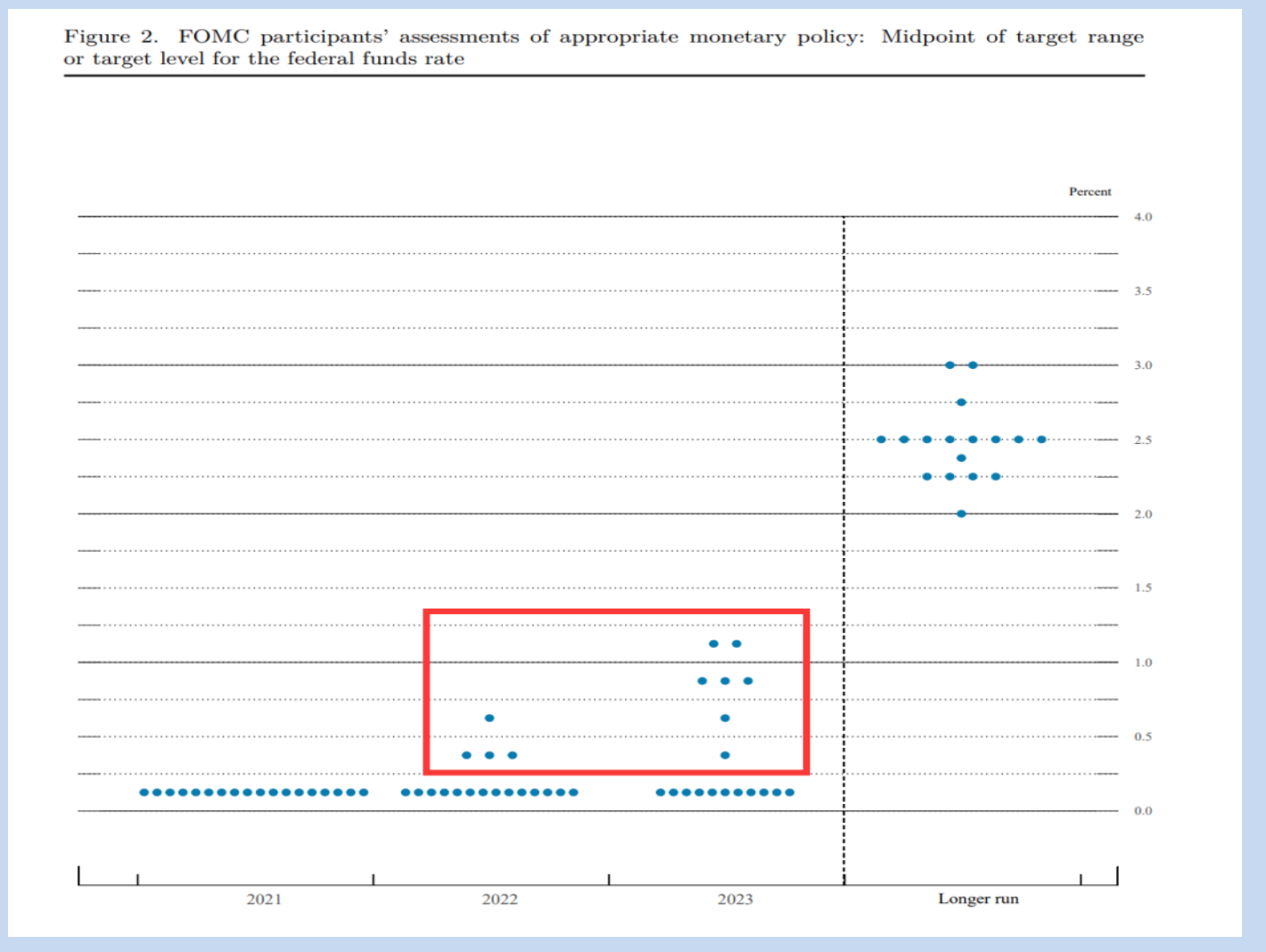
北京时间 3 月 18 日凌晨 2 点，美联储货币政策委员会 FOMC 的委员一致同意，将政策利率联邦基金利率的目标水平保持在 0-0.25% 不变，将超额准备金利率（IOER）仍维持在 0.10% 不变，将维持贴现利率维持在 0.25% 不变。

美联储声明称，重申维持资产购买不变，即至少每月购买 800 亿美元美国国债和 400 亿美元机构住房抵押贷款支持证券（MBS），直到对实现（货币政策）委员会的充分就业和价格稳定目标取得实质性的进一步进展为止。称委员会的目标将是，在一段时间内实现通胀适度高于 2%，以便让一段时间内的平均通胀达到 2%，并且长期通胀预期仍很好地锚定在 2%。经济活动和就业人口的复苏速度已经提高。新冠肺炎疫情继续构成相当大的风险。整体金融条件仍然宽松。美联储官员们认为通胀上扬将是暂时性的。失业预期暗示招聘活动反弹。将隔夜逆回购工具（RRP）单个对手限额从单日 300 亿美元提高至 800 亿美元。3 月 23 日之后，美联储将停止常规的机构 CMBS 购买操作。

会后公布的点阵图显示，美联储将维持利率在当前水平直至 2023 年，与 12 月一致，但预测从 2022 年-2023 年开始加息的人数有所上升。

18 位美联储官员中有 4 位认为 2022 年将开始加息，比上次预期的多了 1 个人；有 7 位认为 2023 年美联储至少加息一次，比上次预期 2023 年加息者多 2 人，而且 7 人中有 6 人预计届时利率超过 0.5%（若一次加息 25 个基点，即可能在当前基础上至少两次加息）。

图表1：美联储利率点阵图：将维持利率在当前水平直至2023年，与12月一致，但预计2022年加息人数上升



数据来源：CME

同时公布的更新后的经济展望数据显示，美联储上调了今明两年的 GDP 增长预期，下调了 2023 年的增长预期，下调了今、明、后三年的失业率预期，上调了今、明、后三年的个人消费支出价格指数（PCE）通胀率以及核心 PCE 通胀预期。

美联储 3 月经济预期摘要：预计 2021 年美国 GDP 将增长 6.5%，2020 年 12 月料增 4.2%。2022 年料增 3.3%，前次料增长 3.2%。2023 年料增 2.2%，前次料增长 2.4%。更长周期料增 1.8%，前次料增长 1.8%。

预计 2021 年美国失业率为 4.5%，2020 年 12 月预计为 5.0%。2022 年料为 3.9%，前次料为 4.2%。2023 年料为 3.5%，前次料为 3.7%。更长周期料为 4%，前次料为 4.1%。

预计 2021 年美国核心 PCE 通胀率为 2.2%，2020 年 12 月预计为 1.8%。2022 年料为 2.0%，前次料为 1.9%。2023 年料为 2.1%，前次料为 2.0%。预计 2021 年美国 PCE 通胀率为 2.4%，2020 年 12 月预计为 1.8%。2022 年

料为 2.0%，前次料为 1.9%。2023 年料为 2.1%，前次料为 2.0%。更长周期料为 2.0%，前次料为 2.0%。

图表2：美联储经济预期展望：上调2021年经济预期至6.5%

For release at 2:00 p.m., EDT, March 17, 2021

Table 1. Economic projections of Federal Reserve Board members and Federal Reserve Bank presidents, under their individual assumptions of projected appropriate monetary policy, March 2021

Variable	Median ¹				Central Tendency ²				Range ³			
	2021	2022	2023	Longer run	2021	2022	2023	Longer run	2021	2022	2023	Longer run
Change in real GDP	6.5	3.3	2.2	1.8	5.8-6.6	3.0-3.8	2.0-2.5	1.8-2.0	5.0-7.3	2.5-4.4	1.7-2.6	1.6-2.2
December projection	4.2	3.2	2.4	1.8	3.7-5.0	3.0-3.5	2.2-2.7	1.7-2.0	0.5-5.5	2.5-4.0	2.0-3.5	1.6-2.2
Unemployment rate	4.5	3.9	3.5	4.0	4.2-4.7	3.6-4.0	3.2-3.8	3.8-4.3	4.0-5.5	3.2-4.2	3.0-4.0	3.5-4.5
December projection	5.0	4.2	3.7	4.1	4.7-5.4	3.8-4.6	3.5-4.3	3.9-4.3	4.0-6.8	3.5-5.8	3.3-5.0	3.5-4.5
PCE inflation	2.4	2.0	2.1	2.0	2.2-2.4	1.8-2.1	2.0-2.2	2.0	2.1-2.6	1.8-2.3	1.9-2.3	2.0
December projection	1.8	1.9	2.0	2.0	1.7-1.9	1.8-2.0	1.9-2.1	2.0	1.2-2.3	1.5-2.2	1.7-2.2	2.0
Core PCE inflation ⁴	2.2	2.0	2.1		2.0-2.3	1.9-2.1	2.0-2.2		1.9-2.5	1.8-2.3	1.9-2.3	
December projection	1.8	1.9	2.0		1.7-1.8	1.8-2.0	1.9-2.1		1.5-2.3	1.6-2.2	1.7-2.2	
Memo: Projected appropriate policy path												
Federal funds rate	0.1	0.1	0.1	2.5	0.1	0.1-0.4	0.1-0.9	2.3-2.5	0.1	0.1-0.6	0.1-1.1	2.0-3.0
December projection	0.1	0.1	0.1	2.5	0.1	0.1	0.1-0.4	2.3-2.5	0.1	0.1-0.4	0.1-1.1	2.0-3.0

数据来源：CME

美联储利率决议后，美联储主席鲍威尔在新闻发布会上表态整体倾向于鸽派，以安抚市场。鲍威尔称经济复苏仍不均衡，美国经济在距离充分就业和通胀目标上仍有很长的路要走，强调货币政策将按新的平均通胀目标框架，指出美联储开始收紧政策之前，需要先看到实际通胀，而不是预期通胀会高于目标，利率点阵图等预期不足以触发美联储行动，并强调无需对美债收益率过度反应，即将官宣 SLR。

鲍威尔新闻发布会要点总结如下：

关于货币政策：鲍威尔称现在还不是开始讨论缩减债券购买力度的时机，若考虑缩减 QE，将明显地提前给出通知。美联储大部分成员都不认为会（在可预见的未来）加息，已经针对加息问题提供了非常清晰的指引，将在明显地符合那些条件时再加息；不希望关注美联储可能加息的时间点。（利率点阵图等）预期不足以触发美联储行动，我们希望看到取得实实在在的进展。

关于经济形势：当前经济形势高度不确定，复苏仍然不均衡，其轨迹将极大程度上取决于新冠肺炎疫情，复苏进程远未完成。

关于通胀与就业：在实现就业和通胀目标上，美国经济还有很长的路要走。未来数月的通胀将大幅上扬，但那些一次性的物价上涨现象将对整体通胀产生临时性的影响，这将不足以保证美联储加息。美联储已经为通胀温和上行建模，通胀预期牢牢地锚定在 2% 左右；2 月非农就业报告喜人，但希望看到就业人口增幅加速，未

来数月的就业人口增幅可能会更加强劲，但让 1000 万人重返劳动力市场需要时间。

关于 SLR：未来数日，我们将围绕辅助杠杆比率（SLR）宣布最新通知。

关于金融条件：美联储对金融稳定风险的考量是一个框架，而不是某个单一市场的表现；金融条件仍然宽松，如果市场条件出现无序性，将感到担忧；**无需对过去一个月美债收益率大幅上升做出反应。**

关于财政政策：财政政策将有助于避免疫情留下伤痕，财政救助将加速美国实现充分就业，更长周期内需侧重于投资活动。我可没有建议国会山后续应当出台怎样的财政政策。

二、点评：美联储与市场存分歧，给予贵金属市场信心

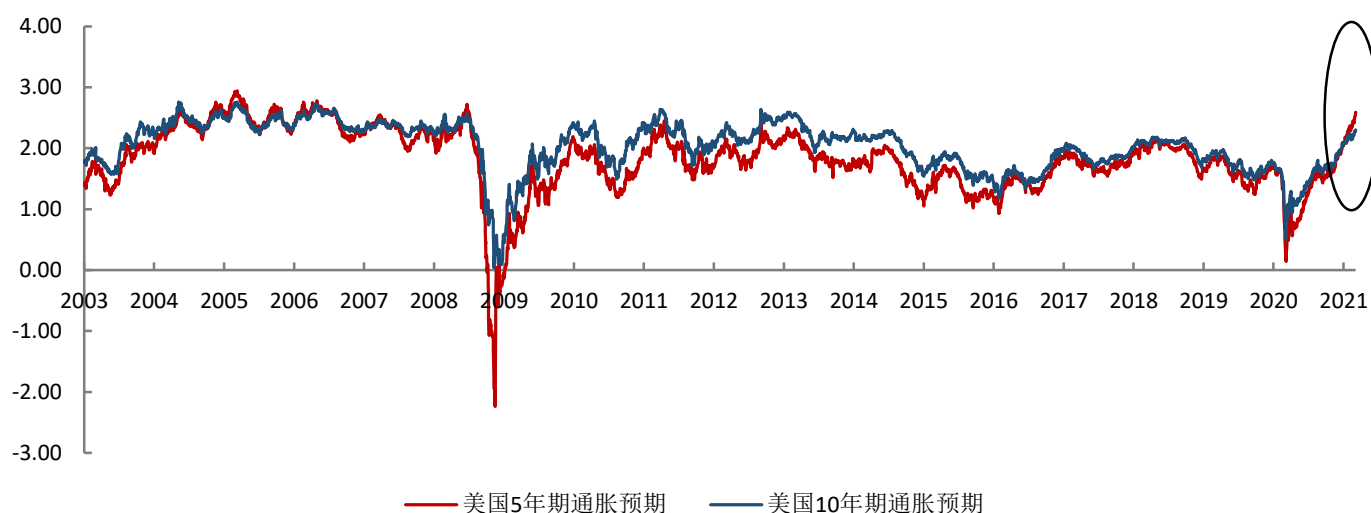
总体而言，美联储的表态是偏鸽派的，主要体现在美联储在通胀问题以及经济复苏上都仍与市场认为的**经济过热和通胀压力担忧存在一定的分歧**。首先，虽然美联储上调了今年的通胀预期，但预计明年通胀将回落，表明美联储仍认为通胀压制是暂时的，且美联储强调在开始收紧政策之前，需要先看到实际通胀，而不是预期通胀会高于目标；其次，虽然美联储大幅上调了今年的经济增长预期，但对明后年的经济预测持保守态度，尤其是对 2023 年的经济预测是下调的，表明美联储对美国经济未来两三年的复苏力度是否能延续是不确定的。而市场认为的是美国经济复苏会过热，会有较高的通胀，甚至是对未来的通胀压力表示担忧，以至于认为美联储将提前收紧货币政策，这一点从近期美债收益率的飙升可以窥见。

基于这种关于通胀和经济复苏是否可持续性的分歧存在，给予市场美联储未来仍会继续维持宽松的信心，因此贵金属市场获提振，迎来久违的大涨，金价突破 1750 美元/盎司，创 3 月以来新高。

后市，由于对市场关注的美联储并未就市场关注的 SLR 延期问题表态，且 FOMC 内部官员预测提前加息的人数上升，这可能会令美债收益率仍有上行空间，从而短期限限制贵金属的价格的反弹空间。目前美国 10 年期国债收益率已经站上 1.68%，创 2020 年 1 月以来新高。

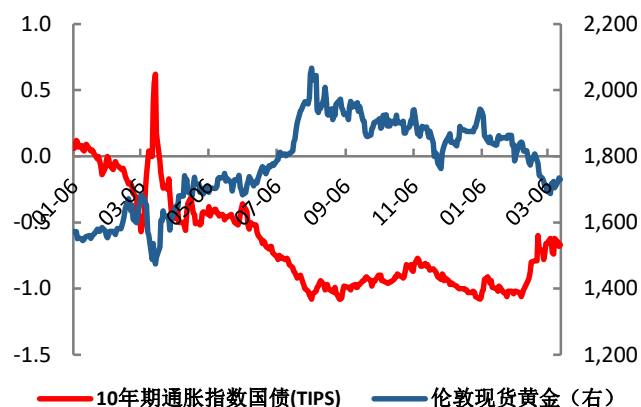
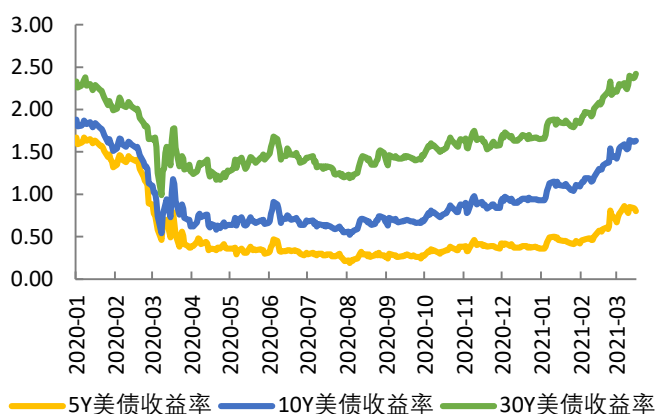
尽管如此，也不必担忧，美国 2 月 CIP 同比 1.7%，回升至 1 年高位，美国 2 月 PPI 同比 2.8%，为 2018 年 10 月来最大涨幅，二者佐证了短期的通胀压力正在逐步兑现。美国五年期通胀保值国债（TIPS）损益平衡通胀率涨至 2.60%，创 2008 年以来新高，10 年期通胀保值国债（TIPS）损益平衡通胀率升至 2.3%，创近七年新高。故从当前至二季度，通胀或有望进入加速兑现阶段，因此美国实际利率上行空间料将有限，这意味着当前至二季度即使美债收益率曲线继续上行，贵金属价格的下挫空间也是有限的，重心将稳步上移。当十年期美债收益率上行到【1.8%-2%】左右时，不排除美联储会出手干预收益率曲线。

图表3：美国通胀预期加速抬升



图表4：10年期美债收益率站上1.68%，为2020年1月以来新高

图表5：美国实际利率上行空间将开始受限



图表6：伦敦现货黄金价格走势

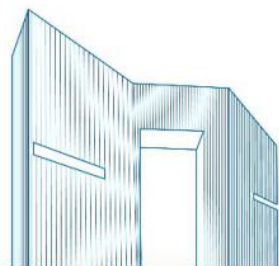
图表7：伦敦现货白银价格走势



数据来源:wind

免责声明

本报告中的信息均源于公开可获得的资料，国贸期货力求准确可靠，但不对上述信息的准确性及完整性做任何保证。本报告不构成个人投资建议，也未针对个别投资者特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者需自行判断本报告中的任何意见或建议是否



符合其特定状况，据此投资，责任自负。本报告仅向特定客户推送，未经国贸期货授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均构成对国贸期货的侵权，我司将视情况追究法律责任。

期市有风险 入市需谨慎

国贸投研小程序

专注期货，悦享资讯

7X24小时期货资讯，紧跟行情专业解读



专业·诚信·进取·共赢