

## 国信期货宏观专题报告

## 商品策略

## 美联储专题二：加息如期落地 联储决议详解

2022年3月17日

## ● 主要结论

美联储3月会议落地，加息开启，缩表在即，经济前景凸显滞胀风险。短期看，美联储加息落地且基本在市场预期内形成“利空落地”效应，长期看加息阶段商品往往走强，主要逻辑在于流动性收缩的体现需要时间，而需求仍然强势，故未来仍需重点关注流动性及需求情况。

货币政策方面，美联储本次加息25bps即只加1次，点阵图显示年内还要加6次息，另外鲍威尔表示可能会持续加息。缩表方面，本次没有开启缩表，美联储已就缩表计划取得进展，预计5月开始。加息和缩表与市场预期基本一致。

经济预测方面，本次经济预测美联储上调通胀预测，下调GDP增长预测，就业预测不变，滞胀前景凸显。

当前美联储在加息和缩表问题上如此鹰派的原因在于通胀是主要矛盾。在经济增长势头仍在，就业市场仍强劲的情况下，担忧经济增长与担忧通胀过高的天平倾向于通胀端。而给出较强的加息和缩表预期来打压市场通胀预期更为有效。所以如果说现在美联储的强势加息和缩表态度是鹰的话，那未来美联储政策立场的缓和及转鸽将取决于经济增长何时重回关注重点。考虑到通胀短期内仍然高企难以降温，美联储或将于5月再次加息并开启缩表。但下半年通胀有望脱离高位压力缓解，美国面临中期选举，而加息后需求缩减将逐渐显现，经济增长或重回重点，届时紧缩节奏或将由快转慢。

大类资产影响上，短期看美联储加息落地且基本在市场预期内，形成利空落地效应。市场风险情绪转暖，美元指数回落，贵金属和有色金属均反弹，美国三大股指均上涨，中国股指亦表现出乐观情绪。长期看加息阶段商品往往走强，主要逻辑在于流动性收缩的体现需要时间，而需求仍然强势。未来仍需重点关注流动性收缩效果及需求情况。

分析师助理：周古玥  
从业资格号：F3075597  
电话：021-55007766-6636  
邮箱：15527@guosen.com.cn

分析师：顾冯达  
从业资格号：F0262502  
投资咨询号：Z0002252  
电话：021-55007766-6618  
邮箱：15068@guosen.com.cn

## 独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

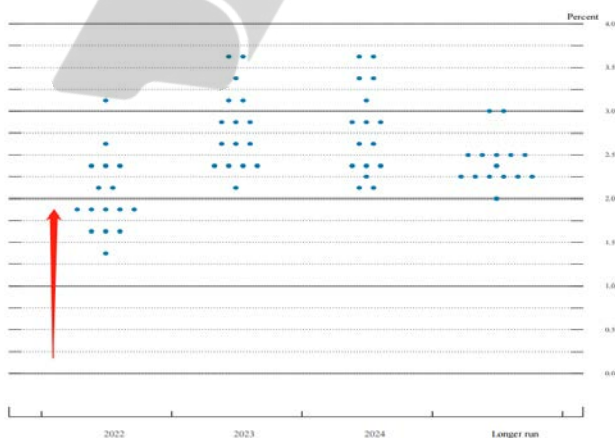
## 一、 货币政策：加息开启，缩表在即

加息方面，美联储本次会议加息 25bps，即只加息 1 次，声明中表示持续加息将是适当的，打开了市场对美联储连续加息的预期空间。美联储发布的点阵图显示，过半官员认为年内还会至少再加 6 次息，即再加息 150bps。但由于今年以来，随着通胀数据的公布，市场对美联储加息预期不断加强，CME 显示的市场加息预期一度达到 3 月加息 50bps，12 月底前加息 175bps，故本次的加息开启以及鲍威尔对后续持续加息的表态并未超出市场预期。

缩表方面，在美联储 12 月会议纪要上首次提及缩表，1 月会议上公布缩表原则文件后，本次会议上缩表开启时间将大概率在 5 月已渐明朗，但更多缩表讨论细节仍需等待本月会议纪要的公布。美联储在声明中表示预计在未来会议上开始减持国债、机构债和 MBS，即启动缩表。鲍威尔讲话表示美联储在缩表计划上取得了进展，并在记者会上表示预计将在 5 月会议上开启缩表，本轮缩表会比上一轮（即 2017 年-2019 年）更快、更早。缩表和加息均是联储的紧缩政策，上一轮紧缩周期，美联储在 2015 年 12 月加息，2017 年 9 月开始缩表，而本次加息和缩表开启时间间隔预计仅有 2 个月。美联储缩表具有能更好地推升长端利率的特点，故这也能在一定程度上缓解加息周期内期限利差收窄乃至倒挂现象，即缓解长端利率上行幅度不及短端利率的情况，因为利率曲线倒挂往往是经济即将衰退的信号。鲍威尔在记者会上提到，缩表也能起到相当于“额外加息”的作用。

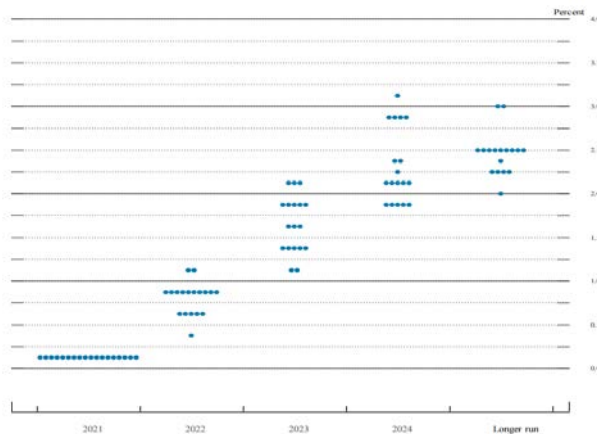
当前美联储在加息和缩表问题上如此鹰派的原因在于通胀是主要矛盾。在经济增长势头仍在，就业市场仍强劲的情况下，担忧经济增长与担忧通胀过高的天平倾向了通胀端。而给出较强的加息和缩表预期来打压市场通胀预期更为有效。所以如果说现在美联储的强势加息和缩表态度是鹰的话，那未来美联储政策立场的缓和及转鸽将取决于经济增长何时重回关注重点。考虑到通胀短期内仍然高企难以降温，美联储或将于 5 月再次加息并开启缩表。但下半年通胀有望脱离高位压力缓解，美国面临中期选举，而加息后需求缩减将逐渐显现，经济增长或重回重点，届时紧缩节奏或将由快转慢。

图：美联储 3 月会议点阵图



数据来源：WIND 国信期货

图：美联储去年 12 月会议点阵图



数据来源：WIND 国信期货

## 二、 经济预测：滞涨前景凸显

美联储在公布的经济预测中，上调通胀预测，下调 GDP 预测，就业预测不变，滞涨前景凸显。在俄乌局势及通胀居高不下的影响下，经济增长不确定性上升。

经济增长方面，美联储下调了对 2022 年 GDP 增速的预测，与去年 12 月相比，自 4% 降至 2.8%，对明后 2 年增速预测不变维持在 2.2% 和 2%。

通胀方面，美联储上调了对 2022 年通胀（PCE）的预测，与去年 12 月相比，PCE 预测自 2.6% 大幅提升至 4.3%，核心 PCE 预测自 2.7% 大幅提升至 4.1%。对明后 2 年，PCE 预测分别自 2.3% 和 2.1% 升至 2.2% 和 2%，核心 PCE 预测分别自 2.3% 和 2.1% 升至 2.6% 和 2.3%。

就业方面，美联储对失业率的预测维持不变。

事实上，未来一个月内通胀问题或仍难以降温。另外美国 2 月平均时薪同比增 5.1% 涨幅收窄但周薪同比升 5.43% 续创新高，这可能与劳动力工作时长增加有关。另外美国 1 月失业人数与职位空缺数的差虽已有所缩窄但劳动力市场的供需缺口仍然存在，“工资-通胀螺旋”仍难言缓解有待后续观察。另外，在 2 月 CPI 数据公布后经过测算，若 3 月 CPI 环比维持在 0.5% 以上，CPI 同比仍将继续创出新高，而 3 月俄乌冲突发酵原油一度上涨至 140 美元通胀问题凸显，预计 3 月 CPI 同比将在 7.9%-8.3% 附近，而年底预计 CPI 也难以回到 4% 以下。

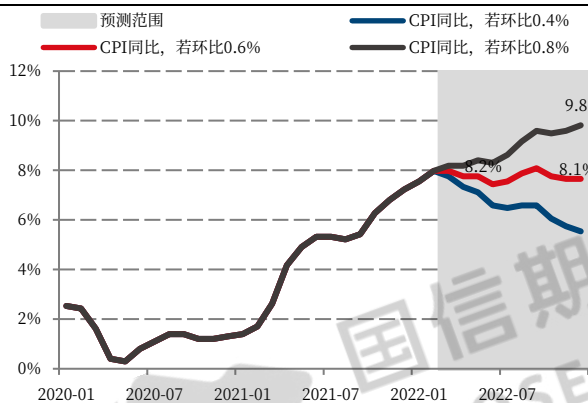
从市场交易情况来看，美债利率的长短端利差大幅收窄，利差收窄往往意味着市场对经济增长预期不振，截至 3 月 16 日，美债 10 年-2 年期利差已降至 0.24% 是过去 40 年来加息开始时的最低水平，也充分反映出市场对于经济增长的忧虑。

图：美联储上调通胀预测，下调 GDP 预测，就业预测不变

Variable	Median <sup>1</sup>				Central Tendency <sup>2</sup>				Range <sup>3</sup>			
	2022	2023	2024	Longer run	2022	2023	2024	Longer run	2022	2023	2024	Longer run
Change in real GDP	2.8	2.2	2.0	1.8	2.5-3.0	2.1-2.5	1.8-2.0	1.8-2.0	2.1-3.3	2.0-2.9	1.5-2.5	1.6-2.2
December projection	4.0	2.2	2.0	1.8	3.6-4.5	2.0-2.5	1.8-2.0	1.8-2.0	3.2-4.6	1.8-2.8	1.7-2.3	1.6-2.2
Unemployment rate	3.5	3.5	3.6	4.0	3.4-3.6	3.3-3.6	3.2-3.7	3.5-4.2	3.1-4.0	3.1-4.0	3.1-4.0	3.5-4.3
December projection	3.5	3.5	3.5	4.0	3.4-3.7	3.2-3.6	3.2-3.7	3.8-4.2	3.0-4.0	2.8-4.0	3.1-4.0	3.5-4.3
PCE inflation	4.3	2.7	2.3	2.0	4.1-4.7	2.3-3.0	2.1-2.4	2.0	3.7-5.5	2.2-3.5	2.0-3.0	2.0
December projection	2.6	2.3	2.1	2.0	2.2-3.0	2.1-2.5	2.0-2.2	2.0	2.0-3.2	2.0-2.5	2.0-2.2	2.0
Core PCE inflation <sup>4</sup>	4.1	2.6	2.3		3.9-4.4	2.4-3.0	2.1-2.4		3.6-4.5	2.1-3.5	2.0-3.0	
December projection	2.7	2.3	2.1		2.5-3.0	2.1-2.4	2.0-2.2		2.4-3.2	2.0-2.5	2.0-2.3	
Memo: Projected appropriate policy path												
Federal funds rate	1.9	2.8	2.8	2.4	1.6-2.4	2.4-3.1	2.4-3.4	2.3-2.5	1.4-3.1	2.1-3.6	2.1-3.6	2.0-3.0
December projection	0.9	1.6	2.1	2.5	0.6-0.9	1.4-1.9	1.9-2.9	2.3-2.5	0.4-1.1	1.1-2.1	1.9-3.1	2.0-3.0

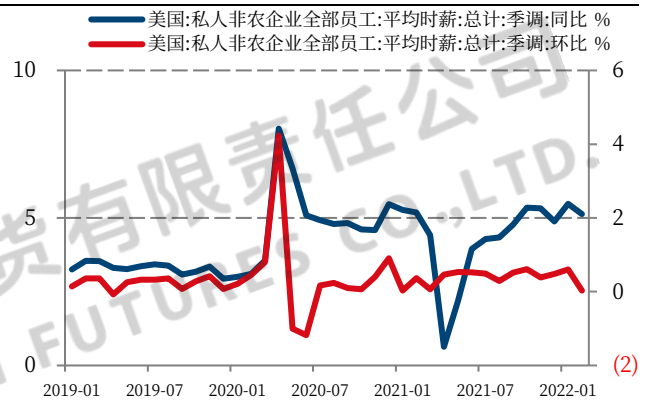
数据来源：WIND 国信期货

图：3 月美国 CPI 同比大概率继续创出新高



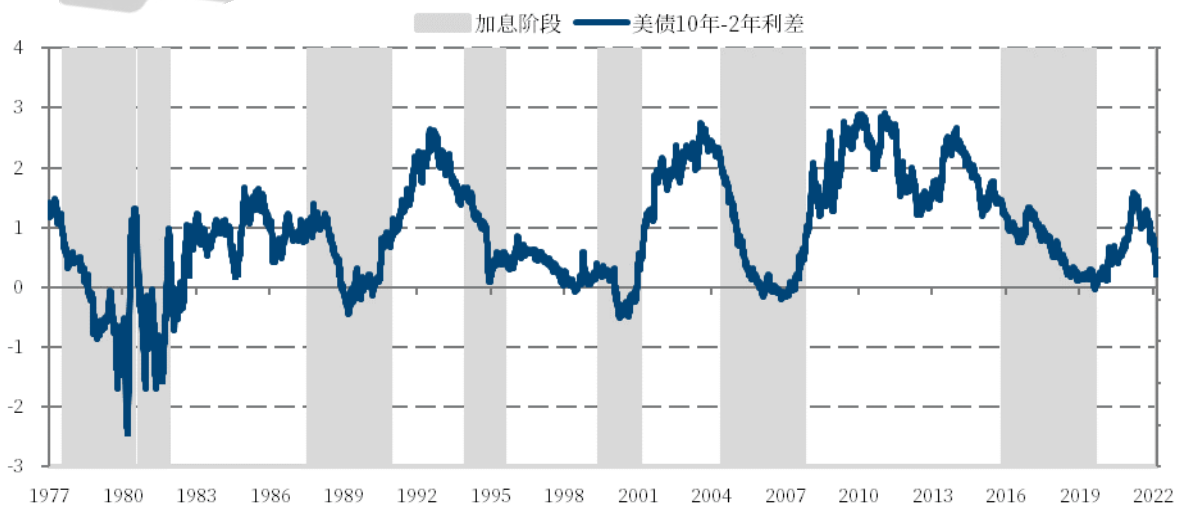
数据来源：WIND 国信期货

图：美国非农时薪同比有所下滑但仍处高位



数据来源：WIND 国信期货

图：美债期限利差收窄，市场对经济增长信心不足



数据来源：WIND 国信期货



### 三、 加息阶段商品往往走强，关注流动性与需求变化

就加息落地后的市场表现而言，市场风险情绪转暖，表现出“利空落地”，美元指数回落，贵金属和有色金属均反弹，美国三大股指均上涨，中国股指亦表现出乐观情绪。美债利率整体上行，期限利差进一步缩窄。

更长期来看，我们已在《美联储加息落地在即，商品有什么机会？》中复盘过去 50 年美联储的 8 轮加息期，发现加息阶段能源和金属涨价尤其突出，锌、原油、煤上涨表现最佳，铜、铝、镍上涨概率亦较大，同时他们的阶段性顶部也在加息阶段出现。其他品种方面，贵金属表现上，加息周期黄金表现略强于白银。而农产品受到自身供给影响较大，在加息阶段并未表现出较强的规律性。美元指数美联储加息并不存在必然联系，在过去 50 年的 7 次加息中，美元指数以下降居多。美联储加息带来整体流动性收缩，大宗商品和权益资产将承压。但实际复盘结果却不同，背后逻辑可能主要在于（1）流动性的收缩需要时间，不会立刻对商品价格产生实质性影响（2）商品强势更多与仍然旺盛的需求有关。美国过去几轮加息时往往实际经济增长维持强劲，就业市场向好，商品市场需求旺盛。还未产生实质性影响的流动性收缩叠加仍然旺盛的需求，可能是商品在加息阶段上半场仍强势的原因。

而当下对于商品而言，美联储加息的影响主要在两方面，一是流动性收缩情况，二是需求情况，后续仍需保持关注。流动性方面，由于俄乌冲突下各类资产波动加剧，叠加俄罗斯制裁影响引发市场流动性忧虑，反映银行短期流动性水平的 TED 利差已大幅升高显示出流动性趋紧，建议关注 TED 利差等流动性指标情况，在俄乌局势缓解后能否有所回落缓解市场对流动性紧张的忧虑。需求方面，建议关注 PMI 新订单指数及美国库存情况。美国制造业 PMI 及新订单指数高位回落但仍远高于荣枯线水平，反映需求仍然旺盛。美国当前零售商、批发商和制造商库存均已出现大幅回升，推升需求。但随着补库进程推进，需求或将逐步回落，商品价格也将随之承压。

表：过去 50 年美联储历次加息大类资产表现，商品表现偏正面

历次加息阶段主要商品涨跌幅	2015-12 2019-07	2004-06 2007-09	1999-06 2001-02	1994-02 1995-07	1987-09 1990-10	1980-09 1981-11	1977-08 1980-05	1973-01 1974-12
加息幅度 bp	200.0	400.0	150.0	275.0	100.0	300.0	725.0	300.0
加息阶段时长 年	3.6	3.3	1.6	1.4	3.1	1.2	2.8	1.9
加息速度 bp/年	66.7	208.7	180.0	300.0	70.6	514.3	300.0	240.0
黄金	31%	82%	0%	1%	-17%	-39%	254%	182%
白银	12%	119%	-9%	-2%	-42%	-57%	184%	117%
铜	28%	185%	24%	65%	51%	-20%	76%	15%
铝	20%	43%	22%	46%	11%	-35%	50%	59%
锌	60%	182%	2%	6%	79%	10%	33%	99%
镍	56%	118%	26%	48%	71%	-23%	13%	21%
原油	68%	116%	66%	17%	89%	9%	193%	395%
天然气	-2%	22%	140%	-28%	9%	17%	111%	101%
铁矿石	197%	292%	9%	7%	28%	0%	22%	30%
煤	38%	15%	23%	32%	50%	27%	40%	47%
棕榈油	-10%	81%	-39%	69%	-13%	-2%	18%	225%
大豆	0%	44%	3%	-4%	15%	-23%	13%	35%
玉米	16%	29%	-2%	3%	36%	-21%	43%	84%
棉花	8%	6%	3%	8%	-3%	-25%	30%	22%
橡胶	31%	58%	0%	56%	-15%	-32%	66%	27%

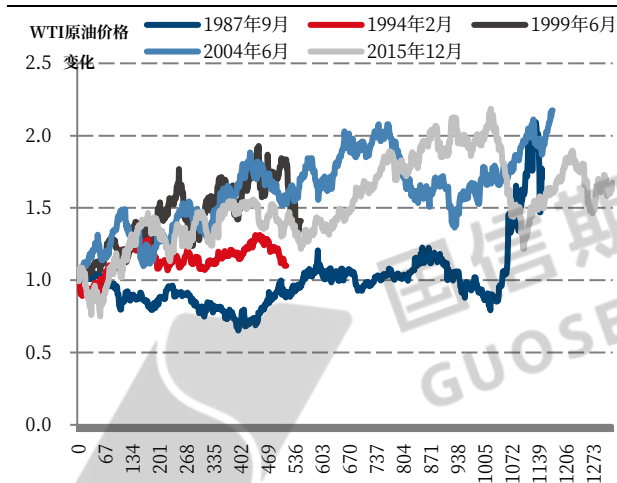
数据来源：WIND 世界银行 国信期货

表：美联储历次加息后一年，有色和原油表现偏强

加息周期开始后一年主要商品涨跌幅	2015-12	2004-06	1999-06	1994-02	1987-09	1980-09	1977-08	1973-01
	2016-12	2005-06	2000-06	1995-02	1988-09	1981-09	1978-08	1974-01
黄金	8%	10%	9%	-1%	-10%	-34%	42%	98%
白银	16%	25%	-1%	-10%	-16%	-49%	24%	80%
铜	22%	31%	23%	54%	34%	-17%	23%	82%
铝	15%	3%	15%	51%	37%	-29%	12%	11%
锌	74%	25%	12%	7%	76%	18%	19%	244%
镍	26%	19%	62%	46%	123%	-16%	-14%	6%
原油	44%	52%	81%	26%	-28%	4%	1%	525%
天然气	39%	21%	85%	-26%	-4%	15%	18%	101%
铁矿石	98%	72%	4%	7%	-4%	0%	-7%	30%
煤	69%	-14%	-2%	21%	37%	27%	5%	47%
棕榈油	34%	-4%	-20%	71%	28%	0%	19%	173%
大豆	13%	4%	9%	-13%	57%	-21%	14%	22%
玉米	-7%	-21%	-10%	-13%	65%	-18%	20%	42%
棉花	13%	-16%	2%	25%	-32%	-23%	5%	124%
橡胶	76%	7%	12%	108%	12%	-27%	29%	145%
美元指数	4%	-1%	5%	-9%	1%	26%	-13%	-3%

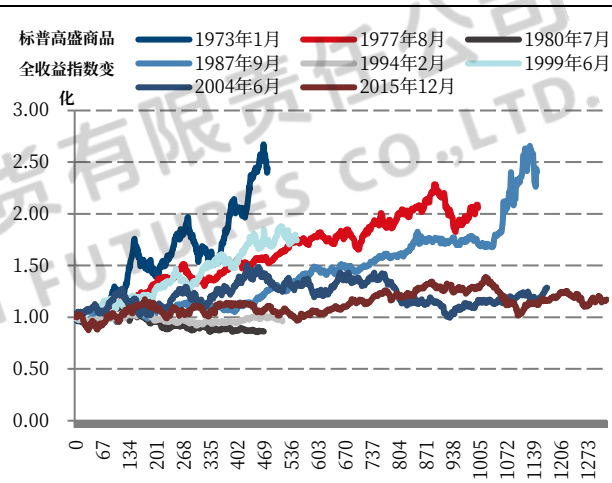
数据来源：WIND 世界银行 国信期货

图：WTI 原油价格在加息落地后以上涨为主



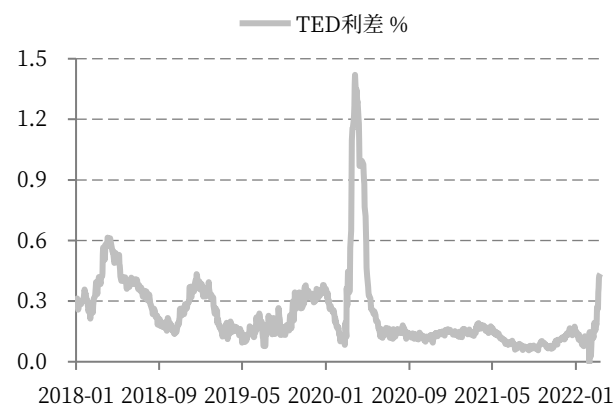
数据来源：WIND 国信期货

图：加息期间商品大概率有正收益



数据来源：WIND 国信期货

图：TED 利差走高，反映市场流动性有所收紧



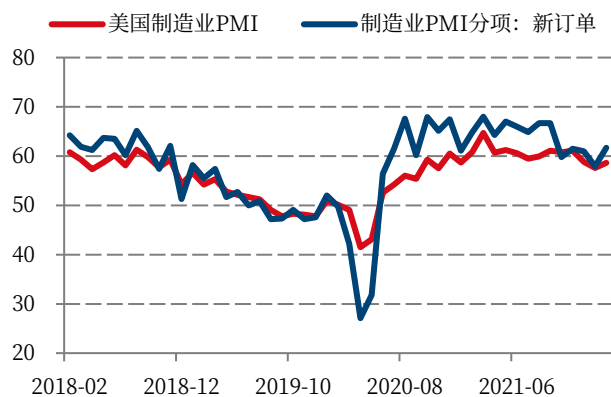
数据来源：WIND 国信期货

图：金融条件指数小幅走高，流动性已先于加息出现收紧



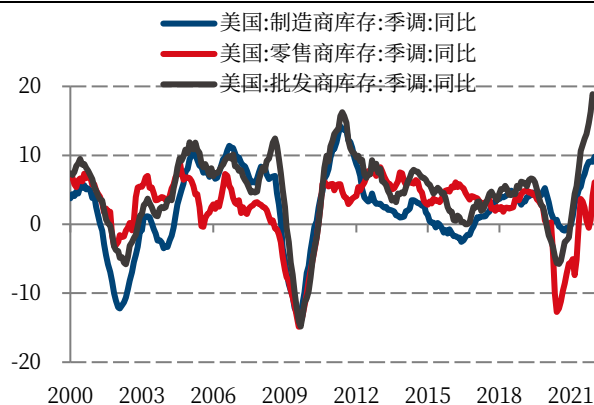
数据来源：FRED 国信期货

图：美国新订单指数仍维持高位



数据来源：WIND 国信期货

图：关注库存，已出现大幅回升



数据来源：WIND 国信期货

国信期货有限责任公司  
GUOSEN FUTURES CO.,LTD.

**重要免责声明**

本研究报告由国信期货撰写编译，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布及分发研究报告的全部或部分给任何其它人士。如引用发布，需注明出处为国信期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。国信期货保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，国信期货力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点仅代表报告撰写时的判断，仅供阅读者参考，不能作为投资研究决策的依据，不得被视为任何业务的邀约邀请或推介，也不得视为诱发从事或不从事某项交易、买入或卖出任何金融产品的具体投资建议，也不保证对作出的任何判断不会发生变更。阅读者在阅读本研究报告后发生的投资所引致的任何后果，均不可归因于本研究报告，均与国信期货及分析师无关。

国信期货对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

国信期货有限责任公司  
GUOSEN FUTURES CO., LTD.