

反弹将尽——加息落地前的美元

美元指数在2021年5月之后由于美联储逐步调整加息预期,使得美元出现了一波中期上涨,至今最大涨幅接近8%,表现相当抢眼。然而随着加息即将落地,美元的上涨势头大概率将告一段落,进入6-9个月的震荡下行期,美元回落的主要驱动力并不是经济的全面滞涨,而是对美联储加息的预期已经兑现,并且在缩表对流动性产生实质影响之前,美元已经没有刷新高点的驱动力了。

一、美国尚未陷入滞涨

经济数据上所反映的是,美国的经济增长尽管可能面临放缓,但目前仍然有动力:剔除价格因素的总销售在经过近半年的瓶颈期增长依然持续;剔除价格因素的总收入增速明显放缓,持续时间已经超过半年,一方面疫情的反复正在阻碍部分人重回工作岗位,另一方面企业的用工需求又迟迟得不到满足;失业率下降开始放缓,4%已经接近自然失业率的边界,继续向下的运行也很难带来明显的总收入增长;工业生产保持较好的势头,订单积压仍然较高,下游需求尚有支撑。

图1: 不变价总收入指数



数据来源: Wind, 华闻期货研究所

图 2：不变价总销售指数

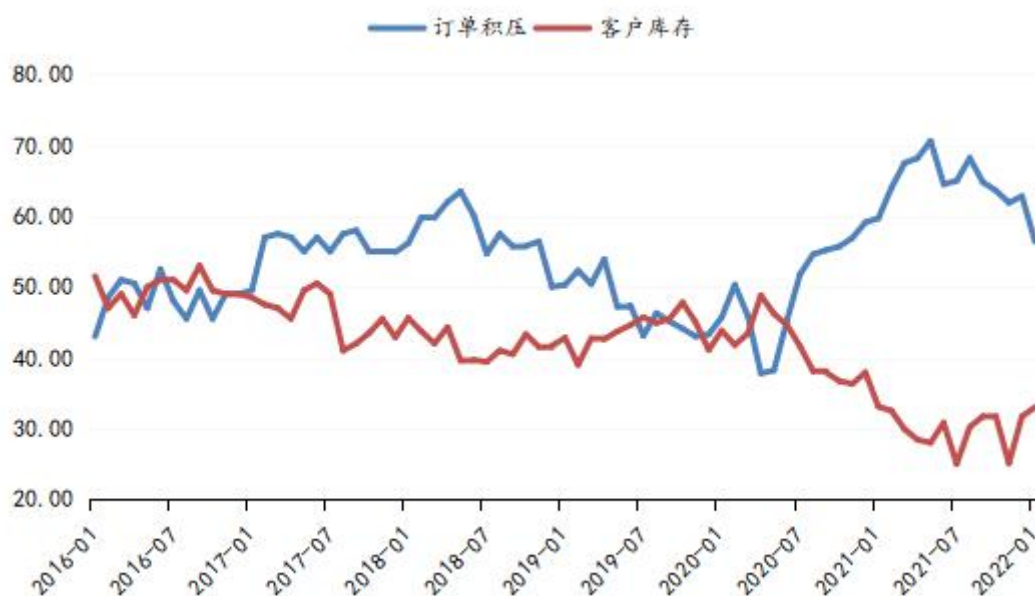


数据来源：Wind，华闻期货研究所

通胀目前仍然是美国经济可能从过热转向滞涨的重要一环，供需不匹配的情况仍然存在，供应链的不通畅暂未显著改善，制造业的订单积压比 21 年中的峰值有所消化，下游的客户库存也出现了累库的初期现象，批发贸易零售行业的累库可能已经出现了。1 月 CPI 中，最重要的增长来自能源、食品和房屋租金的贡献。其他的商品类消费品的价格将会逐步稳定，尽管食品和能源的价格的波动率仍然很高，对通胀的中期影响仍然是正向的。房屋租金还在反映房地产市场的回暖，并且目前的营建许可和新屋开工数据保持在高位，预计房屋租金将是中期上 CPI 最稳定的支撑因素之一。目前 CPI 环比的高位大概率已经出现，不过短期掉头向下的可能性不大，大概率将在 0.5-0.9% 的区间内震荡，一直到原油价格出现明显回落才能释放环比压力；同比上的峰值可能在 3-6 月出现，原因是 21 年通胀加速的时间就是 3-6 月。

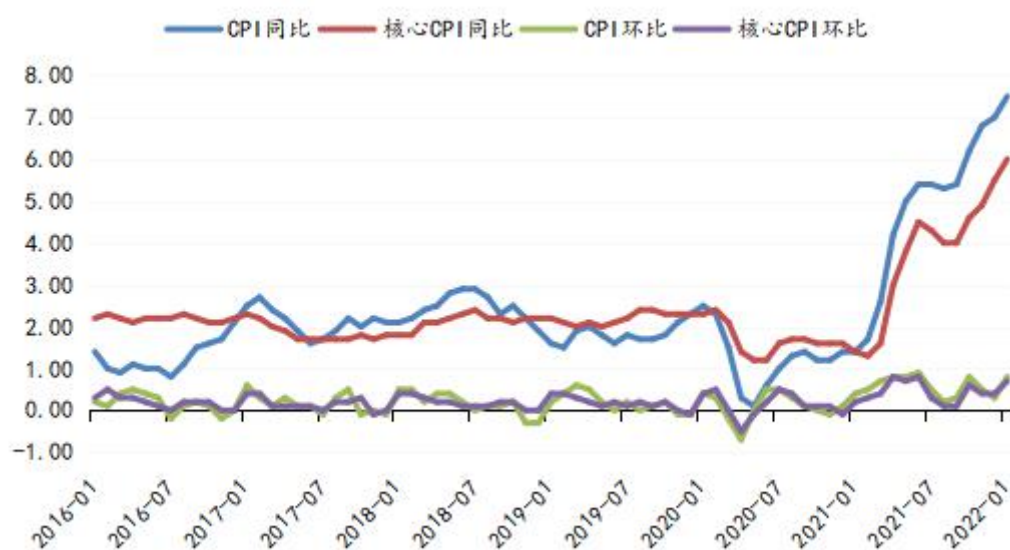
经济基本面上，增长暂时还没有出现全面放缓的迹象，房地产市场表现不错，通胀高位运行短期难以明显回落。整体上经济尚处过热运行，滞涨暂时还未到来，美联储也将完成缩减购债，最后到来的加息和缩表正是市场焦点所在。

图 3：累库预期增强



数据来源：Wind，华闻期货研究所

图 4：不变价总销售指数



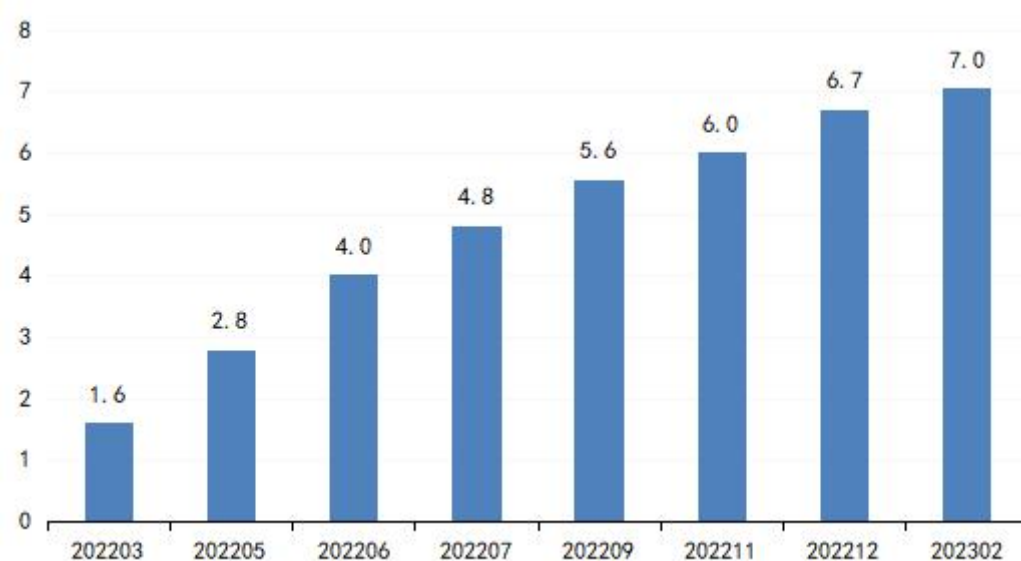
数据来源：Wind，华闻期货研究所

二、加息在前，缩表在后

目前（截止 2 月 16 日）市场预期美联储在年内会加息 6 次（3 月和 5 月 25 个基点，6 月 50 个基点，9 月和 11 月各 25 个基点，之后在 23 年 2 月再加 25 个基点），尽管近期对于加息的热度有所下降（1 月 CPI 公布时市场甚至预期 22 年

3月将加息50个基点的基础上可能紧急召开议息会议提前加息)。然而,随着美联储的预期管理,目前3月加息的预期回到了1次,不过距离3月会议还有将近一个月,接下来的1-2周内美联储官员的表态也会对市场预期产生一定程度的影响。

图 5: 美联储 22 年各次会议加息预期



数据来源: CME Fed Watch, 华闻期货研究所

由于紧缩预期是目前市场的焦点所在,任何变化都会很快被市场消化并计入价格,因此可以说现在年内的加息预期已经被包含在债券、美股和美元的价格中,无论是美元中期的上升趋势还是短期上名义利率和实际利率的飙升都源于加息预期的变化。

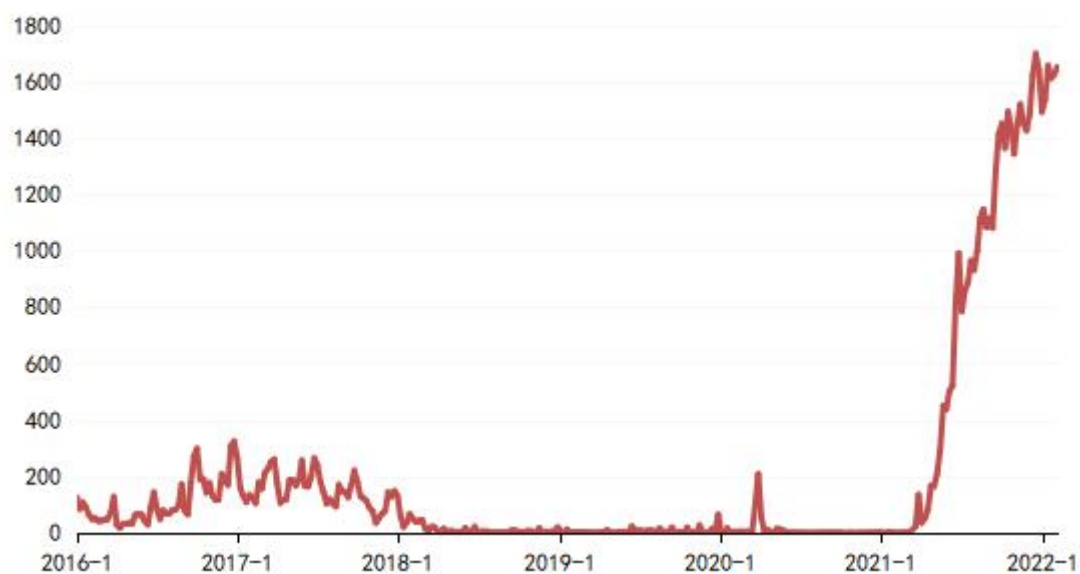
相比加息预期,更难量化的则是缩表的预期,通常资产购买被称为“放水”,目前所处的减少资产购买就像是在“关(放水)龙头”,加息像在“拧紧(控制循环速度的)阀门”,而缩表则是在“抽水”。在资产购买的过程中,流动性不断宽松,促进信贷扩张,很快市场上的货币供应就超过了实际需求,这一点在美联储的隔夜逆回购(o/n RRP)的规模中有明确的体现。

图 6：近期名义利率和实际利率飙升



数据来源：Wind，华闻期货研究所

图 7：o/n RRP 规模达到 1.6 万亿



数据来源：Wind，华闻期货研究所

美联储的隔夜逆回购在 21 年一季度后开始持续累计,在 6 月美联储上调隔夜逆回购利率后出现加速,这里面累积的都是在市场上找不到更好收益的准备金,也可以说美联储的资产购买中总会有一部分流入了隔夜逆回购。正是如此宽松的

流动性大大提振了资产价格，并使之维持在高位。从 2019 年三季度美联储开始投放流动性至今，实际的流动性净投放大约 2.64 万亿美元（在诸如隔夜逆回购这种吸收多余准备金的池子之外，才是真正投放出去并被市场吸收掉的流动性）。因此，在美联储开始缩表后，隔夜逆回购的规模将会逐渐缩减，在隔夜逆回购消耗殆尽后，缩表才会真正地影响到此前净投放的流动性——也就是说，在隔夜逆回购耗尽之前对流动性的影响更多的体现在预期的变化和随之而来的资产配置调整上。尽管如此，对于流动性预期的影响也会推动国债收益率的再一次快速上升，并有可能把实际利率推升到 0% 附近，结束 2019 年开始的负实际利率时代。

当然，美联储的缩表计划并不是粉碎过剩的流动性的全部手段，财政部的国债发行和兑付也将实际影响流动性粉碎的进度，基于目前流动性严重过剩的情况急需改善，预计实际的流动性粉碎的过程将会比美联储的缩表速度更快。因此隔夜逆回购的消耗速度也可能快过缩表的速度。在缩表的预期（包括缩表规模）被市场消化后，到缩表对流动性产生实质影响的过程中，实际利率将会快速冲击 0%，如果按照美联储加息两次就考虑缩表的预期来推测，今年就能看到实际利率转正的时刻。

图 8：十年债高点逐步下移



数据来源：Wind，华闻期货研究所

根据美联储近年来对中性利率的探讨，实际利率达到 0.5% 将是美联储经济长

期稳定下的中性利率然而现在市场对于通胀的高预期，十年债名义收益率可能最终会短暂打破市场主流预期的天花板——2.5%，最高可能达到2.75-3%附近。

三、预期管理的艺术

1月非农数据公布之时，除了远超预期的数据本身，劳工部对前值的修正也同样值得注意，12月的非农新增就业从初值的19.9万上调至51万，11月的数据经过两次调整为64.7万人，经此调整，2021年8-12月的就业数据修正值基本稳定在50万人上下，也难怪有评论说“（经过调整的非农）看上去就像疫情从来没有发生过”。也基于就业数据的调整，给了美联储紧缩前的“数据支撑”，随后市场对于加息预期快速升温。

3月议息会议上美联储将会宣布完成缩减购债，并开始加息，从21年年中开始的加息预期终将落地，预期中兑现上涨的美元将在加息落地后开始震荡下行，历史上美元实际开始加息后平均会出现6个月左右的弱势表现。当下由于高油价带来的通胀担忧，把欧洲央行搅得坐立不安，欧元区的加息预期也开始放上台面，尽管当前的预期是22年12月才可能第一次加息，但是这个预期将会加剧3月之后6-9个月的美元震荡下行过程。在加息落地到缩表预期走强之前，将是美元第一轮回落的过程；在缩表预期愈演愈烈的过程中，美元可能会出现短线反弹；之后在缩表落地后美元将会再次回落。

根据目前的市场估计，市场已经为黄金完成了今年7次的加息预期的计价，因此之后美元的高位转弱叠加可能面临的滞涨预期将会是黄金中线上冲的主要驱动。

黄笑凡，从业资格号 F03092687，投资咨询从业证书号 Z0017145

免责声明

此报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用。此报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而华闻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闻期货有限公司认为可靠，但华闻期货有限公司不能担保其准确性或完整性，而华闻期货有限公司不对因使用此报告的材料而引致的损失负任何责任。阁下不能依靠此报告以取代行使独立判断，华闻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。此报告仅反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。此报告所载的观点并不代表华闻期货有限公司的立场。

此报告的版权属华闻期货有限公司，除非另有说明，报告中使用材料的版权亦属华闻期货有限公司。未经华闻期货有限公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。

华闻期货有限公司对此报告版权所有并保留一切权利。

投资咨询业务资格：沪证监许可【2016】38号

华闻期货有限公司 总部

地址：上海市黄浦区北京东路 666 号上海科技京城东楼 31 层

邮编：200001

电话：021-5036 8918

传真：021-5036 8928



华闻期货官方二维码