

预计美联储加息 25BP，商品市场风险未消

研究院

徐闻宇

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号：F0299877

投资咨询号：Z0011454

蔡劭立

✉ caishaoli@htfc.com

从业资格号：F3056198

投资咨询号：Z0015616

高聪

✉ gaocong@htfc.com

从业资格号：F3063338

投资咨询号：Z0016648

孙玉龙

✉ sunyulong@htfc.com

从业资格号：F3083038

投资咨询号：Z0016257

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289号

策略摘要

北京时间 2023 年 3 月 23 日凌晨 2 点，美联储将公布 3 月利率决议，同时将公布对未来的经济展望。我们预计美联储将延续 25 个基点的加息，强调银行流动性问题短期性的同时，下调 2023 年对通胀的展望，维持对经济增长的展望和对利率终点 5.1% 的展望。预计实际利率终点预期的抬升或将增加市场短期的波动性，对商品维持谨慎的观点。

核心观点

■ 银行事件增加金融稳定压力，但不改美联储继续加息

3 月银行快速破产之后，金融稳定的压力上升。从硅谷银行和签名银行的快速破产到流动性注入，美联储 2022 年快速加息的影响开始显现，即进入到传导链条“货币政策收紧→金融环境收紧→实体需求收缩”的第二阶段，宏观政策进入到等待需求放缓的同时，平抑市场流动性压力的观察阶段。

美联储快速流动性的注入和银行风险的外溢，料不改变美联储 3 月继续加息的 25 个基点的决心。银行快速破产之后，对于美国国内，美联储通过贴现窗口为中小银行提供了短期流动性便利，在收紧信用的同时稳定了市场流动性；美国财长对于存款担保的喊话，在消耗美国制度信用的同时稳定了市场的情绪；对于美国国外，瑞士信贷在审计事件的影响下被接管，欧央行继续加息 50 个基点的同时降低了未来加息的展望，缓和和市场压力。预计美联储 3 月继续加息 25 基点的预期不变以稳定市场，同时通过弱化对未来加息强度的表述来传递“鸽派”声音。

■ 市场将沿着传导链定价，维持对于商品谨慎的观点

3 月银行事件标志着前期货币政策收紧效果开始显现，商品需求的放缓影响将延续。我们维持对宏观年报《等待黎明》的判断，即 2022 年的快加息向 2023 年的需求放缓传导，周期仍然趋向于下行，即对应着通胀预期的回落过程。相应的，从金融环境压力的上升到信贷需求的放缓，无论是海外需求的继续收缩，还是国内需求改善斜率的放缓，加息周期的结束都意味着供需两端的再平衡，即需求的回落，预计大宗商品市场仍将面对需求端的回落压力。

■ 风险

经济数据短期波动风险，定向流动性供给的反弹风险

目录

策略摘要	1
核心观点	1
摘要：对美联储 3 月议息会议的前瞻	3
美国金融环境：银行危机增加金融压力	4
利差倒挂增加金融市场压力	4
美联储增加定向流动性供给	5
美国宏观经济：信贷扩张的放缓将延续	7
经济：继续放缓的压力不变	7
商品：继续降低 2023 年需求预期	8

图表

图 1：美联储 12 月 SEP 展望 单位：%	3
图 2：利率抬升和美债收益率曲线倒挂 单位：BP, %	4
图 3：曲线倒挂驱动金融行业去杠杆 单位：BP, %	4
图 4：2001 年以来美国银行破产案例 单位：百万美元 (左轴/总资产), 案例数(右轴)	5
图 5：金融上次压力再次收紧 单位：指数点	6
图 6：压力当前主要表现在市场波动性 单位：指数点	6
图 7：金融状况和实体经济 单位：指数点, %	6
图 8：欧洲的金融压力似乎更大 单位：指数点	6
图 9：美联储资产增加 (中)，主要表现为贴现窗口提供 15 天短期流动性增加 (左)，当前阶段瑞信风险后美联储的央行流动性窗口用量并未显著增加 (右) 单位：亿美元 (左、右)，百亿美元 (中)	6
图 10：利率上行和地产活动放缓 单位：%，指数点	8
图 11：地产活动放缓和全球信用 单位：%，指数点	8
图 12：美国库存周期放缓 单位：B\$, %	8
图 13：资金净流入美国 单位：百亿美元	8

摘要：对美联储 3 月议息会议的前瞻

北京时间 2023 年 3 月 23 日周四凌晨 2 点，美联储将公布 3 月利率决议，同时将公布对未来的经济展望。

我们预计美联储将延续 25 个基点的加息，声明中强调银行流动性问题的短期性和应对工具箱的充分性，同时继续强调地缘冲突对于通胀影响。

我们预计美联储在经济展望中将继续下调对 2023 年通胀的展望，以释放未来加息加息的政策压力；预计美联储维持对经济增长的展望，鲍威尔或将在新闻发布会上强调对于经济增长面临的不确定性；预计美联储维持 12 月议息会议上对利率终点 5.1% 的展望，即从政策路径预期上降低市场对 3 月份议息会议 25 个基点的加息后的收紧空间。

我们预计美联储 3 月份释放降低未来通胀预期的信号的同时，美国实际利率终点预期的抬升或将增加市场短期的波动性，对于大宗商品市场我们继续维持对 3 月份以来谨慎的观点（见 3 月 13 日报告《硅谷银行危机，或加速商品的风险兑现》）。

图 1：美联储 12 月 SEP 展望 | 单位：%

	中值					集中趋势					范围				
	2022	2023	2024	2025	长期	2022	2023	2024	2025	长期	2022	2023	2024	2025	长期
实际 GDP	0.5	0.5	1.6	1.8	1.8	0.4-0.5	0.4-1.0	1.3-2.0	1.6-2.0	1.7-2.0	0.2-0.5	-0.5-1.0	0.5-2.4	1.4-2.3	1.6-2.5
9 月预测	0.2	1.2	1.7	1.8	1.8	0.1-0.3	0.5-1.5	1.4-2.0	1.6-2.0	1.7-2.0	0.0-0.5	-0.3-1.9	1.0-2.6	1.4-2.4	1.6-2.2
失业率	3.7	4.6	4.6	4.5	4	3.7	4.4-4.7	4.3-4.8	4.0-4.7	3.8-4.3	3.7-3.9	4.0-5.3	4.0-5.0	3.8-4.8	3.5-4.8
9 月预测	3.8	4.4	4.4	4.3	4	3.8-3.9	4.1-4.5	4.0-4.6	4.0-4.5	3.8-4.3	3.7-4.0	3.7-5.0	3.7-4.7	3.7-4.6	3.5-4.5
PCE	5.6	3.1	2.5	2.1	2	5.6-5.8	2.9-3.5	2.3-2.7	2.0-2.2	2	5.5-5.9	2.6-4.1	2.2-3.5	2.0-3.0	2
9 月预测	5.4	2.8	2.3	2	2	5.3-5.7	2.6-3.5	2.1-2.6	2.0-2.2	2	5.0-6.2	2.4-4.1	2.0-3.0	2.0-2.5	2
核心 PCE	4.8	3.5	2.5	2.1		4.7-4.8	3.2-3.7	2.3-2.7	2.0-2.2		4.6-5.0	3.0-3.8	2.2-3.0	2.0-3.0	
9 月预测	4.5	3.1	2.3	2.1		4.4-4.6	3.0-3.4	2.2-2.5	2.0-2.2		4.3-4.8	2.8-3.5	2.0-2.8	2.0-2.5	
加息路径															
利率	4.4	5.1	4.1	3.1	2.5	4.4	5.1-5.4	3.9-4.9	2.6-3.9	2.3-2.5	4.4	4.9-5.6	3.1-5.6	2.4-5.6	2.3-3.3
9 月预测	4.4	4.6	3.9	2.9	2.5	4.1-4.4	4.4-4.9	3.4-4.4	2.4-3.4	2.3-2.5	3.9-4.6	3.9-4.9	2.6-4.6	2.4-4.6	2.3-3.0

数据来源：FED 华泰期货研究院

美国金融环境：银行危机增加金融压力

3月欧美的银行危机增加了市场的金融压力，正式开启了宏观传导的第二阶段——从2022年美联储的货币政策收紧，转向2023年的金融条件收紧。

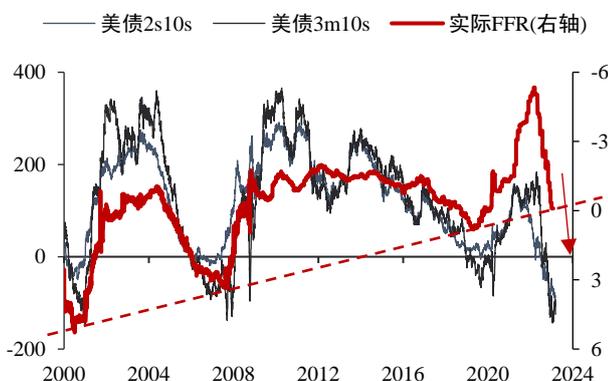
对于商品市场而言，我们认为后期需要关注的是第三阶段真实需求的进一步放缓和放缓预期，形成的宏观供需矛盾的缓解和通胀预期的有效回落。

利差倒挂增加金融市场压力

2021年以来美国以及全球的高通胀环境驱动了利率的上升。美国通胀环境在2021年下半年正式宣告结束了低通胀的状态，再次进入到了“2%”以上高通胀的“红色”状态区间。高通胀映射的是美国“制造业回流”背景中的宏观供需缺口——经历了2020年以来的新冠疫情冲击之后，宏观总需求通过财政转移支付的形式得到进一步的扩张，但是对于宏观总供给而言，尽管供应链在2022年之后得到了很大的修复，在全球化逆转状态下的产业供需仍面临错配的矛盾，美国总供给缺乏弹性。为应对高通胀的压力，美联储从2022年3月开始持续快速加息，将利率水平从0-0.25%抬升至2023年2月的4.50-4.75%。

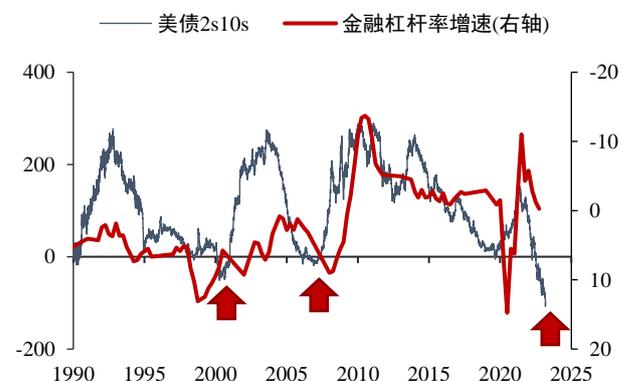
随着加息的持续推进，对于金融行业带来持续去杠杆的影响。在美联储持续加息进程继续推进的过程中，美债收益率曲线从逐渐呈现出扁平化特征到2023年开始转向深度倒挂的特征。对于银行等金融机构，其盈利天然来源于对“期限错配”的风险定价。随着收益率曲线的倒挂持续，对于金融机构的盈利将形成持续的压力。2022年我们已经看到了像摩根士丹利、高盛等大型金融机构的裁员信号，通过业务的收缩来抵御利差倒挂状态下的行业寒冬。

图2：利率抬升和美债收益率曲线倒挂 | 单位：BP，%



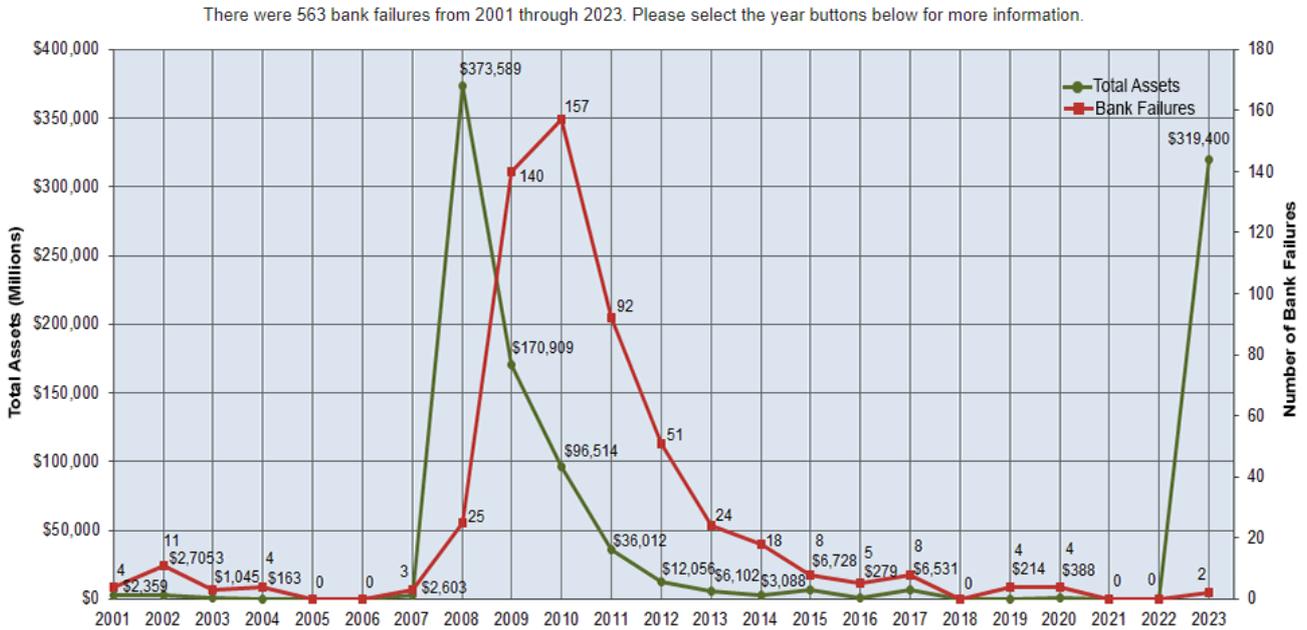
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图3：曲线倒挂驱动金融行业去杠杆 | 单位：BP，%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 4：2001 年以来美国银行破产案例 | 单位：百万美元 (左轴/总资产)，案例数(右轴)



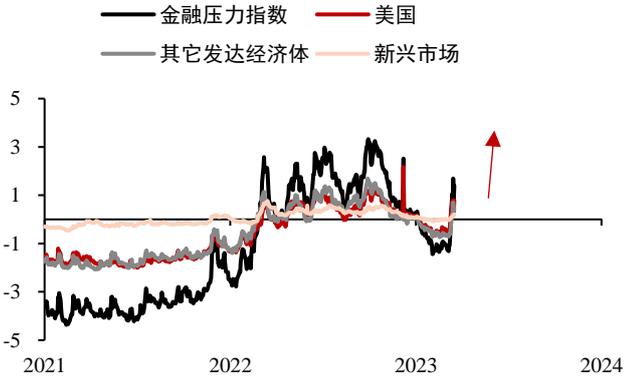
数据来源：FDIC 华泰期货研究院估计

美联储增加定向流动性供给

美联储延续货币政策路径，但增加路径中的流动性定向供给。根据我们在报告《高通胀下的资产配置》推演，2023 年美国的的通胀环境将转向一般通胀的温和和核心通胀的高通胀韧性，对应着美联储货币政策虽然边际上收紧节奏放缓，但是在通胀韧性条件下难以轻言转向。随着货币政策传导第二阶段的开启，对于宏观政策层来说，一方面政策处在前期路径上（加息节奏的放缓并不等于政策的转向），另一方面对于等待政策收紧形成的需求有效收缩过程中，需要给与这个受影响的链条一定的流动性，以稳定整体风险的释放速度。因而我们预计美联储将延续 25 个基点的加息判断。

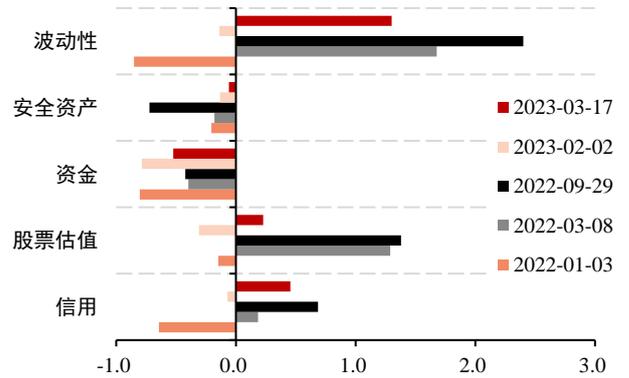
美联储资产负债表短期扩张，以稳定市场流动性风险。3 月 15 日当周美联储增加了贴现窗口供给，资产负债表扩张了 3000 亿美元。观察美联储，3000 亿美元的资产结构主要通过再贷款的方式给出，即美联储为中小银行提供流动性支持，但是这部分流动性一方面是短期的供给，另一方面它的提供有成本的（1 年期隔夜掉期利率+10BP），在缓和银行流动性压力的同时，增加了市场的信用压力——对应着传导链条中的第二阶段宏观政策实施，我们认为未来继续关注流动性定向供给的同时，信用供给的收缩风险。

图 5：金融上次压力再次收紧 | 单位：指数点



数据来源：OFR 华泰期货研究院

图 6：压力当前主要表现在市场波动性 | 单位：指数点



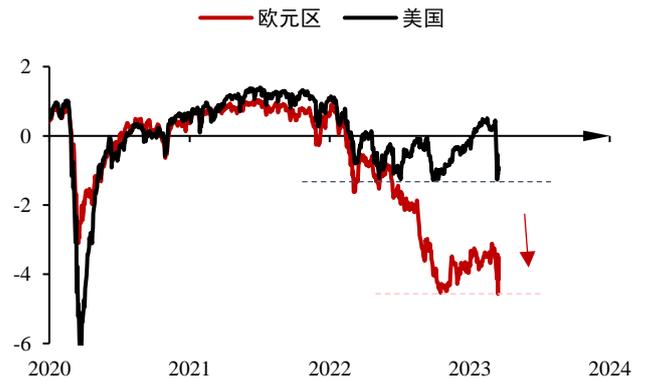
数据来源：OFR 华泰期货研究院

图 7：金融状况和实体经济 | 单位：指数点，%



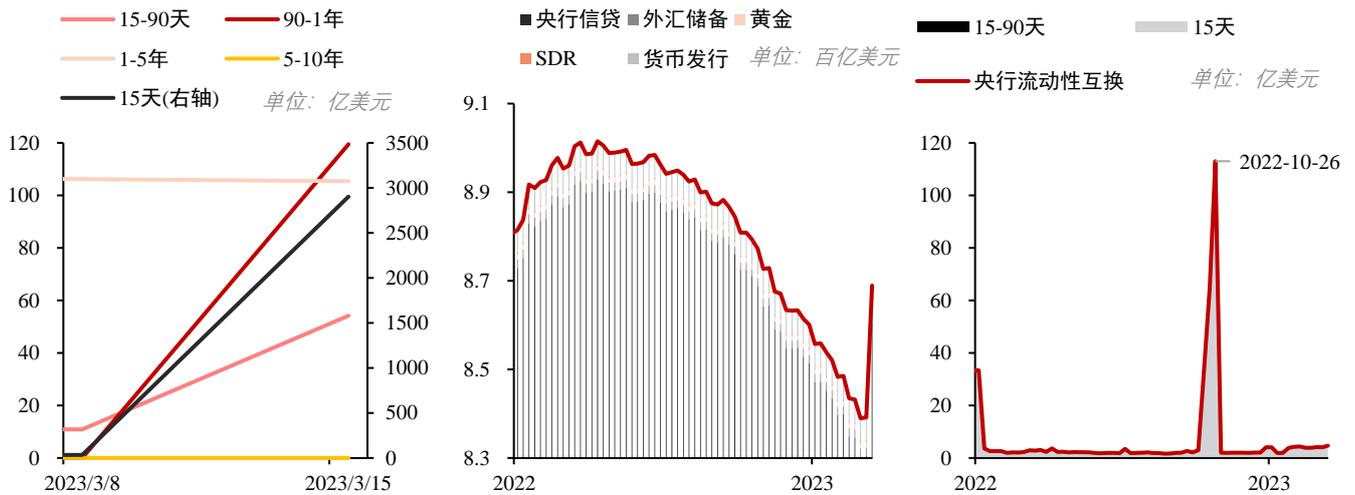
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 8：欧洲的金融压力似乎更大 | 单位：指数点



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 9：美联储资产增加（中），主要表现为贴现窗口提供 15 天短期流动性增加（左），当前阶段瑞信风险后美联储的央行流动性窗口用量并未显著增加（右） | 单位：亿美元（左、右），百亿美元（中）



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

美国宏观经济：信贷扩张的放缓将延续

随着金融市场压力的影响逐渐增强，对于实体经济的负面影响也将逐渐增加。从结构上来看，一方面是美国实体经济活动的继续放缓，另一方面是这种放缓对应着高利率环境之下的资金流动性压力，对于全球的信贷环境将呈现出一个收紧的影响，我们维持对于大宗商品市场相对谨慎的观点，需求放缓带来的影响料继续显现。

经济：继续放缓的压力不变

高利率环境对于信用的扩张仍是抑制作用。随着美联储将利率抬升到 5% 的范围，其对于实体经济的影响正在继续显现。一方面从政策利率的上行到实体融资成本的上升，对于实体经济的成本压力正在逐渐显现。数据显示，截止 3 月份美国的长期房地产抵押贷款利率已经上升至 6.7% 的高位，以房地产活动为代表的耐用品消费活动正在继续放缓。另一方面正如前文所述，高利率环境驱动的经济预期放缓，映射到金融市场上便是长短期利差的倒挂，对于金融资源供给形成收缩的效应。

美国经济的放缓从实体需求放缓和资金流动性压力两方面驱动全球信用环境的收缩。从实体需求角度，我们已经注意到全球贸易活动的逐渐放缓影响，从欧洲到亚洲，而叠加着成本端的压力，进一步恶化了这些经济体的对外宏观账户。而从资金流动性的角度，在美国高利率环境下，利差驱动着资金进一步的回落，也形成了全球美元流动性的进一步紧缩现实，预计对于全球经济活动的负面影响也将进一步增强。

图 10：利率上行和地产活动放缓 | 单位：%，指数点



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 11：地产活动放缓和全球信用 | 单位：%，指数点



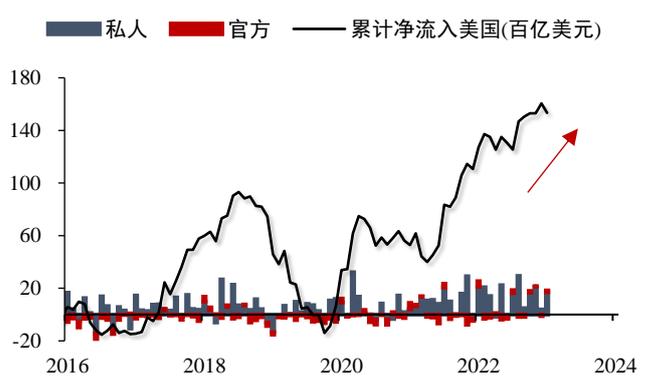
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 12：美国库存周期放缓 | 单位：B\$, %



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 13：资金净流入美国 | 单位：百亿美元



数据来源：Wind 华泰期货研究院

商品：继续降低 2023 年需求预期

对于大宗商品的需求，我们维持对于“高利率”环境，实物需求难有改善的判断。一方面，在上述的政策传导过程中，政策的作用点依然是通过抬升融资的成本来降低经济的需求扩张，从而实现供需平衡的过程。在这一过程中，2022 年我们已经看到了传导中间的脆弱点——数字货币，2023 年的脆弱点——科技创新，而政策当局也已经启动了结构性政策的宽松来平抑金融压力的过快上升风险。

美国和非美的结构性差异延续。从美国的角度来看，在当前终端劳动力市场依然紧俏（2 月非农就业依然维持在相对旺盛状态）的情况下，从金融环境收紧向下游需求传导依然是一个缓慢的过程。而非美的角度来看，在美国继续保持一定时间的“高利率”状态下，利差的扩大将继续驱动资金从非美地区流出，进一步带来金融流动性压力。

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

广州市天河区临江大道1号之一 2101-2106 单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com