

中性利率上调，关注有色金属远期需求改善

——美联储3月议息会议点评

研究院 宏观组

徐闻宇

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号: F0299877

投资咨询号: Z0011454

高聪

✉ gaocong@htfc.com

从业资格号: F3063338

投资咨询号: Z0016648

投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1289号

宏观事件

北京时间 2024 年 3 月 21 日凌晨 2 点，美联储公布 3 月利率决议。1) 会议声明除删去就业“moderated since early last year”表述外一字未变。2) 美联储上调了利率点阵图，2024 年利率预期不变，但将 25 年和 26 年利率分别上调 0.3%和 0.2%，长期中性利率上调 0.1%。3) 美联储未调整缩表政策，但认为未来“很快减缓缩表速度将是适当的”。

核心观点

■ 美联储 3 月货币政策符合预期

美联储政策仍处观察期，继续引导市场预期。一方面，美联储 3 月政策声明相比较 1 月几乎未调整，资产负债表政策和利率政策均维持不变，显示出政策在“降息观察期”。另一方面，美联储通过 SEP 经济展望继续引导市场的预期：1) 从经济展望的角度，美联储上调了对于经济增长的展望，2024 年、2025 年和 2026 年分别上调 0.7%、0.5%和 0.1%，长期展望在 1.8%不变；同时美联储上调了 2024 年核心通胀的展望，从 2.4%上调至 2.6%。2) 从利率展望的角度，就 2024 年而言，美联储继续释放将要降息 3 次的预期，和去年 12 月一致；但是美联储上调了对于明后年的利率展望以及更为关键的是，长期中性利率自 2019 年 6 月被下修至 2.5%以来首次上调（至 2.6%）。

■ 关注对实际利率抬升的定价

美联储上调中性利率预期，提振市场风险偏好，关注未来流动性扰动。对于利率的展望，短期美联储通过上调经济增长预期 (+0.7%) 和核心通胀预期 (+0.2%)，增强了对 2024 年的实际利率回升预期，一方面在名义利率预期维持 4.6%不变的“3 次降息”情况下，相当于是给市场释放了经济“不着陆”的假设，另一方面在中性利率上调的背景下，市场的风险偏好也将得到提振，叠加未来三次降息和资产负债表的调整，美联储在美元资产市场波动率低位的条件下，继续“呵护”市场的“繁荣”热度。在财政支出未明显减量，而降息和扩表未至的时间窗口，关注市场定价“繁荣”的流动性需求缺口。

大宗商品市场影响暂时中性。核心 PCE 通胀上修而 PCE 通胀维持不变，隐含着经济扩张的动力更多来自于服务消费的扩张，甚至在删去就业市场“moderated”表述后的成本驱动，我们认为这对于大宗商品的真实需求定价影响短期保持偏中性，而长期来看若中性利率进入到上修通道，则对于美国制造业回流相关的工业金属相关商品远期定价或更为积极。

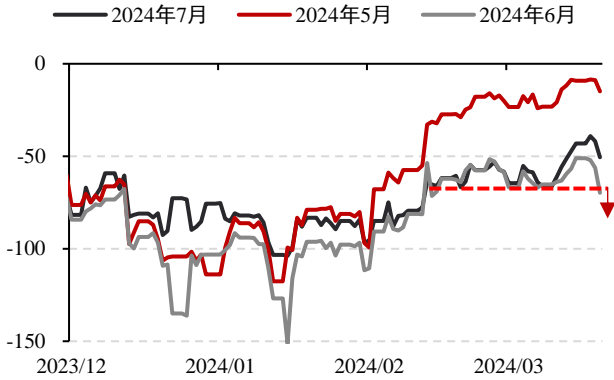
■ 风险

经济数据短期波动风险，流动性快速收紧风险

请仔细阅读本报告最后一页的免责声明

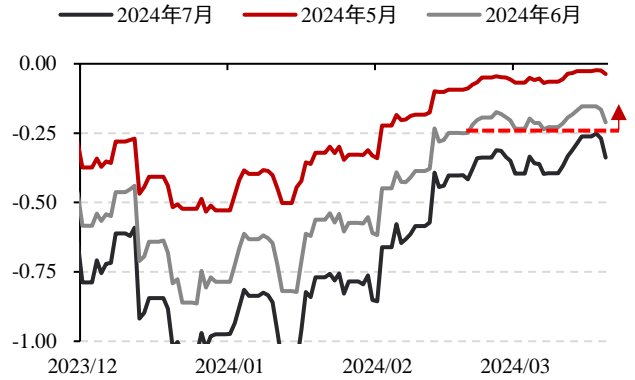
附图

图 1: 6月宽松预期上升 | 单位: %PCT



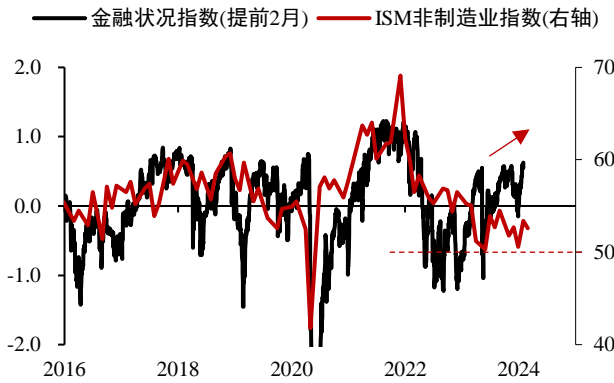
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 2: 但 6月宽松幅度不强 | 单位: %



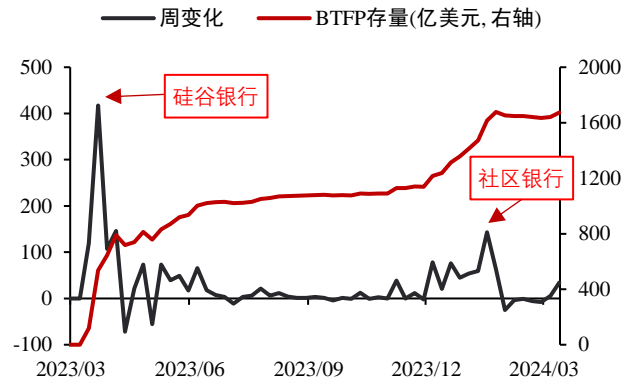
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 3: 美国金融状况仍宽松 | 单位: 指数点, %



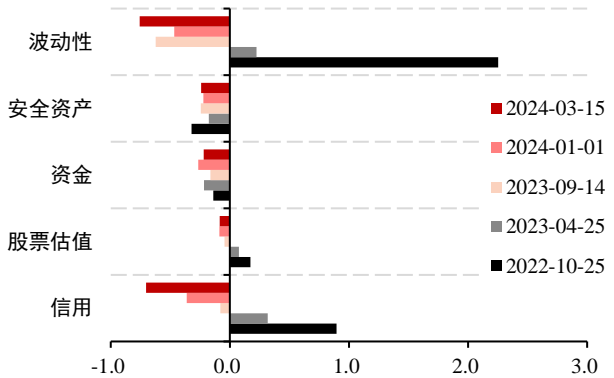
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 4: BTFP 项目短期有所扩张 | 单位: 亿美元



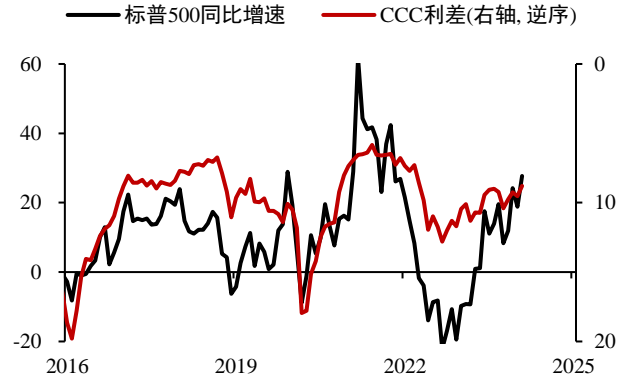
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 5: 美国金融压力分项指数 | 单位: 指数点



数据来源: OFR Bloomberg 华泰期货研究院

图 6: 美国金融资产呈现出高位特征 | 单位: %



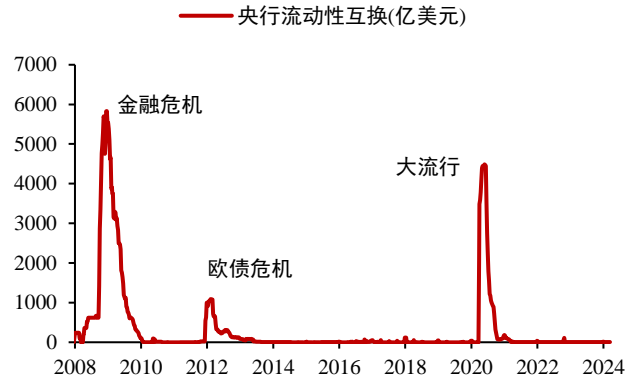
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图7：美联储 ONRRP 持续回落 | 单位：千亿美元



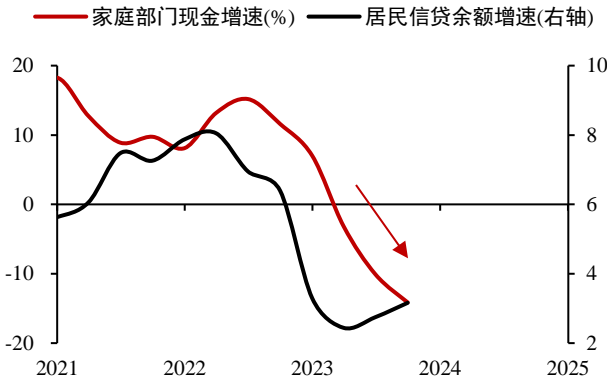
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图8：央行流动性互换工具位于低位 | 单位：亿美元



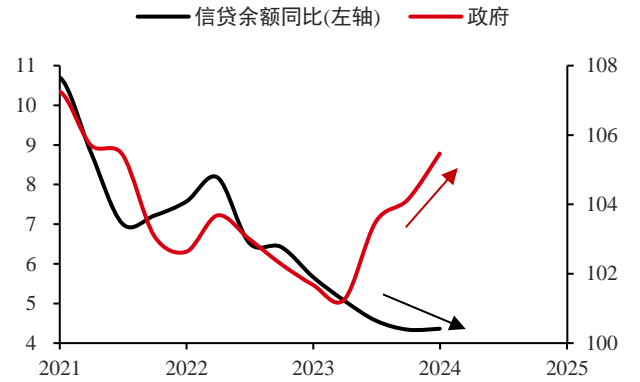
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图9：家庭部门储蓄负增长 | 单位：%YOY



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图10：政府被动进入到加杠杆 | 单位：%，%GDP



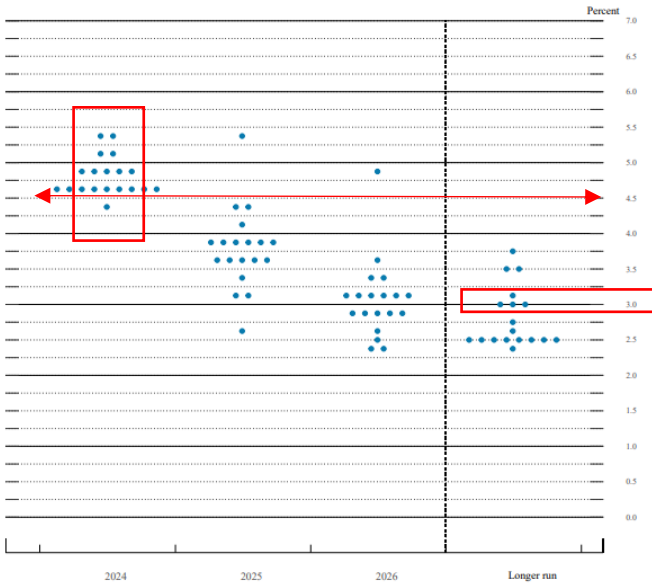
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

表1：美联储3月SEP展望 | 单位：%

	中值				集中趋势				范围			
	2024	2025	2026	长期	2024	2025	2026	长期	2024	2025	2026	长期
实际 GDP	2.1	2.0	2.0	1.8	2.0-2.4	1.9-2.3	1.8-2.1	1.7-2.0	1.3-2.7	1.7-2.5	1.7-2.5	1.6-2.5
12月预测	1.4	1.5	1.9	1.8	1.2-1.7	1.5-2.0	1.8-2.0	1.7-2.0	0.8-2.5	1.4-2.5	1.6-2.5	1.6-2.5
失业率	4.0	4.1	4.0	4.1	3.9-4.1	3.9-4.2	3.9-4.3	3.8-4.3	3.8-4.5	3.7-4.3	3.7-4.3	3.5-4.3
12月预测	4.1	4.1	4.1	4.1	4.0-4.2	4.0-4.2	3.9-4.3	3.8-4.3	3.9-4.5	3.8-4.7	3.8-4.7	3.5-4.3
PCE	2.4	2.2	2.0	2.0	2.3-2.7	2.1-2.2	2.0-2.1	2.0	2.2-2.9	2.0-2.5	2.0-2.3	2.0
12月预测	2.4	2.2	2.0	2.0	2.2-2.5	2.0-2.2	2.0	2.0	2.1-2.7	2.0-2.5	2.0-2.3	2.0
核心 PCE	2.6	2.2	2.0		2.5-2.8	2.1-2.3	2.0-2.1		2.4-3.0	2.0-2.6	2.0-2.3	
12月预测	2.4	2.2	2.0		2.4-2.7	2.0-2.2	2.0-2.1		2.3-3.0	2.0-2.6	2.0-2.3	
加息路径												
利率	4.6	3.9	3.1	2.6	4.6-5.1	3.4-4.1	2.6-3.4	2.5-3.1	4.4-5.4	2.6-5.4	2.4-4.9	2.4-3.8
12月预测	4.6	3.6	2.9	2.5	4.4-4.9	3.1-3.9	2.5-3.1	2.5-3.0	3.9-5.4	2.4-5.4	2.4-4.9	2.4-3.8

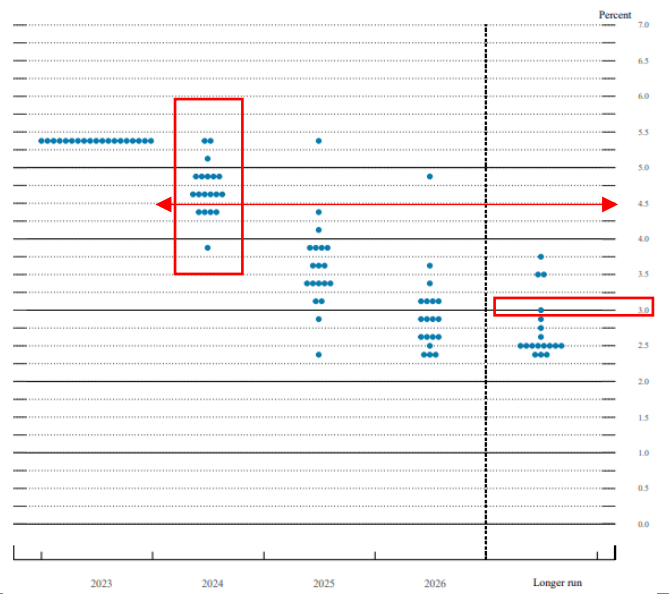
资料来源：FOMC 华泰期货研究院

图 11: 美联储 3 月利率点阵图 | 单位: %



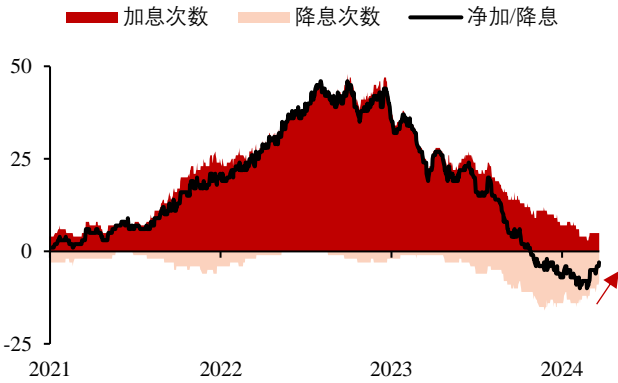
数据来源: FED 华泰期货研究院

图 12: 美联储去年 12 月利率点阵图 | 单位: %



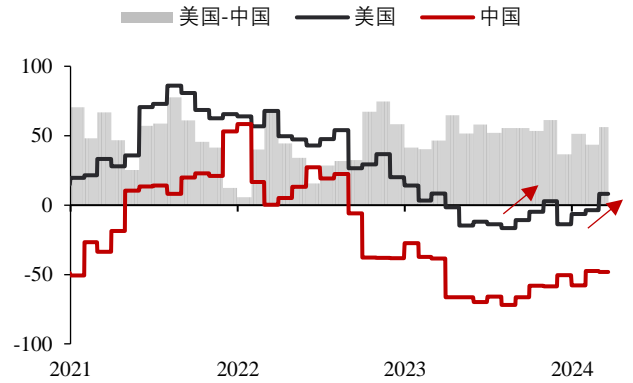
数据来源: FED 华泰期货研究院

图 13: 日本央行之后全球净降息继续收窄 | 单位: %



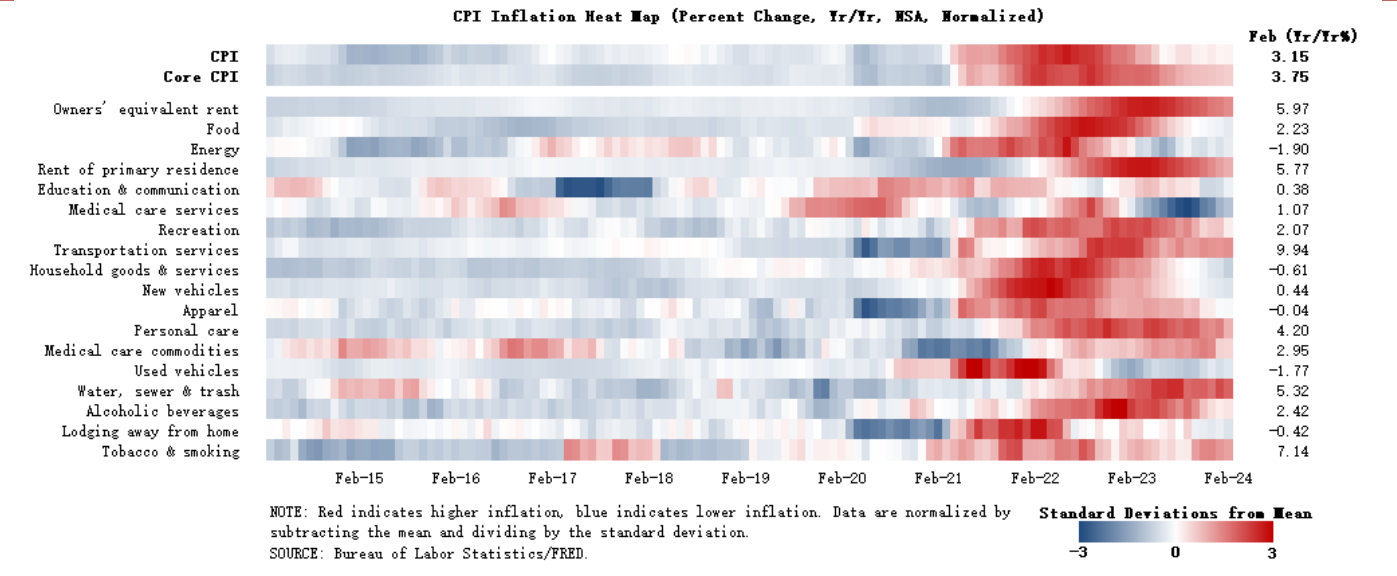
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 14: 美国通胀“正向”超预期二次抬升 | 单位: STD



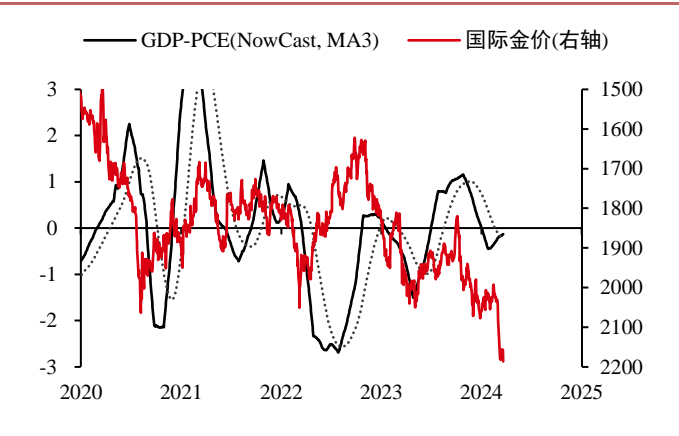
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 15: 美国通胀热力图显示 2 月核心通胀呈现出韧性 | 单位: STD



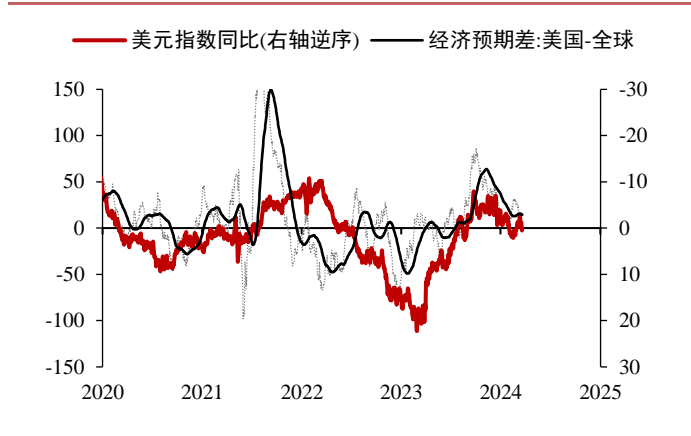
数据来源: FRED 华泰期货研究院

图 16: 实际利率拟合和金价 | 单位: %, 美元/盎司



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 17: 经济预期差和美元指数 | 单位: STD, %YOY



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

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利。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