

美联储货币政策对美股的影响

——新时代视野下的国际经济及大宗商品周察 第60期 (2019.04.15-2019.04.19)

宏观定期

潘向东 (首席经济学家) 刘娟秀 (分析师)

证书编号: 010-83561312

S0280517100001 liujuanxiu@xsdzq.cn

证书编号: S0280517070002

邢曙光 (联系人)

18046221202

xingshuguang@xsdzq.cn 证书编号: S0280118040021

证书编号: S0280118060007

钟奕昕 (联系人)

18070182515

证书编号: S0280118040021

证书编号: S0280118060007

● 美联储货币政策对美股的影响

次贷危机之后,美联储迅速把联邦基金目标利率上限降至 0.25%,此后长期维持利率在这一水平,直到 2015 年 12 月 17 日才开启新一轮加息历程。此轮历次加息对美国股市的影响并不一致,次贷危机之后美联储加强了前瞻指引,这一轮加息基本上都是在市场的预期之内,加息对美股的影响,要看当时的会议声明是否超出市场预期。如果会议声明未来的加息进程偏鹰,美股可能跌,同时,如果会议声明确认美国经济形势很好,美股则可能上涨。同样地,如果会议声明未来的加息进程偏鸽,美股可能涨,同时,如果会议声明确认美国经济形势恶化,美股则可能下跌。当然,有时加息当天也可能受到海外风险事件等第三方因素的影响,导致加息和美股的关系弱化。

整体而言,前瞻指引和美股之间的关系更加明显。货币政策对经济的影响很大程度上取决于对未来政策利率走势的预期,而不仅仅是联邦基金利率等利率的当前水平。美联储宣布联邦基金利率操作目标的变动或不变动,往往意味着未来几个月甚至几年的基金利率预期路径的变化。而美联储运用前瞻指引,旨在与市场沟通未来的货币政策走势和经济形势预测,引导市场对未来利率的预期,使市场预期与央行目标预期靠拢。前瞻指引引导的是市场预期,而预期对市场行为会产生重要影响,加上预期具有自我实现的特征,市场主体将会根据预期采取行动,从而对当前的经济、金融形势产生影响。

股票市场受利率、盈利、风险偏好等多因素影响,仅仅通过加/降息预期变动是无法判断美股走势的,因为很多时候市场加息(降息)概率和股票市场是同时受经济形势等第三方因素影响。前瞻指引和货币政策市场预期对美股影响的一个相同点是“预期”,但是两者存在显著差别。前瞻指引由于是重要事件,关于货币政策未来路径的说明,对市场的影响远远超过对经济表现的说明,况且,前瞻指引所依据的很多经济数据已反应到市场中,而货币政策市场预期是高频数据,它受经济形势等因素影响的同时,这些因素也会影响股市。

● 美国 3 月零售销售超预期增长,但房地产市场仍旧低迷

美联储发布经济褐皮书表示,美国经济活动以“轻微至适度(slight-to-modest)”的速度扩张,相较于此前“轻微至温和(slight-to-moderate)”的描述有所下调,但经济前景展望总体变化不大。美国就业继续增长,但就业增长主要集中在高技能职位上;大多数地区都表示缺乏熟练工人,最常见的是制造业和建筑业;紧张的劳动力市场也导致持续的工资压力。在关税、运费和工资上涨的推动下,企业投入成本以温和到适度的速度增长,但投入成本增加转嫁给消费者的能力表现不一。制造业活动整体良好,但也有部分地区指出与贸易有关的不确定性依然存在。

美国 3 月零售环比增长 1.6%,创 2017 年 9 月以来新高。消费数据在 3 月企稳回升,无疑增添市场对美国的经济信心,随着美联储暂停加息、停止缩表,金融条件逐渐转松,刺激美国的消费动能回升。尽管抵押贷款利率下行、薪资水平有所回升,但美国房地产市场仍呈现低迷态势,新屋开工、营建许可数据表现继续疲弱。在劳动力和建材成本不断上涨的情况下,房地产开发商难以建造出价格合理、可负担的房产。

● 美国经济数据向好,美元指数回升

美元指数上周上行至 97.375。美国 3 月零售销售数据超预期向好,对美元指数形成一定支撑。“重要的少数”货币政策决策者表示对今年下半年经济将出现长期预期的增长复苏存疑,一些人甚至质疑欧洲央行预测模型的准确性,令欧元承压。中国一季度经济数据表现较好,人民币汇率升值。截至 4 月 19 日,美元兑人民币即期汇率收至 6.7034。

● 商品指数全面回落

美元指数上涨令贵金属价格承压。钢材库存虽持续回落,但降幅有所收窄,并且供应端暂无行政管控下产量继续保持上升,利空螺纹钢价格。下游采购逐步活跃,利多铜价。钢厂及焦炭焦炭库存均回落,利多焦炭价格。电厂日耗回落,煤炭库存回升,利空动力煤价格。OPEC 限产及伊朗、委内瑞拉原油产量下降支撑,油价整体偏强。随着豆粕与杂粕价差逐渐缩窄,饲料企业均提高豆粕在饲料中的占比,需求提升,利多豆粕价格。

● 风险提示: 美联储货币政策超预期

相关报告

国际经济及大宗商品: 美联储前瞻指引面临困境

2019-04-14

国际经济及大宗商品: 为何美国薪资增长乏力?

2019-04-07

国际经济及大宗商品: 为什么长端美债收益率那么低?

2019-03-31

国际经济及大宗商品: 中美欧经济博弈下的人民币汇率走势

2019-03-24

国际经济及大宗商品: 为什么中国国债收益率远低于经济增速?

2019-03-17

国际经济及大宗商品: 货币宽松能解决欧洲经济问题吗?

2019-03-10

国际经济及大宗商品: 为何美国经济增速超预期?

2019-03-03

国际经济及大宗商品: 美国菲利普斯曲线“失效”了么?

2019-02-24

国际经济及大宗商品: 未来美联储缩表走势如何演绎?

2019-02-17

国际经济及大宗商品: 春节期间海外经济大事件及大类资产表现

2019-02-11

国际经济及大宗商品: 为什么日元是避险货币

2019-01-20

国际经济及大宗商品: 近期人民币升值的原因

2019-01-13

国际经济及大宗商品: 美国就业数据超预期,但鲍威尔发言仍偏鸽

2019-01-06

国际经济及大宗商品: 国际经济 2018 年回顾及 2019 年展望

2019-01-01

目 录

1、 美联储货币政策对美股的影响	4
1.1、 基准利率调整对美股的影响	4
1.2、 前瞻指引对美股的影响	5
1.3、 货币政策预期对美股的影响	7
2、 国外经济形势一周综述	9
3、 汇率走势一周综述	11
4、 商品价格走势一周综述	12
4.1、 商品指数全面回落	12
4.2、 黄金价格走低	13
4.3、 金属价格涨跌互现	13
4.4、 能源化工产品价格多数走低	15
4.5、 农产品价格多数走高	17

图表目录

图 1: SP500 走势图	5
图 2: 加息（降息）概率与美股收益率	7
图 3: 加息概率变化与美股收益率	8
图 4: 降息概率变化与美股收益率	8
图 5: 美国新屋开工（千套）	10
图 6: 美国零售销售增速（%）	10
图 7: 美国营建许可（%）	10
图 8: 美国贸易差额（百万美元）	10
图 9: 欧元区 CPI（%）	11
图 10: 欧元区 Markit 制造业 PMI（%）	11
图 11: 南华商品指数近期走势	12
图 12: 南华商品指数周度涨跌幅	12
图 13: 上周黄金价格走势	13
图 14: 美元指数走势	13
图 15: 高炉开工率（%）	14
图 16: 当周螺纹钢库存（万吨）	14
图 17: 全国主要钢材品种库存（万吨）	14
图 18: 铁矿石港口库存（万吨）	14
图 19: 全国主要钢厂螺纹钢当周产量（万吨）	14
图 20: 上期所阴极铜库存(吨)	14
图 21: 焦化企业开工率（%）	15
图 22: 独立焦化企业焦炭总库存（万吨）	15
图 23: 港口焦炭库存（万吨）	16
图 24: 国内样本钢厂焦炭库存(万吨)	16
图 25: 下游发电集团煤炭库存（万吨）	16
图 26: 6 大发电集团日均耗煤量（万吨）	16
图 27: 6 大发电厂煤炭库存可用天数	16
图 28: 港口煤炭库存（万吨）	16
图 29: 国际原油期货价格走势（美元/桶）	17
图 30: 布伦特原油-WTI 原油价差（美元/桶）	17

图 31: 全国豆粕库存 (万吨)	17
表 1: 美联储加息对美股的影响 (%)	4
表 2: 货币政策预期和美股收益率的相关关系	9
表 3: 主要汇率及汇率指数一周概览 (2019.04.15-2019.04.19)	11
表 4: 商品指数总览 (2019.04.15-2019.04.19)	12
表 5: 黄金价格走低 (2019.04.15-2019.04.19)	13
表 6: 金属价格涨跌互现 (2019.04.15-2019.04.19)	13
表 7: 能源化工产品价格多数走低 (2019.04.15-2019.04.19)	15
表 8: 农产品价格多数走高 (2019.04.15-2019.04.19)	17

1、美联储货币政策对美股的影响

次贷危机之后，美联储注重前瞻指引，每次基准利率调整前都和市场进行了充分沟通，加息（降息）时市场已充分预料到，股票市场反应并不激烈，而前瞻指引的很多信息是首次释放，对市场的影响更大一些。由于股票市场受利率、盈利、风险偏好等多因素影响，单独依靠通过市场加息（降息）概率的变动来判断股票市场走势是很困难的，因为很多时候市场加息（降息）概率和股票市场是同时受经济形势等第三方因素影响。

1.1、基准利率调整对美股的影响

2008 年次贷危机之后，美联储迅速把联邦基金目标利率(FFR)上限降至 0.25%，此后长期维持利率在这一水平，直到 2015 年 12 月 17 日才开启新一轮加息历程，表 1 显示了，此轮历次加息对美国股市的影响并不一致，次贷危机之后美联储加强了前瞻指引，这一轮加息基本上都是在市场的预期之内，加息对美股的影响，要看当时的会议声明是否超出市场预期。如果会议声明未来的加息进程偏鹰，美股可能跌，同时，如果会议声明确认美国经济形势很好，美股则可能上涨。同样地，如果会议声明未来的加息进程偏鸽，美股可能涨，同时，如果会议声明确认美国经济形势恶化，美股则可能下跌。当然，有时加息当天也可能受到海外风险事件等第三方因素的影响，导致加息和美股的关系弱化。

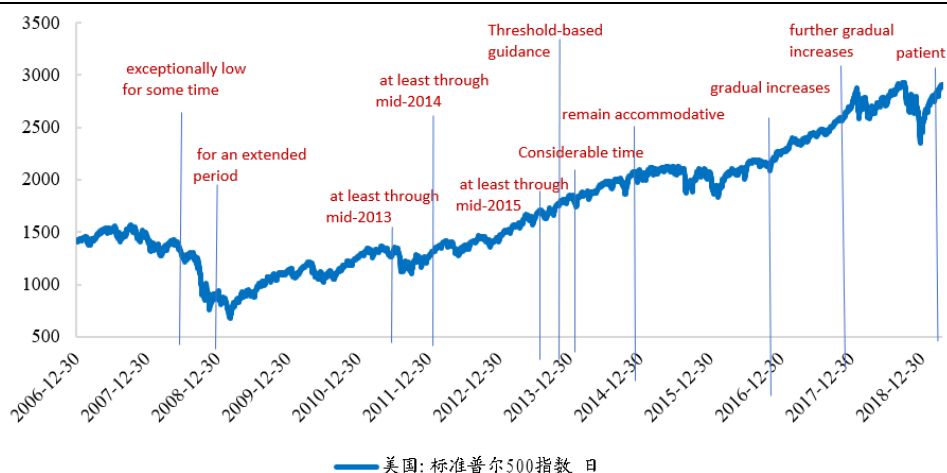
表1： 美联储加息对美股的影响（%）

加息日期	FFR 上限	SP500 收益率
2015-12-16	0.50	1.4514953
2015-12-17	0.50	-1.50404955
2016-12-14	0.75	-0.81172
2016-12-15	0.75	0.388322801
2017-03-16	1.00	-0.162666
2017-06-15	1.25	-0.22396141
2017-12-14	1.50	-0.407082637
2018-03-22	1.75	-2.516289137
2018-06-14	2.00	0.247151097
2018-09-27	2.25	0.276327698
2018-12-20	2.50	-1.57720905

资料来源：Wind，新时代证券研究所

1.2、前瞻指引对美股的影响

图1： SP500 走势图



资料来源：Wind，新时代证券研究所

由于前瞻指引对美股的影响可能比加息本身影响更大，下面本文分析前瞻指引对美股的影响。

2008年12月16日：次贷危机之后，美国经济衰退。为了刺激需求，2008年12月16日美联储将FFR区间下调至0-0.5%，由于FFR接近0，无法再继续下降，美联储通过前瞻指引，“经济疲软可能会在一段时间内保证联邦基金利率水平异常低（weak economic conditions are likely to warrant exceptionally low levels of the federal funds rate for some time）”，让市场确信政策利率将保持低位。受长期货币宽松预期的激励，当日SP500上涨5.1%。

2009年3月18日：2009年美国进一步衰退，失业率上升，通胀压力几乎停滞。3月28日，FOMC会议声明，将“for some time”替换为“for an extended period”。长期货币宽松的预期强化，当日SP500上涨2.1%。

2011年8月9日：在全球经济刺激的拉动下，美国经济好转，PCE增速有所回升，但通胀上升的一部分原因是前期油价上涨，同时鉴于失业率仍维持在9%的高位，2011年8月9日FOMC宣布，可能会将联邦基金利率维持在极低水平，“至少到2013年中期（at least through mid-2013）”。SP500上涨4.7%。

2012年1月25日：2011年12月PCE通胀率达到了美联储目标，但是失业率仍高达8.5%，2012年1月25日FOMC将维持联邦基金利率在极低水平的日期，从“至少到2013年中期（at least through mid-2013）”延长至“至少到2014年末（at least through late 2014）”。市场长期货币宽松预期得到强化，SP500上涨0.9%。

2012年9月13日：受欧债危机影响，全球经济形势再度恶化，失业率仍在高位，同时PCE通胀率均下降，需求低迷。2012年9月13日，FOMC在宣布第三次大规模资产购买计划（LSAP3，俗称QE3）的同时，表示在经济复苏加强后，预计高度宽松的货币政策立场仍将适当持续相当长的一段时间（a highly accommodative stance of monetary policy will remain appropriate for a considerable time after the economic recovery strengthens）。此外，FOMC指出将保证联邦基金利率极低水平“至少到2015年中期（at least through mid-2015）”。量化宽松加上进一步的货币宽松预期下，SP500上涨1.6%。

2012 年 12 月 12 日：经济复苏道路曲折，2012 年 12 月 12 日，结合宣布 LSAP3 计划下的长期国债购买延期，FOMC 提出了基于门槛的前瞻性指引，并预计将联邦基金利率保持在 0 至 1/4 的范围内，至少只要失业率保持在 6.5% 以上，未来一到两年的通货膨胀不超过 2% 的长期目标 0.5 个百分点，以及长期通胀预期继续稳定。货币宽松进一步确认，SP500 上涨 0.04%。

2013 年 12 月 18 日：2013 年 11 月失业率下降至 6.9%，失业率自次贷危机后首次下降至 7% 以下，但离 6.5% 的阶段目标仍有一段距离。通货膨胀依然低迷，货币宽松仍有必要。2013 年 12 月 18 日，FOMC 宣布，“在失业率下降至 6.5% 以下后，维持目前联邦基金利率的目标范围可能仍是合适的，特别是如果预计通货膨胀继续低于长期目标 2%”。FOMC 将维持当前利率区间的失业率目标下调，这增加了市场的货币宽松预期，SP500 上涨 1.7%。

2014 年 3 月 19 日：美国经济稳健，就业市场改善，但通货膨胀依然没有起色，FOMC 决议从 4 月起将月度资产购买规模从 650 亿美元缩减至 550 亿美元，同时调整有关联邦基金利率的前瞻指引。FOMC 将其基于阈值的前瞻指引替换为预期在资产购买计划结束后相当长的一段时间内维持联邦基金利率的当前目标范围可能是适当的，特别是如果预计的通货膨胀继续低于 2% 的长期目标，并且长期通胀预期依然稳定。由于劳工福利市场改善，美联储减少每月资产购买额度，货币政策边际上收紧，SP500 下跌 0.61%。

2014 年 10 月 29 日：在货币宽松及奥巴马政府努力下，美国经济持续复苏，良好的经济形势，使 FOMC 决定停止资产购买计划，同时表明如果未来就业和通胀超预期好转，不排除加息可能性。美联储宣布退出 QE3，SP500 下跌 0.13%。

2014 年美国经济增长 2.5%，2014 年 12 月失业率也进一步降至 5.6%，虽然市场对美联储 2015 年的加息预期已经很强烈，但是美联储认为失业率和通胀仍需要进一步改善，2015 年 3 月 18 日、2015 年 7 月 29 日以及 2018 年 10 月 28 日仍没有加息，超出市场预期，SP500 分别上涨 1.22%、0.73%、1.18%。

2015 年 12 月 16 日：2015 年美国经济增长持续复苏，10 月失业率降至 5%，终于 2015 年 12 月 16 日美联储宣布将联邦基金目标利率区间由 0-0.25% 上调至 0.25%-5%，但是由于市场已充分预期到加息，加上 FOMC 声明，“加息后货币政策的立场仍然保持宽松 (the stance of monetary policy remains accommodative after this increase)”。FOMC 预计，经济条件只能使联邦基金利率逐步上升，联邦基金利率可能会在一段时间内维持在预期的长期水平之下 (below levels that are expected to prevail in the longer run)。FOMC 还表示，预计它将维持再投资政策直到联邦基金利率水平正常化为止 (it would maintain its reinvestment policy until normalization of the level of the federal funds rate is well under way)。美联储加息符合预期，且声明偏鹰，SP500 上涨 1.45%。

2017 年 3 月 15 日：2017 年美国经济增长进一步复苏，2 月失业率下降至 4.7%，加之 2016 年之后油价持续上涨，通货膨胀不断上升，接近 2% 目标。3 月 15 日，FOMC 将未来加息路径由 “only gradual increases” 调整为 “gradual increases”，这意味着美联储加息进程可能加快，SP500 下跌 0.18%。

2018 年 1 月 31 日：2017 年美国经济增长 2.2%，超过潜在经济增速，2017 年 12 月失业率将至 4.1%，不过由于技术进步、全球贸易、通胀预期管理等因素，通胀温和。特朗普的积极财政政策使经济存在过热风险，2018 年 1 月 31 日，FOMC 将未来加息路径由 “gradual increases” 调整为 “further gradual increases”。虽然前

瞻指引表明加息进程可能加快,但是由于受特朗普积极财政政策的影响,美国经济,企业盈利向好,SP500 上涨 0.05%。

2019 年 3 月 20 日:美国就业市场依然强劲,失业率一直保持在低位,但经济活动增速较 2018 年第四季度的稳健有所放缓,由于能源价格的下降,整体通胀率有所下行。美联储决定将联邦基金目标利率区间维持在 2.25%-2.50% 区间,并且最新公布的点阵图显示 2019 年年内不加息。在缩表计划方面,美联储表示将从 5 月开始放缓资产负债表的缩减速度,并在 9 月底停止缩表;而每月减持 MBS 的上限仍维持在目前的 200 亿美元,9 月末起将赎回本金不超出 200 亿美元上限的部分投资国债。由于美联储表态超预期“鸽派”,SP500 上涨 1.09%。

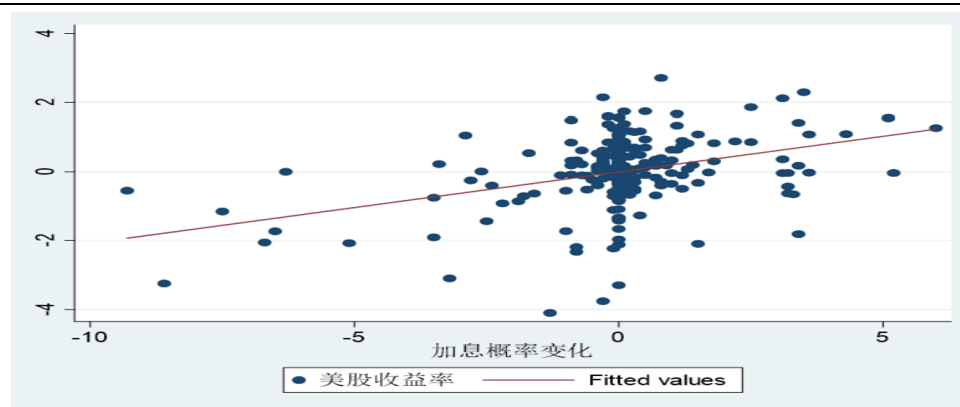
整体而言,前瞻指引和美股之间的关系更加明显。货币政策对经济的影响很大程度上取决于对未来政策利率走势的预期,而不仅仅是联邦基金利率等利率的当前水平。美联储宣布联邦基金利率操作目标的变动或不变动,往往意味着未来几个月甚至几年的基金利率预期路径的变化。而美联储运用前瞻指引,旨在与市场沟通未来的货币政策走势和经济形势预测,引导市场对未来利率的预期,使市场预期与央行目标预期靠拢。前瞻指引引导的是市场预期,而预期对市场行为会产生重要影响,加上预期具有自我实现的特征,市场主体将会根据预期采取行动,从而对当前的经济、金融形势产生影响。

1.3、货币政策预期对美股的影响

美联储前瞻指引和货币政策市场预期有时是相互影响的,2018 年四季度以来市场预期甚至在一定程度上干扰了美联储的决定。另外,前瞻指引发布的频率比较低,而货币政策市场预期则有高频数据,后者似乎更适合用来判断美股走势,那么这种观点合理吗?

影响市场估值的主要因素有无风险利率、盈利增速、风险溢价等。货币政策预期(如美联储观察加/降息概率)对股市的影响是复杂的,一方面虽然加息(降息)概率上升,会通过贴现因子降低(增加)市场估值,另一方面,加息(降息)概率,可能意味着经济形势的好转(恶化),从而拉升(降低)估值,最终加息(降息)概率对股市的影响取决于这两股力量的对比。鉴于数据的可获得性,我们从 2017 年 12 月 14 日开始分析。

图2: 加息(降息)概率与美股收益率



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

整体来看,2017 年 12 月至 2018 年 12 月 20 日这段时间,美国加息预期变动以及美股波动都是受美国经济形势影响的,从而成正相关。

2017 年 12 月 14 日至 2018 年 9 月 26 日，货币政策加息概率和美股收益率正相关，都是受经济形势良好影响。这段时间美国加息概率都接近 100%，而且日均加息概率上升，但是日均股票收益率也为正，加息并没有影响股票价值，两者正相关系数 30% 左右，加息概率和股票收益率上升都是受经济形势以及美联储前瞻指引的共同影响的结果。一方面，美国经济形势仍然良好。失业率从 2017 年 11 月的 4.2%，进一步下降到 2018 年 9 月的 3.7%，2018 年前三季度 GDP 同比环比折年率分别为 2.2%、4.2%、3.4%，同时，PCE 同比增速在 2018 年 3 月至 8 月高于 2%，经济出现过热迹象。

另一方面，鲍威尔上台后，为表现美联储的独立性，屡次发言偏鹰，市场预期 2018 年美联储加息四次概率上升。

2018 年 9 月 27 日至 12 月 19 日，货币政策加息概率下降和美股收益率下降，都是受经济形势恶化影响。

这段时间，受美国不断加息，欧洲经济率先调整，以及全球贸易摩擦带来的不确定性影响，市场对美国经济出现拐点的担心。部分美国经济指标也出现放缓迹象，失业率从 3.7% 的低位有所反弹，PCE 通胀也自 9 月以来呈现放缓趋势，新屋销售、营建许可等数据更是持续疲弱，暗示美国房地产市场走弱。在此背景下，2018 年四季度美国股票市场出现了较大幅度的调整，2018 年 9 月 27 日至 12 月 19 日股票日均收益率为负。在实体经济降温和资本市场调环境下，美联储官员发言开始转鸽，市场对 2018 年 12 月美联储加息预期开始降温。这段时间美联储加息概率下降和美国股票收益率下降成正相关，都是受经济形势影响。

图3： 加息概率变化与美股收益率

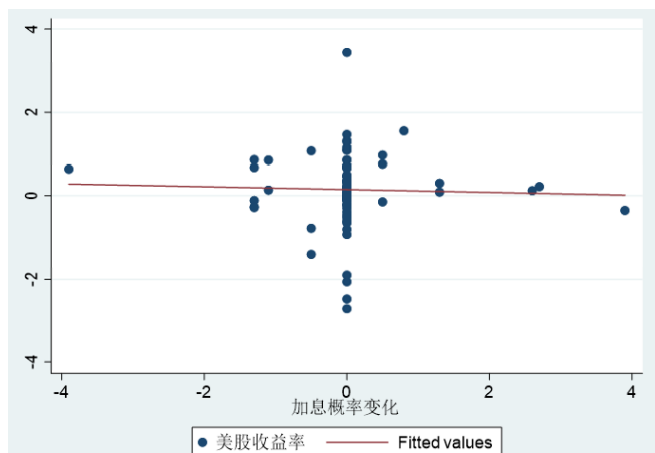
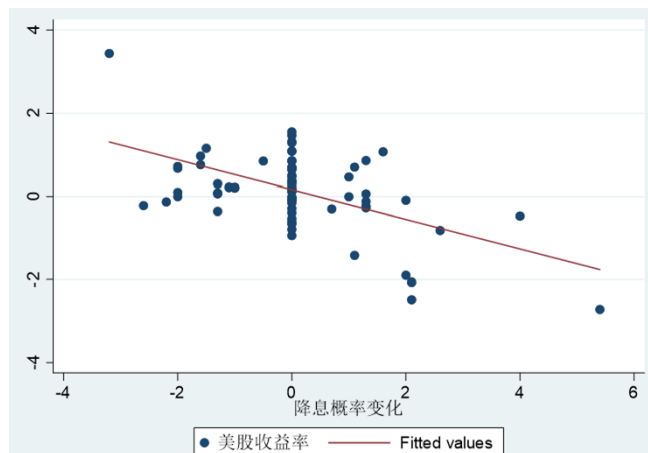


图4： 降息概率变化与美股收益率



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_13020

